

Marek Barowicz

Determinanty struktury kapitałowej przedsiębiorstwa

Podejście empiryczne



Monografia omawia czynniki,
ich siłę i kierunek wpływu, oddziałujące
na strukturę kapitałową przedsiębiorstw
notowanych na giełdzie warszawskiej.

druk pdf epub mobi

edu-Libri

Fragment książki
materiał promocyjny

Determinanty struktury kapitałowej przedsiębiorstwa

Podjęcie empiryczne

Marek Barowicz

Determinanty struktury kapitałowej przedsiębiorstwa

Podjęcie empiryczne

edu-Libri

Kraków–Legionowo 2014

[Kup książkę](#)

© edu-Libri s.c. 2014

Redakcja merytoryczna: Agnieszka Niegowska

Korekta: edu-Libri

Projekt okładki i stron tytułowych: GRAFOS

Promotor pracy doktorskiej: prof. dr hab. Dariusz Wędzki

Recenzenci pracy doktorskiej: dr hab. Jerzy Gajdka, prof. UŁ

dr hab. Andrzej Sokołowski, prof. UE w Krakowie

Wydawnictwo edu-Libri

ul. Zalesie 15, 30-384 Kraków

e-mail: edu-libri@edu-libri.pl

Skład i łamanie: GRAFOS

Druk i oprawa: Sowa Sp. z o.o.

Warszawa

ISBN (druk) 978-83-63804-44-2

ISBN e-book (PDF) 978-83-63804-45-9

ISBN e-book (epub) 978-83-63804-46-6

ISBN e-book (mobi) 978-83-63804-47-3

[Kup książkę](#)

Spis treści

Wstęp	7
1. Kapitał jako źródło finansowania przedsiębiorstwa.....	10
1.1. Istota kapitału przedsiębiorstwa	10
1.2. Klasyfikacja, funkcje i struktura kapitału przedsiębiorstwa	12
1.3. Charakterystyka źródeł finansowania przedsiębiorstwa	16
1.3.1. Charakterystyka bilansowych źródeł finansowania	16
1.3.2. Charakterystyka pozabilansowych źródeł finansowania.....	32
1.4. Wpływ struktury kapitałowej na przedsiębiorstwo	33
2. Charakterystyka wybranych determinant struktury kapitałowej przedsiębiorstwa	37
2.1. Ilościowe determinanty struktury kapitałowej przedsiębiorstwa	37
2.1.1. Mikroekonomiczne uwarunkowania struktury kapitałowej przedsiębiorstwa.....	37
2.1.2. Makroekonomiczne uwarunkowania struktury kapitałowej przedsiębiorstwa.....	53
2.2. Jakościowe determinanty struktury kapitałowej przedsiębiorstwa	60
2.2.1. Mikroekonomiczne uwarunkowania struktury kapitałowej przedsiębiorstwa.....	60
2.2.2. Makroekonomiczne uwarunkowania struktury kapitałowej przedsiębiorstwa.....	65
3. Determinanty struktury kapitałowej według wybranych teorii struktury kapitału w przedsiębiorstwie	67
3.1. Klasyfikacja teorii struktury kapitałowej.....	67
3.1.1. Pojęcie i cechy rynku kapitałowego.....	67
3.1.2. Podział teorii struktury kapitałowej	69
3.2. Determinanty struktury kapitałowej według teorii rynku doskonałego	70
3.3. Determinanty struktury kapitałowej według teorii rynku niedoskonałego	73
3.3.1. Determinanty struktury kapitałowej w teoriach statycznych.....	73
3.3.2. Determinanty struktury kapitałowej w teoriach dynamicznych	77
4. Charakterystyka i empiryczna weryfikacja hipotez dotyczących wybranych determinant struktury kapitałowej przedsiębiorstwa	86
4.1. Metodologia przedmiotu badania.....	86
4.1.1. Przedmiotowy i podmiotowy zakres badania.....	86

4.1.2. Charakterystyka i uzasadnienie wyboru hipotez badawczych	98
4.2. Empiryczna weryfikacja hipotez badawczych	116
4.2.1. Hipotezy w teoriach rynku doskonałego	116
4.2.2. Hipotezy w teoriach rynku niedoskonałego	127
Podsumowanie	157
Bibliografia	164

Załączniki: www.edu-libri.pl/matdodat/18

3. Determinanty struktury kapitałowej według wybranych teorii struktury kapitału w przedsiębiorstwie

3.1. Klasyfikacja teorii struktury kapitałowej

3.1.1. Pojęcie i cechy rynku kapitałowego

Pod pojęciem rynku rozumie się mechanizm koordynujący zachowania nabywców i sprzedawców, uczestniczących w procesie wymiany dóbr i usług [Begg i in., 2003b, s. 72]. Rynki pełnią funkcję alokacyjną [Grossman, 1995, s. 773].

Rynek kapitałowy tworzą transakcje instrumentami finansowymi o charakterze własnościowym lub wierzycielskim o terminie zapadalności co najmniej jeden rok [Jajuga, Jajuga, 2005, s. 17–18]. Cechą rynku kapitałowego jest alokacja własności kapitału akcyjnego [Fama, 1970, s. 383].

Pod pojęciem rynku kapitałowego należy rozumieć¹:

- rynek papierów wartościowych i innych instrumentów finansowych w zakresie, w jakim stosuje się do nich przepisy Ustawy o obrocie instrumentami finansowymi (uoif) oraz Ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (uop),
- rynek usług świadczonych przez fundusze inwestycyjne i inne instytucje zbiorowego inwestowania w rozumieniu uofi,
- rynek towarów giełdowych w rozumieniu Ustawy o giełdach towarowych (uogt).

Rynek kapitałowy może posiadać cechy rynku doskonałego, niedoskonałego lub efektywnego. Pod pojęciem rynku doskonałego rozumie się rynek charakteryzu-

¹ Zob. art. 2 pkt 6 Ustawy z 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (unrk).

jący się wysokim stopniem efektywności informacyjnej, na którym ceny papierów wartościowych w pełni odzwierciedlają wszystkie dostępne informacje [Stradomski, 2004, s. 22]. W warunkach doskonałego rynku kapitałowego, gdy stopa procentowa jest stała, każda struktura kapitałowa jest efektywna [Ben-Shahar, 1968, s. 652]. Według innej koncepcji [Myers, 2001, s. 84] doskonały rynek kapitałowy oznacza, że ryzyko wyemitowanych przez przedsiębiorstwo papierów wartościowych odpowiada poziomowi ryzyka nabytych przez nie walorów.

W literaturze przedmiotu [Shapiro, 1990, s. 428; Stradomski, 2004, s. 22] wyróżnia się następujące cechy rynku doskonałego:

- brak podatków,
- brak kosztów wejścia i wyjścia,
- pełna substytucyjność dóbr będących przedmiotem obrotu,
- duża liczba uczestników rynku, których celem jest maksymalizacja zysku,
- nieograniczony dostęp wszystkich uczestników rynku do informacji,
- zysk na działalności operacyjnej osiągany przez przedsiębiorstwo w stałej wysokości,
- niezmienną całkowitą wartość aktywów przedsiębiorstwa,
- wypłata akcjonariuszom zwykłym wszystkich zrealizowanych zysków w formie dywidendy.

W celu lepszego dostosowania rozwiązań teoretycznych do praktyki gospodarczej kolejne teorie struktury kapitałowej uwalniają poszczególne założenia rynku doskonałego. Do charakterystycznych cech niedoskonałego rynku kapitałowego zalicza się [Stradomski, 2004, s. 30]:

- asymetrię informacji,
- koszty transakcji,
- koszty bankructwa,
- regulacje administracyjno-prawne.

Przedsiębiorstwa funkcjonujące w warunkach rynku niedoskonałego nie mają bezpośredniego wpływu na wysokość kosztów transakcyjnych i uregulowań administracyjno-prawnych.

Efektywność rynku kapitałowego odzwierciedla taka wycena walorów spółek będących przedmiotem obrotu, która opiera się na symetrii informacji, tzn. uwzględnia wszystkie dostępne dane dotyczące przedsiębiorstw oraz gospodarki [Jerzemska, 1999, s. 64]. Doskonały rynek kapitałowy powinien charakteryzować się wysokim stopniem efektywności informacyjnej [Stradomski, 2004, s. 22], przy czym rynek efektywny informacyjnie oznacza rynek, na którym ceny papierów wartościowych w pełni odzwierciedlają wszystkie dostępne informacje [Fama, 1970, s. 383].

W warunkach funkcjonowania rynku kapitałowego opracowane zostały – przez różnych autorów – teorie struktury kapitałowej, uwzględniające poszczególne determinanty struktury kapitałowej.

3.1.2. Podział teorii struktury kapitałowej

W literaturze przedmiotu można spotkać się z różnymi klasyfikacjami teorii struktury kapitałowej. Według jednej z nich [Martin i in., 1988, s. 333], uwzględniając kryterium kosztowe, można wyróżnić teorie:

- transakcji nieobciążonych kosztami,
- transakcji obciążonych kosztami.

Do pierwszej kategorii zalicza się teorie podatkowe. Druga grupa obejmuje teorie substytucji, asymetrii informacji oraz pojemności zadłużeniowej.

Z uwagi na kryterium dążenia przedsiębiorstwa do osiągnięcia docelowego poziomu zadłużenia wyróżniono [Myers, 1984, s. 576; Pinegar, Wilbricht, 1989, s. 83]:

- statyczną teorię substytucji, w ramach której przedsiębiorstwo dąży do osiągnięcia założonego wskaźnika zadłużenia,
- teorię hierarchii źródeł finansowania, w wypadku której docelowy wskaźnik zadłużenia nie odgrywa zasadniczej roli.

W innej klasyfikacji [Harris, Raviv, 1991, s. 297], stosując kryterium podatkowe, podzielono teorie struktury kapitałowej na:

- teorie podatkowe,
- teorie niepodatkowe.

Bazując na tym podejściu, dokonano opisu nurtu niepodatkowego przez analizę czterech determinant struktury kapitałowej (kosztów agencji, asymetrii informacji, kontroli nad przedsiębiorstwem i technologii produkcji), dzieląc teorie niepodatkowe na teorie:

- kosztów agencji,
- asymetrii informacyjnej,
- konkurencji o przejęcie kontroli nad spółką,
- sytuacji na rynku produktów i czynników produkcji.

Uzupełnieniem podejścia M. Harrisa i A. Raviva jest klasyfikacja modeli struktury kapitałowej dokonana przez G.T. Ryena, G.M. Vasconcellosa i R.J. Kisha [Ryen i in., 1997, s. 41–50], uwzględniająca dodatkowo teorie podatkowe oraz teorię kosztów bankructwa.

W literaturze przedmiotu [Myers, 1993, s. 4–14] teorie struktury kapitałowej dzieli się zasadniczo ze względu na kryterium stanu, w którym dokonywana jest analiza tej struktury, wyodrębniając teorie:

- statyczne,
- dynamiczne.

Teorie statyczne konstruowane są zgodnie z założeniem, że dana jest wielkość kapitału niezbędna do finansowania przedsiębiorstwa, a podstawowa kwestia dotyczy optymalnej struktury kapitałowej. Większość modeli struktury kapitałowej zakłada, że decyzje w zakresie wielkości emisji długu mają charakter

statyczny [Goldstein i in., 2001, s. 483]. W tej koncepcji nie dostrzega się faktu, że przedsiębiorstwa dostosowują poziom zadłużenia w odpowiedzi na zmiany swojej wartości.

W wypadku teorii dynamicznych zakłada się, że ilość kapitału jest zmienna, a zasadniczym zagadnieniem jest kwestia kolejności, w jakiej należy pozyskiwać poszczególne źródła finansowania w zależności od ich właściwości [Gajdka, 2002, s. 63].

Autor niniejszej pracy, nawiązując do klasyfikacji proponowanej w literaturze przedmiotu, przyjął następujący podział teorii struktury kapitałowej:

1. teorii rynku doskonałego,
2. teorii rynku niedoskonałego:
 - teorii statyczne:
 - teorii podatkowe,
 - teorii substytucji:
 - teoria uwzględniająca koszty bankructwa,
 - teoria uwzględniająca koszty agencji;
 - teorii dynamiczne:
 - teorii asymetrii informacji:
 - teoria hierarchii źródeł finansowania,
 - teoria sygnalizacji;
 - teoria konkurencji o przejęcie kontroli nad spółką,
 - teoria sytuacji na rynku produktów i czynników produkcji,
 - teoria uwzględniająca fazy cyklu życia przedsiębiorstwa.

A zatem determinanty struktury kapitałowej przedsiębiorstwa określone są zarówno przez teorie rynku doskonałego, jak i przez teorie rynku niedoskonałego.

3.2. Determinanty struktury kapitałowej według teorii rynku doskonałego

Do teorii rynku doskonałego zalicza się:

- teorię zysku netto,
- teorię zysku operacyjnego netto,
- teorię tradycyjną,
- teorię nieuwzględniającą podatku dochodowego,
- teorię pojemności zadłużeniowej.

Stanowią one podstawę formułowania dalszych teorii struktury kapitałowej. Chociaż podejścia te cechuje hipotetyczny charakter, przedstawione teorie pełnią jednak funkcję punktu odniesienia dla zdecydowanej większości pozostałych nurtów teorii struktury kapitałowej [Gajdka, 2002, s. 65–66].

Zgodnie z teorią zysku netto przedsiębiorstwa mogą dokonywać zamiany części kapitału własnego na kapitał obcy. Koszty obu rodzajów finansowania są stałe bez względu na poziom wykorzystania zadłużenia. Koszt kapitału obcego jest niższy od kosztu kapitału własnego. Zastosowanie wyższej dźwigni finansowej pozwala obniżyć średni koszt kapitału. Według teorii zysku netto przedsiębiorstwa mogą osiągnąć optymalną strukturę kapitałową w sytuacji, gdy kapitał obcy całkowicie finansuje ich działalność [Jerzemowska, 1999, s. 65–66].

W myśl teorii zysku operacyjnego netto struktura kapitałowa nie wpływa na poziom średniego kosztu kapitału w przedsiębiorstwie. Koszt kapitału obcego jest niezależny od struktury kapitałowej. Zmianie podlega jedynie koszt kapitału własnego. Wzrost ryzyka powoduje, że efekt wywołany wzrostem udziału tańszego kapitału obcego niwelowany jest wzrostem wyższego kosztu kapitału własnego (oczekiwanej stopy wzrostu z akcji). Równocześnie udział kapitału własnego w finansowaniu spółki ulega redukcji [Gajdka, 2002, s. 70]. Według tej teorii korzystanie przez przedsiębiorstwo z obcych źródeł finansowania nie przynosi korzyści. Nie istnieje zatem optymalna struktura kapitałowa.

Teoria tradycyjna łączy dwa omówione wcześniej podejścia opisujące strukturę kapitałową [Davis, 1992, s. 263; Jerzemowska, 1999, s. 68]. Zgodnie z nią w razie wykorzystania dźwigni finansowej niższy koszt kapitału obcego nie jest równoważony wzrostem ryzyka finansowego, wskutek czego średni koszt kapitału spółki ulega zmniejszeniu. Wraz ze wzrostem długu wzrasta do pewnego momentu rynkowy kurs akcji. Po osiągnięciu punktu, w którym korzyści wynikające z wykorzystania dźwigni finansowej (korzyści odsetkowej tarczy podatkowej) zrównają się ze zwiększonym ryzykiem finansowym, dalszy wzrost zadłużenia spowoduje spadek rynkowego kursu akcji. Punkt ten wyznacza optymalną strukturę kapitałową, przy której średni koszt kapitału jest najniższy, a rynkowy kurs akcji osiąga najwyższy poziom [Jerzemowska, 1999, s. 68–69]. Według teorii tradycyjnej istnieje pozytywna relacja między zadłużeniem a rentownością, ponieważ korzystanie z kapitału obcego zwiększa korzyści związane z efektem odsetkowej tarczy podatkowej. Dlatego też zysk „wypracowany” przez kapitał obcy jest dużo wyższy w wypadku rentownych przedsiębiorstw z wysoką krańcową stopą podatkową. Rentowne przedsiębiorstwa charakteryzuje pozytywny efekt dźwigni finansowej stanowiący zachętę do sięgania po obce źródła finansowania [Panno, 2003, s. 104].

Według teorii nieuwzględniającej podatku dochodowego, zwanej teorią nieistotności struktury kapitałowej, średni koszt kapitału przedsiębiorstwa nie zależy od jego struktury kapitałowej [Modigliani, Miller, 1958, s. 268–269]. Średni koszt kapitału jest wówczas równy kosztowi kapitału własnego w przedsiębiorstwie niekorzystającym z zadłużenia. Na rynku doskonale konkurencyjnym ceny akcji przedsiębiorstw o identycznym poziomie ryzyka operacyjnego, generujących takie same zyski na działalności operacyjnej, wyrównują się. Inwestorzy nabywają akcje niedoszacowane i sprzedają walory przeszacowane, co wywołuje wzrost cen akcji niedowartościowanych i spadek cen akcji przewartościowanych do momentu wyrównania się poziomu ich cen.

Wzrost udziału długu w strukturze kapitałowej powoduje wzrost kosztu kapitału własnego z tytułu ponoszonego przez akcjonariuszy zwiększonego ryzyka. Równocześnie wzrost długu przyczynia się do wzrostu oczekiwanych zysków przypadających na jedną akcję, co odzwierciedla pozytywny efekt dźwigni finansowej. Nie powoduje to jednak wzrostu cen akcji, a to z uwagi na wzrost ryzyka oraz kosztu kapitału własnego. Obie przeciwstawne tendencje równoważą się, dzięki czemu ceny akcji spółki pozostają stałe pomimo zmiany struktury kapitałowej [Robichek, Myers, 1966, s. 1]. Stały pozostaje również koszt kapitału obcego, a to z uwagi na brak ryzyka niewypłacalności przedsiębiorstwa. Średni koszt kapitału nie zmienia się, gdyż wzrost kosztu kapitału własnego kompensowany jest spadkiem jego udziału w strukturze kapitałowej.

Według F. Modiglianego [1982, s. 255], gdy w warunkach rynku doskonałego bez podatków inwestorzy podejmują decyzje racjonalnie, polityka finansowa przedsiębiorstwa nie ma znaczenia. W tych warunkach, z punktu widzenia maksymalizacji rynkowej wartości aktywów, sposób ich finansowania jest obojętny [Gajdka, 2002, s. 295]. Mimo że wraz ze wzrostem zadłużenia rośnie koszt kapitału własnego (z uwagi na wzrost ryzyka finansowego), wartość średniego kosztu kapitału nie ulega zmianie. Udział kapitału własnego w strukturze kapitałowej spółki maleje, rośnie natomiast udział tańszego kapitału obcego. W rezultacie wartości te wzajemnie się kompensują, a średni koszt kapitału pozostaje stały.

Teoria pojemności zadłużeniowej ma cechy pozwalające zaliczyć ją zarówno do teorii rynku doskonałego, jak i do teorii rynku niedoskonałego, tym samym stanowi ona ogniwo łączące te dwie grupy teorii. Według E.H. Kima [1978, s. 52] o pojemności zadłużeniowej można mówić w warunkach doskonałego rynku kapitałowego. Natomiast S.C. Myers i G.A. Pogue [1974, s. 598] są zdania, że pojemność zadłużeniowa opiera się na ryzyku, a nie na docelowym wskaźniku zadłużenia przedsiębiorstwa. W takim kontekście teorii pojemności zadłużeniowej nie można zaliczyć do teorii statycznych. Z drugiej jednak strony pojemność zadłużeniowa związana jest z prawdopodobieństwem bankructwa i kwestią wypłacalności jednostki. Pojawienie się kosztów bankructwa powoduje, że maksymalny poziom zadłużenia, jaki jest w stanie zaciągnąć przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym, wykluczy całkowite finansowanie długiem [Gajdka, 2002, s. 276–277].

Kwestia maksymalnej pojemności zadłużenia powinna być rozwiązana przed wyznaczaniem optymalnej struktury kapitałowej. Zagadnienie optymalnej struktury kapitałowej staje się istotne w razie jej osiągnięcia przy niższym niż maksymalnie możliwym do zaciągnięcia poziomie długu [Kim, 1978, s. 52]. Jeżeli pożyczkodawcy odmówią przedsiębiorstwu dalszego kredytowania, to w pierwszej kolejności zostanie osiągnięta maksymalna pojemność długu. Jeżeli natomiast pierwsi wycofają się akcjonariusze, oznaczać to będzie osiągnięcie przez przedsiębiorstwo optymalnej struktury kapitałowej. Jeśli maksymalna pojemność długu oznacza optymalną strukturą kapitałową (pożyczkodawcy i akcjonariusze wycofają się równocześnie), zaistnieć może sytuacja wynikająca z teorii uwzględniającej podatek dochodowy. Wówczas przedsiębiorstwo może zaciągnąć maksymalną kwotę długu, jaka jest możliwa [Gajdka, 2002, s. 276].

Zagadnienie maksymalnej pojemności zadłużeniowej ma szczególne znaczenie dla kredytodawców w związku z maksymalną wielkością długu udzielanego kredytobiorcom. Według nich najważniejszą determinantą maksymalnej pojemności zadłużeniowej jest ryzyko związane z osiąganymi przez przedsiębiorstwo-pożyczkobiorcę zyskami [Leibowitz i in., 1990, s. 43]. Wzrost udziału kapitału obcego powoduje wzrost zarówno rentowności kapitału własnego, jak i ryzyka finansowego związanego z obsługą zadłużenia. W konsekwencji przedsiębiorstwo może zostać zmuszone ograniczyć dalsze finansowanie długiem [Leibowitz i in., 1990, s. 50].

Według M.J. Barclaya, C.W. Smitha i E. Morellec [Barclay i in., 2006, s. 37–38] istnieje związek między zadłużeniem a wartościami niematerialnymi i prawnymi przedsiębiorstwa. Pojemność zadłużenia przedsiębiorstwa, związana z finansowaniem wartości niematerialnych i prawnych, jest niższa niż pojemność zadłużenia związana z finansowaniem rzeczowych aktywów trwałych. Dzieje się tak dlatego, że wartości niematerialne i prawne charakteryzują się niższą wartością zabezpieczeniową długu, stanowiąc tym samym przyczynę niedoinwestowania. Według A. Hovakimiana, T. Oplera i S. Titmana [Hovakimian i in., 2001, s. 2] przedsiębiorstwa powinny w relatywnie wyższym stopniu korzystać z kapitału własnego do finansowania wartości niematerialnych i prawnych oraz długu do finansowania rzeczowych aktywów trwałych.

Uwalnianie poszczególnych założeń rynku doskonałego pozwala wyodrębnić determinanty struktury kapitałowej w ramach teorii rynku niedoskonałego.

3.3. Determinanty struktury kapitałowej według teorii rynku niedoskonałego

3.3.1. Determinanty struktury kapitałowej w teoriach statycznych

Determinanty struktury kapitałowej w teoriach podatkowych

Teorie podatkowe obejmują teorię uwzględniającą podatek dochodowy, teorię uwzględniającą nieodsetkową tarczę podatkową oraz teorię uwzględniającą inflację.

Jedną z ważniejszych teorii podatkowych jest teoria uwzględniająca podatek dochodowy. Wyjaśnia ona wpływ stopy podatkowej na kształtowanie polityki przedsiębiorstwa w zakresie struktury kapitałowej. Koszt kapitału obcego w formie odsetek jest niższy od kosztu kapitału własnego pod postacią dywidendy. Odsetki, pomniejszając podstawę opodatkowania podatkiem dochodowym od osób prawnych, pełnią funkcję tarczy podatkowej [Barclay, Smith, 1995b, s. 902; Barclay i in., 1995, s. 7]. Wraz ze wzrostem zadłużenia rośnie koszt kapitału własnego, a to z uwagi na wzrost ryzyka finansowego. Równocześnie spada udział kapitału własnego, dzięki czemu średni koszt kapitału ulega redukcji (wzrost ryzyka finansowego nie równoważy korzyści wynikających ze wzrostu tańszego kapitału obcego). W długim

okresie stopa podatku dochodowego od osób prawnych jest pozytywnie skorelowana ze wskaźnikiem zadłużenia [Homaifar i in., 1994, s. 2; Graham i in., 1998, s. 131].

Pobór podatku dochodowego od osób fizycznych może redukować korzyści wynikające z poboru podatku dochodowego od osób prawnych [Myers, 2001, s. 87]. Wzrost stopy podatku dochodowego od osób fizycznych z tytułu odsetek może być przyczyną spadku udziału kapitału obcego w strukturze kapitałowej przedsiębiorstwa, a w konsekwencji spadku odsetkowej tarczy podatkowej. Jeżeli podatek dochodowy od osób fizycznych z tytułu dywidendy jest niższy od podatku z tytułu odsetek, to stopa dochodu przed opodatkowaniem z dłużnych papierów wartościowych, aby zrekompensować ich nabywcom różnicę dochodowości, musi kształtować się na odpowiednio wysokim poziomie. W przeciwnym razie osoby fizyczne nie są zainteresowane zakupem dłużnych papierów wartościowych (obligacji). Chociaż dla spółki korzystne jest emitowanie długu ze względu na podatek dochodowy od osób prawnych, korzyści podatkowe spółki niweluje podatek dochodowy od osób fizycznych, uiszczany przez obligatariuszy [Gajdka, 2002, s. 112].

Przedsiębiorstwa charakteryzujące się wysokim poziomem nieodsetkowych tarcz podatkowych wykorzystują niższą dźwignię finansową [Jerzemowska, 1999, s. 56]. Wzrost nieodsetkowej tarczy podatkowej zmniejsza korzyści podatkowe wynikające z finansowania kapitałem obcym [Gajdka, 2002, s. 150]. Natomiast zdaniem G. Homaifara, J. Zietza i O. Benkata [Homaifar i in., 1994, s. 2] związek między nieodsetkowymi tarczami podatkowymi a zadłużeniem jest nieistotny (oscyluje wokół zera).

Przy uwzględnieniu nieodsetkowej tarczy podatkowej oraz regulacji podatkowych można określić optymalną dla danej spółki strukturę kapitałową [DeAngelo, Masulis, 1980]. Dokonywanie odpisów amortyzacyjnych oraz wykorzystywanie ulg podatkowych może powodować znaczną redukcję podstawy opodatkowania. Zaciąganie w takich warunkach długu nie powoduje zmniejszenia podatku dochodowego z tytułu odsetkowej tarczy podatkowej. Wzrost zadłużenia może powodować wystąpienie straty podatkowej. W warunkach polskich (art. 7 ust. 5 updop) o wysokość straty poniesionej w roku podatkowym można obniżyć dochód w najbliższych kolejno po sobie następujących pięciu latach podatkowych, z tym że wysokość obniżenia w którymkolwiek z tych lat nie może przekroczyć 50% kwoty tej straty. W takiej sytuacji przedsiębiorstwo nie traci możliwości korzystania z dodatkowej tarczy podatkowej z tytułu wzrostu zadłużenia. Rekompensata tarczy podatkowej w przyszłych okresach powoduje jednak spadek jej wartości z uwagi na występowanie inflacji [Gajdka, 2002, s. 149].

W okresie inflacji stopy procentowe nie w pełni rekompensują kredytodawcom wzrost cen. Wynikiem takiego rozumowania jest stwierdzenie, że w wartościach realnych zyskują kredytobiorcy, a tracą kredytodawcy [Gajdka, Wolski, 2001, s. 78]. W warunkach gospodarki inflacyjnej analiza wpływu inflacji odnosi się do realnej wartości tarczy podatkowej powstałej w wyniku zaciągnięcia długu [Gajdka, Wolski, 2000, s. 674–675].

Inflacja sprzyja finansowaniu kapitałem obcym [Modigliani, 1982, s. 257]. Dzieje się tak w sytuacji, gdy dźwignia finansowa z tytułu zaciągniętego długu jest

w pełni wykorzystana, tzn. nie uwzględnia się konsekwencji nieodsetkowej tarczy podatkowej. Nieodsetkowa tarcza podatkowa powoduje, że korzyści z finansowania kapitałem obcym będą wzrastać wolniej w relacji do poziomu zaciągniętego długu. Nie zmienia to jednak faktu, że inflacja zwiększa korzyści z finansowania długiem [Gajdka, 2002, s. 157].

W literaturze przedmiotu wielu autorów [Hochman, Palmon, 1985, s. 1115; Kim, Wu, 1988, s. 198] potwierdza hipotezę F. Modiglianiego, według której wskaźnik zadłużenia rośnie wraz ze wzrostem stopy inflacji. Wzrost nominalnej stopy procentowej wynikający ze wzrostu inflacji powoduje wzrost korzyści podatkowych z finansowania długiem.

Korzystanie przez przedsiębiorstwo z kapitałów obcych implikuje zarówno korzyści w formie odsetkowych tarcz podatkowych, jak i koszty pod postacią kosztów bankructwa oraz kosztów agencji.

Determinanty struktury kapitałowej w teoriach substytucji

Nadmierne zadłużenie stanowi zagrożenie dla przedsiębiorstwa w postaci bankructwa [Stiglitz, 1988, s. 124]. Koszty bankructwa wpływają na wzrost średniego kosztu kapitału oraz obniżenie rynkowej wartości cen akcji spółki – odzwierciedlają niedoskonałości rynku kapitałowego [Kraus, Litzenberger, 1973, s. 911].

Według teorii bankructwa przedsiębiorstwo nie powinno stosować nadmiernej dźwigni finansowej. Ryzyko finansowe z nią związane podwyższa koszt kapitału przedsiębiorstwa. Wysoki stopień dźwigni finansowej zwiększa prawdopodobieństwo wystąpienia bankructwa. Jeżeli poziom dźwigni jest niski, wzrost zadłużenia nie wpływa znacząco na wzrost prawdopodobieństwa bankructwa. Jeżeli natomiast udział długu w strukturze kapitałowej jest znaczny, każdorazowy wzrost dźwigni finansowej ma dużo większy wpływ na koszt kapitału. Stopa oprocentowania długu będzie wzrastać powoli w razie niskiego zadłużenia. Jeżeli jednak strukturę kapitałową zacznie cechować wyższe ryzyko finansowe, stopa procentowa zacznie szybko wzrastać [Baxter, 1967, s. 402].

W literaturze przedmiotu w zakresie kosztów trudności finansowych (kosztów bankructwa) można spotkać się z poglądem [Myers, 1984, s. 580–581], że przedsiębiorstwa charakteryzujące się wysokim ryzykiem finansowym powinny ograniczać zadłużenie, natomiast te o niskim ryzyku finansowym – zwiększać zadłużenie do momentu, gdy oczekiwane koszty bankructwa skompensują korzyści podatkowe wynikające z zaciągania długu.

Koszty bankructwa są wyższe w przedsiębiorstwach posiadających w swych aktywach duży udział wartości niematerialnych i prawnych. Przedsiębiorstwa ustabilizowane na rynku, posiadające większy udział rzeczowych aktywów trwałych, a dzięki temu o niższych kosztach bankructwa, mogą zaciągać więcej długów w stosunku do podmiotów o wysokim poziomie kosztów badań i rozwoju. Przedsiębiorstwa w dużym stopniu korzystające z kapitału obcego w celu finansowania badań i rozwoju są szczególnie narażone na koszty bankructwa w okresach niekorzystnej koniunktury gospodarczej [Opler, Titman, 1994, s. 1015]. Znaczenie kosztów bankructwa maleje w wypadku przedsiębiorstw będących w fazie doj-

rzałości, co przekłada się na wyższy poziom zadłużenia w wypadku dużych podmiotów [Frielinghaus i in., 2005, s. 12].

Na wystąpienie bankructwa duży wpływ wywierają inwestycje. Oddziałują one na wzrost wartości aktywów przez wielkość generowanych przez przedsiębiorstwo zysków w warunkach dobrej koniunktury gospodarczej. Inwestycje mogą prowadzić również do obniżenia wartości aktywów w ich funkcji zabezpieczającej w warunkach niekorzystnej koniunktury, gdy pożyczkobiorca ma trudności z regulowaniem swoich zobowiązań [Titman i in., 2004, s. 166]. Ryzyko związane z realizowanym projektem inwestycyjnym jest wewnętrznie determinowane przez decyzje inwestycyjne podejmowane przez wszystkie przedsiębiorstwa w danej branży [Maksimovic, Zechner, 1991, s. 1619].

Znaczna część literatury poświęconej strukturze kapitałowej doszukuje się jej determinant w różnicy interesów między różnymi grupami wywierającymi wpływ na dysponowanie aktywami przedsiębiorstwa, a zwłaszcza w kosztach wynikających z różnicy tych interesów, określanych mianem kosztów agencji [Mehran, 1992, s. 555; Gajdka, 2002, s. 188].

Według H.E. Lelanda [1998, s. 1213] wzrost kosztów agencji ogranicza poziom zadłużenia i terminy zapadalności długu oraz wpływa na wzrost zysków w przedsiębiorstwie, natomiast według S. Datty, M. Iskander-Datty i K. Ramana [Datta i in., 2005, s. 2333] istnieje odwrotna zależność między wielkością akcji będących w posiadaniu kierownictwa przedsiębiorstwa a terminem płatności długu. Poziom zadłużenia spada wraz ze wzrostem udziału kierownictwa w kapitale własnym przedsiębiorstwa, co wiąże się z ryzykiem finansowym wynikającym z braku możliwości dywersyfikacji przez kierownictwo przedsiębiorstwa portfela dłużnych papierów wartościowych [Friend, Lang, 1988, s. 271]. Zadłużenie rośnie zaś wraz ze wzrostem reputacji kierownictwa [Harris, Raviv, 1991, s. 328].

Menedżerowie mający wyższy udział w kapitale własnym przedsiębiorstwa preferują dług krótkoterminowy, co wiąże się z częstszymi kontrolami ze strony wierzycieli, natomiast ci o niższym udziale w kapitale własnym przedsiębiorstwa wybierają dług długoterminowy [Datta i in., 2005, s. 2348–2349]. Menedżerowie wybierają niższy poziom zadłużenia w relacji do wielkości optymalnej z uwagi na [Berger i in., 1997, s. 1411; Fosberg, 2004, s. 31–32]:

- redukcję ryzyka, przekładającego się na zachowanie przez nich prestiżu i utrzymanie zatrudnienia w przedsiębiorstwie, którym zarządzają,
- niechęć do działania pod presją związaną z zobowiązaniami finansowymi.

Kierownictwo przedsiębiorstwa preferuje niższy poziom zadłużenia dla zmniejszenia prawdopodobieństwa bankructwa [Gajdka, 2002, s. 194]. Konflikt między akcjonariuszami a kierownictwem przejawia się w sposobie redystrybucji wypracowanych przez przedsiębiorstwo zysków – kierownictwo preferuje reinwestycję zysków nad wypłacanie ich w formie dywidendy akcjonariuszom. Wzrost udziału długu w finansowaniu przedsiębiorstwa redukuje ten konflikt [Harris, Raviv, 1990, s. 321]. Pojawienie się kapitału obcego powoduje zmniejszenie wolnej gotówki, którą może dysponować zarząd, a wobec konieczności jej przeznaczenia na obsługę długu ma on mniejsze możliwości podejmowania decyzji niekorzystnych dla właścicieli [Harris, Raviv, 1991, s. 300; Booth i in., 2001, s. 100].

Jeżeli zadłużenie powoduje spadek kosztów agencji między właścicielami i kierownictwem, a akcjonariusze są w stanie lepiej kontrolować zarząd, oczekuje się, że wyższemu ich udziałowi w kapitale własnym towarzyszy niższy udział długu [Gajdka, 2002, s. 201]. Jednak wyniki tego typu rozważań nie są jednoznaczne. Wyższy udział kierownictwa w kapitale własnym prowadzi do spadku zadłużenia [Agrawal, Nagarajan, 1990, s. 1325]. Według innej opinii [Mehran, 1992, s. 539] występuje dodatnia relacja między udziałem kierownictwa w kapitale własnym a wielkością kapitału obcego.

Przyjmując, że strony zawartej umowy dążą do maksymalizacji swoich korzyści, zarząd przedsiębiorstwa nie zawsze działa w interesie jego właścicieli. Uwzględniając zachowanie kierownictwa oparte na działaniu sprzecznym z interesem właścicieli przedsiębiorstwa, kapitałodawcy podejmują próby takiego kształtowania struktury kapitałowej, która z jednej strony wyeliminuje negatywne bodźce determinujące zachowanie zarządu, z drugiej zaś wpłynie na prawidłową wycenę emitowanych papierów wartościowych [Heinkel, 1982, s. 1141].

Koszty agencji wynikające z konfliktu między akcjonariuszami a kierownictwem oraz między kierownictwem (akcjonariuszami) a wierzycielami przedsiębiorstwa ulegają zmianom wraz ze wzrostem udziału zadłużenia. Finansowanie kapitałem obcym z jednej strony przyczynia się do redukcji kosztów agencji wynikających z konfliktu między akcjonariuszami a kierownictwem, z drugiej natomiast powoduje ich wzrost w wyniku konfliktu między kierownictwem a wierzycielami przedsiębiorstwa [Gajdka, 2002, s. 223]. Ten drugi konflikt może ulec redukcji w wypadku wzrostu udziału rzeczowych aktywów trwałych stanowiących zabezpieczenie spłaty długu.

Wpływ kosztów agencji w kontekście determinant struktury kapitałowej jest uwzględniany kompleksowo jako łączny efekt oddziaływania tarczy podatkowej, kosztów bankructwa oraz kosztów agencji [Miao, 2005, s. 2621]. Optymalna struktura kapitałowa odzwierciedla te trzy czynniki [Leland, Toft, 1996, s. 987; Leland, 1998, s. 1213]. Wraz ze wzrostem zadłużenia rośnie rynkowa wartość akcji przedsiębiorstwa o wielkość tarczy podatkowej. Wartość ta ulega zmniejszeniu o wielkość kosztów bankructwa oraz kosztów agencji [Megginson, 1997, s. 338].

O ile teorie statyczne bazują na zagadnieniu optymalnej struktury kapitałowej, przy danej stałej wartości kapitału niezbędnego do finansowania przedsiębiorstwa, o tyle teorie dynamiczne, zakładając zmienność wielkości dostępnego kapitału, uwzględniają kolejność pozyskiwania różnych form finansowania w warunkach asymetrii informacyjnej.

3.3.2. Determinanty struktury kapitałowej w teoriach dynamicznych

Determinanty struktury kapitałowej w teoriach asymetrii informacji

Teorie struktury kapitałowej uwzględniające asymetrię informacji powstały w wyniku włączenia do badań informacji prywatnych, posiadanych przez nieliczną grupę

uczestników rynku kapitałowego [Gajdka, 2002, s. 228]. Do teorii asymetrii informacji zalicza się teorię hierarchii źródeł finansowania oraz teorię sygnalizacji.

Zgodnie z teorią hierarchii źródeł finansowania przedsiębiorstwa finansują inwestycje za pośrednictwem najtańszego dostępnego kapitału [Barclay i in., 1995, s. 12] i preferują finansowanie wewnętrzne. W pierwszej kolejności wybierają finansowanie swojej działalności wewnętrznym kapitałem własnym (zyski zatrzymane), następnie zewnętrznym kapitałem obcym (dłużne papiery wartościowe, kapitał zamienny), a w ostateczności zewnętrznym kapitałem własnym w formie akcji [Myers, 1984, s. 581; Allen, 1993, s. 102; Fama, French, 1999, s. 1966; Cai, Ghosh, 2003, s. 20].

Wzrost asymetrii informacji powoduje wzrost zadłużenia [Harris, Raviv, 1991, s. 327]. Tymczasem przedsiębiorstwa dokonują emisji akcji, gdy asymetria informacji jest najniższa [Harris, Raviv, 1991, s. 330]. Ponadto emitują relatywnie więcej akcji niż dłużnych papierów wartościowych bezpośrednio przed cyklami złej koniunktury gospodarczej [Baker, Wurgler, 2000, s. 2219]. W literaturze przedmiotu [Allen, 1993, s. 101] uważa się, że istnieje odwrotna zależność między zadłużeniem a rentownością przedsiębiorstwa, co podtrzymuje teorię hierarchii źródeł finansowania, wedle której dłużne papiery wartościowe emitowane są jedynie w wypadku niewystarczającej do sfinansowania inwestycji wielkości zysków zatrzymanych. Według M. Harrisa i A. Raviva [1991, s. 327] dźwignia finansowa rośnie wraz ze wzrostem rentowności przedsiębiorstwa.

Asymetria informacji oraz ryzyko wpływają na długość terminu płatności długu. W wypadku przedsiębiorstw charakteryzujących się niskim ryzykiem obserwuje się wzrost terminu płatności długu wraz z redukcją asymetrii informacji [Berger i in., 2005, s. 2897]. Przedsiębiorstwa o wysokim ryzyku mogą korzystać z długoterminowych kredytów bankowych niezależnie od stopnia asymetrii informacji, wiąże się to jednak z wymogiem zabezpieczenia spłaty długu na ich majątku [Berger i in., 2005, s. 2921–2922]. Przedsiębiorstwa o wysokim ryzyku preferują finansowanie długoterminowe kosztem emisji długu krótkoterminowego w celu uniknięcia ewentualnej upadłości i konieczności nieefektywnego upłynnienia swoich aktywów [Guedes, Opler, 1996, s. 1809]. Przedsiębiorstwa charakteryzujące się wyższym poziomem asymetrii informacji emitują więcej krótkoterminowych papierów dłużnych [Barclay, Smith, 1995a, s. 609]. Ponadto, gdy inwestorzy są w posiadaniu jakościowo gorszych informacji na temat rzeczywistej wartości aktywów niż zarząd przedsiębiorstwa, rynkową wartość kapitału własnego spółki może cechować niedoszacowanie przez rynek kapitałowy [Harris, Raviv, 1991, s. 306; Gajdka, 2002, s. 231].

Struktura kapitałowa przedsiębiorstwa zależy od preferowanego przez nie sposobu finansowania nowych projektów inwestycyjnych [Gajdka, 2002, s. 243]. Według teorii hierarchii źródeł finansowania struktura kapitałowa przedsiębiorstwa ustalana jest w sposób zmniejszający nieefektywność decyzji inwestycyjnych podejmowanych w warunkach asymetrii informacji. Asymetria informacji może przyczynić się do rezygnacji przez kierownictwo przedsiębiorstwa, działające w interesie dotychczasowych akcjonariuszy, z podjęcia efektywnych projektów

inwestycyjnych. Działanie takie zmniejsza wartość akcji w relacji do potencjalnej wartości, jaką mogłyby one uzyskać w rezultacie usunięcia asymetrii. Asymetria informacji nie dotyczy jednak w równym stopniu wszystkich źródeł finansowania przedsiębiorstwa. Zasadniczo nie występuje ona w wypadku finansowania wewnętrznego, w relatywnie mniejszym zakresie występuje przy emisji długu, w największej zaś skali objawia się przy emisji akcji. Im niższe ryzyko przypisane do danego źródła finansowania, tym niższe prawdopodobieństwo wystąpienia asymetrii informacji [Gajdka, 2002, s. 236–237].

Źródłem asymetrii informacji może stać się rating papierów wartościowych [Kliger, Sarig, 2000, s. 2879]. Wartość długu wzrasta w związku z ogłoszeniem ratingu dłużnych papierów wartościowych (obligacji) na poziomie wyższym od oczekiwanego, spada zaś po ogłoszeniu ratingu dłużnych papierów wartościowych na poziomie niższym od oczekiwanego. Odwrotna zależność odnosi się do właścicielskich papierów wartościowych (akcji). Emisje papierów komercyjnych o wysokim ratingu wiążą się z ponadprzeciętnymi zyskami. Wpływ cen papierów wartościowych na zmiany ratingu papierów komercyjnych potwierdza związek oceny ratingowej z finansowaniem przedsiębiorstwa. Spadek oceny ratingowej, zwłaszcza w sytuacji wyjścia z rynku papierów komercyjnych, wpływa na spadek generowanych zysków [Rozeff, Nayar, 1994, s. 1431].

Uzupełnieniem teorii hierarchii źródeł finansowania jest teoria sygnalizacji, określająca reakcje rynku kapitałowego na dobór przez przedsiębiorstwa określonej struktury kapitałowej.

Rynki kapitałowe reagują pozytywnie na ogłoszenie wzrostu zadłużenia. Wzrost cen akcji powoduje również zamianę akcji na dług oraz akcji zwykłych na akcje uprzywilejowane. Redukcja długu oraz jego zamiana na akcje skutkują spadkiem cen walorów. Stopa zwrotu z akcji zwykłych jest negatywnie skorelowana z ogłoszeniem emisji długu zamiennego [Harris, Raviv, 1985, s. 1263; Eckbo, 1986, s. 119]. Zdaniem S.L. Sundera [1991, s. 557] ogłoszenie emisji długu nie wiąże się natomiast z wyraźną reakcją cen akcji. Całkowicie przeciwną opinię wyrażają E.F. Fama i K.R. French [1998, s. 841], według których wzrost zadłużenia wysyła na rynek negatywny sygnał o wartości akcji. Tymczasem według M.J. Brennana i A. Krausa [1987, s. 1226] ceny akcji negatywnie reagują na emisję nowych papierów wartościowych. Przedsiębiorstwa niedoszacowane będą zwykle korzystały z wyższej dźwigni niż przedsiębiorstwa przewartościowane [Barclay i in., 1995, s. 11–12].

Menedżerowie posiadają pełniejsze informacje dotyczące przedsiębiorstwa niż inwestorzy zewnętrzni [Leland, Pyle, 1977, s. 371; Barclay, Smith, 1999, s. 11–12; Barclay, Smith, 2005, s. 11]. Spadek cen związany z ogłoszeniem emisji dodatkowych akcji zwykłych i zamiennych papierów wartościowych może wynikać z faktu, że zarząd – posiadający pełniejszą wiedzę o rzeczywistej wartości przedsiębiorstwa niż zewnętrzni inwestorzy – przesyła na rynek sygnały o przeszacowaniu akcji zwykłych [Jensen, Pugh, 1991, s. 425].

Przy założeniu nieefektywności rynku kapitałowego, gdy ceny rynkowe instrumentów finansowych nie w pełni odzwierciedlają wszystkie dotyczące ich

informacje (są jedynie wypadkową informacji publicznych, ogólnodostępnych, będących w posiadaniu uczestników rynku kapitałowego), kierownictwo przedsiębiorstwa może wykorzystywać strukturę kapitałową do przesyłania na rynek informacji prywatnych o faktycznym stanie jednostki [Giner, Reverte, 2001, s. 294]. Im wyższa jest niepewność informacyjna dotycząca emitowanych papierów wartościowych, tym większe jest odchylenie ich cen [Zhang, 2006, s. 105].

Rynek kapitałowy reaguje również na wypłatę dywidendy przez spółkę. Ogłoszenie wzrostu stopy wypłat dywidendy wyraża pewność co do przyszłej rentowności przedsiębiorstwa, co przekłada się na wzrost cen akcji, gdy tymczasem obniżenie stopy wypłat dywidendy wywoła reakcję rynku kapitałowego w postaci spadku cen akcji [Barclay i in., 1995, s. 12; Baker i in., 2002, s. 244]. Wzrost wypłat dywidendy może być też odbierany przez rynek jako negatywny sygnał świadczący o braku możliwości realizacji korzystnych projektów inwestycyjnych, a więc braku ekspansji działania [Jerzemowska, 1999, s. 122]. Przedsiębiorstwa niedoszacowane charakteryzują się wyższą stopą wypłat dywidendy w stosunku do przedsiębiorstw przewartościowanych [Barclay i in., 1995, s. 12].

Wedle niektórych opinii przedsiębiorstwa dokonujące emisji dłużnych papierów wartościowych (obligacji) charakteryzują się wyższą stopą wypłat dywidendy niż przedsiębiorstwa korzystające wyłącznie z kredytów bankowych [Aivazian i in., 2006, s. 439]. Emisja dłużnych papierów wartościowych i związana z nią polityka dywidend przyczyniają się do zmniejszenia asymetrii informacyjnej oraz problemów agencyjnych w przedsiębiorstwie. Prawdopodobieństwo wypłaty dywidendy rośnie wraz ze wzrostem rentowności przedsiębiorstwa oraz maleje wraz ze wzrostem zadłużenia i możliwości przyszłego wzrostu jednostki [Aivazian i in., 2006, s. 452].

Według R.S. Hansena i C. Crutchleya [1990, s. 347] spadek zysków w przedsiębiorstwie kompensowany jest w drodze pozyskiwania zewnętrznego kapitału w formie emisji akcji zwykłych, dłużnych papierów wartościowych, kapitału zamiennego i jako taki nie jest uwarunkowany asymetrią informacji. Uważają oni, że nie ma dowodów na istnienie relacji między spadkiem zysków lub wielkością pozyskiwanych kapitałów a reakcją cen akcji na ogłoszenie o finansowaniu.

Na rynkową wartość akcji może mieć wpływ zarówno polityka w zakresie kształtowania struktury kapitałowej spółki, jak i prawdopodobieństwo przejęcia nad nią kontroli przez inny podmiot.

Determinanty struktury kapitałowej w pozostałych teoriach dynamicznych

Do pozostałych teorii dynamicznych zalicza się:

- teorię konkurencji o przejęcie kontroli nad spółką,
- teorię sytuacji na rynku produktów i czynników produkcji
- teorię uwzględniającą fazy cyklu życia przedsiębiorstwa.

Teoria konkurencji o przejęcie kontroli nad spółką opiera się na założeniu, że akcje przyznają ich posiadaczom prawo głosu na walnym zgromadzeniu, podczas

gdy wierzycielskie (dłużne) papiery wartościowe nie uosabiają takiego prawa [Gajdka, 2002, s. 261]. Optymalny poziom długu równoważy prawdopodobieństwo przejęcia przedsiębiorstwa. Prowadzi to do następujących wniosków [Israel, 1991, s. 1391]:

- prawdopodobieństwo przejęcia przedsiębiorstwa spada wraz ze wzrostem zadłużenia,
- udział akcjonariuszy w zyskach wzrasta wraz ze wzrostem zadłużenia,
- ceny akcji wzrastają wraz z zainicjowaniem fuzji.

Duży wpływ na powodzenie transakcji fuzji lub przejęcia² ma wielkość biorących w niej udział podmiotów. W wypadku fuzji najkorzystniejsza jest sytuacja, gdy łączące się firmy mają zbliżone rozmiary [Kay, 1986, s. 204], tymczasem w wypadku przejęcia transakcja ma największą szansę powodzenia, gdy firma przejmująca, posiadająca silną pozycję w swojej branży, kupuje mniejszą firmę w ramach tej samej lub pokrewnej branży [Copeland i in., 1997, s. 404; Lewandowski, 2001, s. 235]. Prawdopodobieństwo przejęcia zależy zatem od wielkości jednostki będącej potencjalnym przedmiotem przejęcia: im większe jest przedsiębiorstwo, tym prawdopodobieństwo jego przejęcia jest mniejsze.

Udział zarządu w kapitale własnym zależy od struktury kapitałowej, a ta determinuje zarówno prawdopodobieństwo przejęcia, jak i cenę akcji uzyskaną w ramach przejęcia oraz wartość całej spółki [Gajdka, 2002, s. 261].

Dotychczasowe kierownictwo przedsiębiorstwa ma możliwość wpływania na prawdopodobieństwo przejęcia kontroli nad spółką w drodze zmiany udziału w jej kapitale własnym [Harris, Raviv, 1991, s. 320]. Wartość spółki uzależniona jest od wyniku rywalizacji o kontrolę nad nią między dotychczasowym jej zarządem a konkurentem starającym się przejąć przedsiębiorstwo. Niższy udział kierownictwa w kapitale własnym przedsiębiorstwa, a tym samym niższa kontrola, z uwagi na mniejszą liczbę głosów na walnym zgromadzeniu, wiążą się z wyższym prawdopodobieństwem przejęcia spółki przez inwestorów zewnętrznych. Przedsiębiorstwa, w których właściciele większościowych pakietów akcji zasiadają w zarządzie, charakteryzują się wyższą podatnością na przejęcie kontroli nad spółką [Mikkelsen, Partch, 1989, s. 287–288].

Wyższy udział kapitału obcego w strukturze kapitałowej przyczynia się do spadku rentowności dla akcjonariuszy jednostki przejmującej, co przekłada się na niższe prawdopodobieństwo przejęcia przedsiębiorstwa [Israel, 1991, s. 1392]. Zadłużenie wzrasta do momentu, w którym przedsiębiorstwo staje się celem przejęcia przez inny podmiot, lub wraz ze wzrostem korzyści wynikających z przejęcia i z redukcją związanych z tym kosztów. Dźwignia finansowa jest negatywnie skorelowana z prawdopodobieństwem przejęcia przedsiębiorstwa [Harris, Raviv, 1991, s. 327].

² Fuzja polega na łączeniu się przedsiębiorstw w celu utworzenia nowego podmiotu, przejęcie zaś – na zakupie przedsiębiorstwa w drodze nabycia pakietu kontrolnego akcji [Machała, 2005, s. 65].

Optymalna struktura kapitałowa równoważy niższe prawdopodobieństwo przejęcia przedsiębiorstwa oraz wyższe korzyści akcjonariuszy spółki przejmowanej. Dlatego też przedsiębiorstwa charakteryzujące się niższym prawdopodobieństwem przejęcia korzystają z niższej dźwigni finansowej [Israel, 1991, s. 1398–1399]. Zainicjowanie przejęcia powoduje wzrost cen papierów wartościowych wyemitowanych zarówno przez spółkę przejmowaną, jak i przez przejmującą [Israel, 1991, s. 1391].

Struktura kapitałowa może zależeć od charakterystyki produktu lub czynników produkcji [Brander, Lewis, 1986, s. 956; Maksimovic, Titman, 1991, s. 194] i obejmuje nietypowość produktu lub usługi oraz siłę przetargową dostawców i pracowników [Gajdka, 2002, s. 271]. Przedsiębiorstwa, w wypadku których dostęp do części zamiennych i serwisu jest szczególnie istotny, a także jednostki produkujące wyroby nietypowe trwałego użytku, charakteryzują się niższym udziałem kapitału obcego w relacji do producentów wyrobów nietrwałych lub wytwarzanych przez wielu wytwórców.

W pewnych sytuacjach również producenci wyrobów nietrwałych lub wytwarzanych przez wielu wytwórców mogą charakteryzować się relatywnie niższym udziałem długu w strukturze kapitałowej. Struktura kapitałowa uzależniona jest w tym wypadku od jakości produktu. Jeżeli nawet produkcja wyrobów o wysokiej jakości będzie kosztowniejsza, to i tak może być opłacalna – pod warunkiem, że przedsiębiorstwo uzyska reputację producenta wytwarzającego wyroby wysokiej jakości. Utrata reputacji oznacza bankructwo, natomiast korzyści wytwarzania produktów o wysokiej jakości ulegają redukcji wraz ze wzrostem poziomu zadłużenia. Przedsiębiorstwa mogące łatwo zmieniać jakość produktów z wysokiej na niską, której ich nabywcy nie mogą rozpoznać przez konsumpcję, w swojej strukturze powinny posiadać stosunkowo niewielki dług [Gajdka, 2002, s. 271–272].

Na strukturę kapitałową wpływa sytuacja na rynku czynników produkcji. W ramach pozyskiwania tych czynników przedsiębiorstwo musi prowadzić negocjacje z kontrahentami. Wynik negocjacji może być różny. Jeżeli negocjacje zakończą się niepowodzeniem, koszty z tego tytułu w głównej mierze ponoszą dawcy kapitału obcego (obligatariusze). Stanowią oni dla akcjonariuszy rodzaj zabezpieczenia przed stratami wynikającymi z negocjacji z dostawcami. Kwota zadłużenia powinna być tym wyższa, im wyższa jest siła negocjacyjna dostawców. Wyższe zadłużenie zwiększa wartość przedsiębiorstwa i pozwala uzyskać wyższy komfort w trakcie negocjacji z dostawcami. Ta sama zależność odnosi się do rynku pracy: przedsiębiorstwa o wyższym stopniu uzwiązkowienia powinny charakteryzować się wyższym poziomem zadłużenia [Ryen i in., 1997, s. 46]. Krótkookresowo przedsiębiorstwo może zamienić kapitał własny na obcy w celu uzyskania dogodniejszych warunków w czasie rokowań z pracownikami [Perotti, Spier, 1993, s. 1131]. Operacja taka wiąże się jednak z przejściową redukcją zysku netto. Pomimo faktu, że w razie bankructwa przedsiębiorstwa roszczenia pracowników są zaspokajane w pierwszej kolejności, ich pełna realizacja może zależeć od możliwości podjęcia planowanych inwestycji. W sytuacji gdy generowany zysk kształtuje się na niskim poziomie, akcjonariusze mogą zagrozić, że nie zostaną one podjęte, jeżeli pracownicy nie zgodzą się na ustępstwa płacowe. Strategia taka może być z powodzeniem

realizowana w branżach o dużych perspektywach rozwojowych [Gajdka, 2002, s. 272–273].

Podobnie jak w wypadku produktów, również przedsiębiorstwa przechodzą przez poszczególne fazy cyklu życia. W zależności od fazy, w której znajduje się przedsiębiorstwo, zmianie ulega dobór źródeł finansowania jego działalności. Poziom zadłużenia przedsiębiorstwa zmienia się w czasie. W każdym okresie przedsiębiorstwo osiąga optymalny poziom długu uwarunkowany określoną polityką finansową [Raymar, 1991, s. 327–328]. Zmianę struktury kapitałowej w czasie odzwierciedla teoria dotycząca faz cyklu życia przedsiębiorstwa.

Zgodnie z teorią uwzględniającą fazy cyklu życia przedsiębiorstwa zadłużenie wzrasta wraz z rozwojem podmiotu i jego wychodzeniem z wczesnych faz cyklu życia, spada natomiast wraz z wchodzeniem w fazę schyłkową. Przedsiębiorstwa znajdujące się we wczesnych i końcowych fazach cyklu życia nie są w stanie sprostać ryzyku finansowemu, podczas gdy podmioty o ustabilizowanej pozycji mogą ponieść dodatkowe ryzyko towarzyszące finansowaniu długiem. Dlatego też przedsiębiorstwa w fazie wzrostu i schyłku finansowane są kapitałem własnym, natomiast w fazie dojrzałości kapitał własny zastępowany jest kapitałem obcym [Frielinghaus i in., 2005, s. 13–14].

Przedsiębiorstwa we wczesnej fazie rozwoju (wytworzące unikatowe produkty, posiadające niski udział aktywów stanowiących zabezpieczenie lub duże możliwości przyszłego wzrostu) charakteryzują się niższym poziomem długu [Frielinghaus i in., 2005, s. 12]. Odmienne wnioski wyciągnął jednak J.R. Graham [2000, s. 1901], twierdząc, że duże przedsiębiorstwa o wysokiej płynności i generowanych dochodach, a także o niskich oczekiwanych kosztach trudności finansowych prowadzą politykę konserwatywną, unikając nadmiernego zadłużenia (por. [Hovakimian i in., 2001, s. 1]). Wyższa rentowność daje bowiem możliwość finansowania kapitałem własnym wewnętrznym [Gajdka, 2002, s. 298]. Podejście takie odpowiada teorii hierarchii źródeł finansowania.

Inwestycje w rzeczowe aktywa trwale świadczą o rozwoju przedsiębiorstwa. Przedsiębiorstwa powinny korzystać z relatywnie wyższego zadłużenia przy finansowaniu rzeczowych aktywów trwałych oraz z kapitału własnego w wypadku finansowania wartości niematerialnych i prawnych [Hovakimian i in., 2001, s. 2]. Poszczególne źródła kapitału obcego różnią się terminami płatności, umownymi ograniczeniami i klauzulami, możliwościami konwersji (zamiany) praw, pierwszeństwem zaspokojenia roszczeń [Barclay, Smith, 1995b, s. 899]. Zmiany w zakresie wielkości inwestycji mają bezpośredni wpływ na dobór terminu płatności długu. Wzrost inwestycji powoduje wzrost udziału krótkoterminowych form finansowania obcego [Barclay i in., 2003, s. 150]. Wzrost przedsiębiorstwa przyczynia się do zmniejszenia jego zainteresowania długoterminowym kapitałem obcym [Barclay, Smith, 1995a, s. 609]. W opinii B.A. Minton, C. Schrand i Ch. Geczy [Minton i in., 1997, s. 1323] przedsiębiorstwa, które charakteryzują się z jednej strony dogodnymi warunkami rozwoju, z drugiej zaś większymi trudnościami w dostępie do kapitału (wyższe ograniczenia finansowe), są bardziej skłonne do korzystania z walutowych instrumentów pochodnych w celu redukcji zmian (odchyleń) w ge-

nerowanych zyskach. Według M. Bradleya, G.A. Jarrella i E.H. Kima [Bradley i in., 1984, s. 876] istnieje odwrotna zależność między poziomem dźwigni finansowej a zmiennością zysków. W rezultacie przedsiębiorstwa znajdujące się w fazie dojrzłości, o bardziej przewidywalnych dochodach, powinny mieć wyższy udział zadłużenia.

Zgodnie z teorią uwzględniającą fazy cyklu życia przedsiębiorstwa spółki wypłacają dywidendy wtedy, gdy udział zysków w kapitale własnym jest wysoki. Stopa wypłaty dywidendy maleje, gdy większość kapitału własnego pochodzi z emisji akcji [DeAngelo i in., 2006, s. 227].

Opisane w teoriach determinanty struktury kapitałowej wywierają określony wpływ na dobór źródeł finansowania przedsiębiorstwa. Weryfikacja tego oddziaływania dokonana zostanie na podstawie formuły szacowania wpływu czynników na strukturę kapitałową z uwzględnieniem wieloaspektowości ich cech.

Czynniki wpływające na strukturę kapitałową stanowią przedmiot badań empirycznych. W tabeli 3.1 zaprezentowano zestawienie wyników tego typu badań przeprowadzonych przez różnych autorów.

Tabela 3.1. Determinanty struktury kapitałowej według różnych autorów

Charakterystyka	BJK	CN	FH/FL	GLC	LM	KEST	KS	MAR	TW
Zmienność (dochodów i przepływów finansowych)						–	+		–
Prawdopodobieństwo bankructwa								–	
Środki trwałe			+	+	+			+	+
Nieodsetkowa tarcza podatkowa	+	+					–		–
Wydatki na reklamę	–				–				
Wydatki na badania i rozwój	–				–				
Rentowność			–	–	+	–			–
Możliwości wzrostu		–				+	–		–
Wielkość przedsiębiorstwa	–	+				–	–	+	–
Przepływy pieniężne		–							
Nietypowość produktu									–

Legenda do tabeli: BJK [Bradley i in., 1984]; CN [Chaplinsky, Niehaus, 1990]; FH [Friend, Hasbrouck, 1988]; FL [Friend, Lang, 1988]; GLC [Gonedes i in., 1988]; LM [Long, Malitz, 1985]; KEST [Kester, 1986]; KS [Kim, Sorensen, 1986]; MAR [Marsh, 1982]; TW [Titman, Wessels, 1988].

Źródło: [Harris, Raviv, 1991, s. 336].

Wyniki badań empirycznych nad czynnikami kształtującymi strukturę kapitałową różnią się między sobą, generalnie jednak potwierdzają tezę, że dźwignia finansowa rośnie wraz ze środkami trwałymi, z nieodsetkową tarczą podatkową, możliwościami wzrostu i wielkością przedsiębiorstwa, maleje zaś wraz ze zmiennością dochodów i przepływów finansowych, z prawdopodobieństwem bankructwa, rentownością oraz nietypowością produktu.

Bibliografia

Literatura

- Aczel A.D. [2005], *Statystyka w zarządzaniu*, Warszawa.
- Adamczyk J. [2006], *Zestawienie zmian w kapitale (funduszu) własnym*, [w:] *Zamknięcie roku 2006*, „Rachunkowość”.
- Agrawal A., Knoeber Ch.R. [1996], *Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis”, t. 31, nr 3.
- Agrawal A., Nagarajan N.J. [1990], *Corporate capital structure, agency costs, and ownership control: the case of all-equity firms*, „Journal of Finance”, t. 45, nr 4.
- Aivazian V.A. i in. [2006], *Dividend smoothing and debt ratings*, „Journal of Financial & Quantitative Analysis”, t. 41, nr 2.
- Akhtar S. [2005], *The determinants of capital structure for Australian multinational and domestic corporations*, „Australian Journal of Management”, t. 30, nr 2.
- Allen D.E. [1991], *The determinants of the capital structure of listed Australian companies: the financial manager's perspective*, „Australian Journal of Management”, t. 16, nr 2.
- Allen D.E. [1993], *The pecking-order hypothesis: Australian evidence*, „Applied Financial Economics”, t. 3, nr 2.
- Allen D.E., Mizuno H. [1989], *The determinants of corporate capital structures: Japanese evidence*, „Applied Economics”, t. 21, nr 5.
- Alpert M., Peterson R.A. [1972], *On the interpretation of canonical analysis*, „Journal of Marketing Research”, t. 9, nr 2.
- Altkorn J., Kramer T. (red.) [1998], *Leksykon marketingu*, Warszawa.
- Ang J.S. i in. [2000], *Agency costs and ownership structure*, „Journal of Finance”, t. 55, nr 1.
- Antkiewicz S. [2002], *Akcje i obligacje w finansowaniu przedsiębiorstw*, Warszawa.
- Baker H.K. i in. [2002], *Revisiting the dividend puzzle: do all of the pieces now fit?*, „Review of Financial Economics”, t. 11, nr 4.
- Baker M., Wurgler J. [2000], *The equity share in new issues and aggregate stock returns*, „Journal of Finance”, t. 55, nr 5.
- Baker M., Wurgler J. [2002], *Market timing and capital structure*, „Journal of Finance”, t. 57, nr 1.
- Bancel F., Mittoo U.R. [2004], *Cross-country determinants of capital structure choice: a survey of European firms*, „Financial Management”, t. 33, nr 4.
- Barclay M.J., Smith C.W. [1995a], *The maturity structure of corporate debt*, „Journal of Finance”, t. 50, nr 2.
- Barclay M.J., Smith C.W. [1995b], *The priority structure of corporate liabilities*, „Journal of Finance”, t. 50, nr 3.
- Barclay M.J., Smith C.W. [1999], *The capital structure puzzle: another look at the evidence*, „Journal of Applied Corporate Finance”, t. 12, nr 1.

- Barclay M.J., Smith C.W. [2005], *The capital structure puzzle: the evidence revisited*, „Journal of Applied Corporate Finance”, t. 17, nr 1.
- Barclay M.J. i in. [1995], *The determinants of corporate leverage and dividend policies*, „Journal of Applied Corporate Finance”, t. 7, nr 4.
- Barclay M.J. i in. [2003], *The joint determination of leverage and maturity*, „Journal of Corporate Finance”, t. 9, nr 2.
- Barclay M.J. i in. [2006], *On the debt capacity of growth options*, „Journal of Business”, t. 79, nr 1.
- Barnea A. i in. [1981], *Market imperfections, agency problems, and capital structure: a review*, „Financial Management”, t. 10, nr 2.
- Baxter N.D. [1967], *Leverage, risk of ruin, and the cost of capital*, „Journal of Finance”, t. 22, nr 3.
- Bayless M.E., Diltz J.D. [1994], *Securities offerings and capital structure theory*, „Journal of Business Finance & Accounting”, t. 21, nr 1.
- Begg D. i in. [2003a], *Ekonomia. Makroekonomia*, Warszawa.
- Begg D. i in. [2003b], *Ekonomia. Mikroekonomia*, Warszawa.
- Bek-Gaik B. [2001], *Interakcje decyzji inwestycyjnych i finansowych w procesie budżetowania kapitałowego*, [w:] *Zarządzanie finansami. Cele, organizacja, narzędzia*, red. D. Zarzecki, t. 2, Warszawa.
- Ben-Shahar H. [1968], *The capital structure and the cost of capital: a suggested exposition*, „Journal of Finance”, t. 23, nr 4.
- Benninga S. [2000], *Financial Modelling*, Cambridge.
- Berger A.N. i in. [2005], *Debt maturity, risk, and asymmetric information*, „Journal of Finance”, t. 60, nr 6.
- Berger P.G. i in. [1997], *Managerial entrenchment and capital structure decisions*, „Journal of Finance”, t. 52, nr 4.
- Bhaduri S.N. [2002], *Determinants of capital structure choice: a study of the Indian corporate sector*, „Applied Financial Economics”, t. 12, nr 9.
- Bień W. [2000], *Kalkulacja opłacalności leasingu*, „Rachunkowość”, nr 7.
- Bień W. [2004], *Rynek papierów wartościowych*, Warszawa.
- Billingsley R.S. i in. [1994], *Simultaneous debt and equity issues and capital structure targets*, „Journal of Financial Research”, t. 17, nr 4.
- Black E.L. [1998], *Life-cycle impacts on the incremental value-relevance of earnings and cash flow measures*, „Journal of Financial Statement Analysis”, t. 4, nr 1.
- Block S.B., Hirt G.A. [1987], *Foundations of Financial Management*, Homewood.
- Bloomfield R.J., Wilks T.J. [2000], *Disclosure effects in the laboratory: liquidity, depth, and the cost of capital*, „Accounting Review”, t. 75, nr 1.
- Booth L. i in. [2001], *Capital structures in developing countries*, „Journal of Finance”, t. 56, nr 1.
- Borowiecki R. (red.) [1995], *Efektywność przedsięwzięć rozwojowych. Metody, analiza, przykłady*, Warszawa–Kraków.
- Borowiecki R. (red.) [1998], *Restrukturyzacja a poprawa efektywności gospodarowania w przedsiębiorstwie*, Kraków.
- Botosan Ch.A., Plumlee M.A. [2002], *A re-examination of disclosure level and the expected cost of equity capital*, „Journal of Accounting Research”, t. 40, nr 1.
- Bradley M. i in. [1984], *On the existence of an optimal capital structure: theory and evidence*, „Journal of Finance”, t. 39, nr 3.
- Brander J.A., Lewis T.R. [1986], *Oligopoly and financial structure: the limited liability effect*, „American Economic Review”, t. 76, nr 5.
- Brennan M.J., Kraus A. [1987], *Efficient financing under asymmetric information*, „Journal of Finance”, t. 42, nr 5.
- Brennan M.J., Schwartz E.S. [1978], *Corporate income taxes, valuation, and the problem of optimal capital structure*, „Journal of Business”, t. 51, nr 1.
- Brigham E.F. [1986], *Financial Management. Theory and Practice*, Nowy Jork.
- Brigham E.F., Gapenski L.C. [2000], *Zarządzanie finansami*, t. 1, Warszawa.

- Bruner R.F. i in. [1998], *Best practices in estimating the cost of capital: survey and synthesis*, „Financial Practice & Education”, t. 8, nr 1.
- Byrka K., Kita W. [1999], *Model APT jako jedna z technik szacowania kosztu kapitału własnego w metodach dochodowych określania wartości przedsiębiorstwa*, [w:] *Wyzwania rozwojowe a restrukturyzacja przedsiębiorstw*, red. R. Borowiecki, Warszawa–Kraków.
- Byrka-Kita K. [2005], *Model zdyskontowanych dywidend jako metoda szacowania kosztu kapitału własnego w przedsiębiorstwie*, [w:] *Budżetowanie działalności jednostek gospodarczych. Teoria i praktyka*, red. W. Krawczyk, Kraków.
- Cai F., Ghosh A. [2003], *Tests of capital structure theory: a binomial approach*, „Journal of Business & Economic Studies”, t. 9, nr 2.
- Caliński T., Krzyśko M. [2005], *A closed testing procedure for canonical correlations*, „Communications in Statistics. Theory and Methods”, t. 34, nr 5.
- Cassar G., Holmes S. [2003], *Capital structure and financing of SMEs: Australian evidence*, „Accounting and Finance”, t. 43, nr 2.
- Castanias R. [1983], *Bankruptcy risk and optimal capital structure*, „Journal of Finance”, t. 38, nr 5.
- Chang Ch. [1992], *Capital structure as an optimal contract between employees and investors*, „Journal of Finance”, t. 47, nr 3.
- Chaplinsky S., Niehaus G. [1990], *The Determinants of Inside Ownership and Leverage*, Ann Arbor.
- Chari A., Henry P.B. [2004], *Risk sharing and asset prices: evidence from a natural experiment*, „Journal of Finance”, t. 59, nr 3.
- Ciejpa-Znamierski K. [2001], *Papiery komercyjne*, [w:] *Zarządzanie finansami. Cele, organizacja, narzędzia*, red. D. Zarzecki, t. 2, Warszawa.
- Clark M.W. [1993], *Entity theory, modern capital structure theory, and the distinction between debt and equity*, „Accounting Horizons”, t. 7, nr 3.
- Colombo E. [2001], *Determinants of corporate capital structure: evidence from Hungarian firms*, „Applied Economics”, t. 33, nr 13.
- Copeland T. i in. [1997], *Wycena. Mierzenie i kształtowanie wartości firm*, Warszawa.
- Czekaj J., Dresler Z. [2005], *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii*, Warszawa.
- Czyżewski A.B. [2002], *Wzrost gospodarczy a popyt na pracę*, referat na XXII konferencję naukową NBP „Reformy strukturalne a polityka pieniężna”, Falenty, 24–26 października 2002.
- Dajczak K. [2001], *Venture capital. Innowacja finansowa*, [w:] *Zarządzanie finansami. Cele, organizacja, narzędzia*, red. D. Zarzecki, t. 2, Warszawa.
- Danielson M.G., Scott J.A. [2007], *A note on agency conflicts and the small firm investment decision*, „Journal of Small Business Management”, t. 45, nr 1.
- Dann L.Y., Mikkelson W.H. [1984], *Convertible debt issuance, capital structure change, and financing-related information: some new evidence*, „Journal of Financial Economics”, t. 13, nr 2.
- Das S.R., Uppal R. [2004], *Systemic risk and international portfolio choice*, „Journal of Finance”, t. 59, nr 6.
- Datta S. i in. [2005], *Managerial stock ownership and the maturity structure of corporate debt*, „Journal of Finance”, t. 60, nr 5.
- Davis E.P. [1992], *Debt, financial fragility, and systemic risk*, Oksford–Nowy Jork.
- DeAngelo H., Masulis R.W. [1980], *Optimal capital structure under corporate and personal taxation*, „Journal of Financial Economics”, t. 8, nr 1.
- DeAngelo H. i in. [2006], *Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory*, „Journal of Financial Economics”, t. 81, nr 2.
- Dempsey M. [2001], *Valuation and cost of capital formulae with corporate and personal taxes: a synthesis using the Dempsey discounted dividends model*, „Journal of Business Finance & Accounting”, t. 28, nr 3–4.
- Desai M.A. i in. [2004], *A multinational perspective on capital structure choice and internal capital markets*, „Journal of Finance”, t. 59, nr 6.
- Devlin S.J. i in. [1975], *Robust estimation and outlier detection with correlation coefficients*, „Biometrika”, t. 62, nr 3.
- Diacogiannis G.P. [1994], *Financial Management: A Modelling Approach Using Spreadsheets*, Londyn.

- Diamond D.W., Verrecchia R.E. [1991], *Disclosure, liquidity and the cost of capital*, „Journal of Finance”, t. 46, nr 4.
- Dickinson G. [2001], *Enterprise risk management: its origins and conceptual foundation*, „Geneva Papers on Risk & Insurance”, t. 26, nr 3.
- Dittmar A., Thakor A. [2007], *Why do firms issue equity?*, „Journal of Finance”, t. 62, nr 1.
- Dotan A., Ravid S.A. [1985], *On the interaction of real and financial decisions of the firm under uncertainty*, „Journal of Finance”, t. 40, nr 2.
- Drab M., Sowińska-Kobelak D. [2001], *Papiery wartościowe i prawa pochodne. Aspekty prawne i rachunkowe*, Warszawa.
- Dudycz T. [2005], *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Warszawa.
- Dulian A. [2004], *Papier komercyjny jako instrument pozyskiwania środków finansowych (stan prawny na 25.08.2003 r.)*, „Bank i Kredyt”, nr 1.
- Duliniec A. [2001a], *Operacje wykupu przez spółkę własnych akcji*, [w:] *Zarządzanie finansami. Cele, organizacja, narzędzia*, red. D. Zarzecki, t. 2, Warszawa.
- Duliniec A. [2001b], *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Warszawa.
- Duliniec A. [2003], *Finansowanie faz cyklu życia przedsiębiorstwa*, [w:] *Czas na pieniądź. Zarządzanie finansami. Mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw*, materiały pokonferencyjne, red. D. Zarzecki, t. 2, Szczecin.
- Duraj A.N. [1997], *Analiza wypłat dywidend przez spółki publiczne notowane na WGPW w latach 1991–1996*, [w:] *Restrukturyzacja a konkurencyjność przedsiębiorstw*, red. R. Borowiecki, Kraków.
- Duraj A.N. [1999], *Z badań komparatywnych nad pojęciem i zasadami wypłaty dywidendy*, [w:] *Wyzwania rozwojowe a restrukturyzacja przedsiębiorstw*, red. R. Borowiecki, Warszawa–Kraków.
- Dziechciarz J. (red.) [2003], *Ekonometria. Metody, przykłady, zadania*, Wrocław.
- Eckbo B.E. [1986], *Valuation effects of corporate debt offerings*, „Journal of Financial Economics”, t. 15, nr 1–2.
- Easley D., O'Hara M. [2004], *Information and the cost of capital*, „Journal of Finance”, t. 59, nr 4.
- Eldomiaty T.I. [2004], *Dynamics of financial signaling theory and systematic risk classes in transitional economies: Egyptian economy in perspective*, „Journal of Financial Management & Analysis”, t. 17, nr 2.
- Fama E.F. [1970], *Efficient capital markets: a review of theory and empirical work*, „Journal of Finance”, t. 25, nr 2.
- Fama E.F., French K.R. [1998], *Taxes, financing decisions, and firm value*, „Journal of Finance”, t. 53, nr 3.
- Fama E.F., French K.R. [1999], *The corporate cost of capital and the return on corporate investment*, „Journal of Finance”, t. 54, nr 6.
- Fedak Z. [2006], *Bilans oraz rachunek zysków i strat. Wycena aktywów i pasywów oraz ustalanie wyniku finansowego*, [w:] *Zamknięcie roku 2006*, „Rachunkowość”.
- Fierla A. [2004], *Opcje na akcje. Przewodnik dla inwestorów*, GPW, Warszawa.
- Fosberg R.H. [2004], *Agency problems and debt financing: leadership structure effects*, „Corporate Governance”, t. 4, nr 1.
- Frielinghaus A. i in. [2005], *Capital structure and the firm's life stage*, „South African Journal of Business Management”, t. 36, nr 4.
- Friend I., Hasbrouck J. [1988], *Determinants of capital structure*, [w:] *Research in Finance*, red. A. Chen, Nowy Jork.
- Friend I., Lang L. [1988], *An empirical test of an impact of managerial self interest on corporate capital structure*, „Journal of Finance”, t. 43, nr 2.
- Gajdka J. [1998], *Wpływ regulacji podatkowych na strukturę kapitału podmiotów gospodarczych na przykładzie Francji, Niemiec, Stanów Zjednoczonych oraz Polski*, [w:] *Restrukturyzacja a poprawa efektywności gospodarowania w przedsiębiorstwie*, red. R. Borowiecki, Kraków.
- Gajdka J. [1999], *Wpływ inflacji na wartość i strukturę kapitału spółki*, [w:] *Wyzwania rozwojowe a restrukturyzacja przedsiębiorstw*, red. R. Borowiecki, Warszawa–Kraków.
- Gajdka J. [2001a], *Praktyczna metoda wyznaczania pojemności zadłużeniowej spółek*, [w:] *Zarządzanie finansami. Cele, organizacja, narzędzia*, red. D. Zarzecki, t. 2, Warszawa.

- Gajdka J. [2001b], *Wyznaczanie pojemności zadłużeniowej spółki. Metoda praktyczna*, „Przegląd Organizacji”, nr 9.
- Gajdka J. [2002], *Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*, Łódź.
- Gajdka J., Walińska E. [2000], *Zarządzanie finansowe. Teoria i praktyka*, t. 2, Warszawa.
- Gajdka J., Wolski R. [1997a], *Czy beta już działa?*, „Penetrator. Wiadomości Gospodarcze”, nr 11.
- Gajdka J., Wolski R. [1997b], *Empiryczna weryfikacja wybranych teorii struktury kapitału w warunkach polskich*, [w:] *Restrukturyzacja a konkurencyjność przedsiębiorstw*, red. R. Borowiecki, Kraków.
- Gajdka J., Wolski R. [2000], *Struktura aktywów i pasywów a realna wartość kapitału własnego spółki w okresie inflacji*, [w:] *Zarządzanie wiedzą a procesy restrukturyzacji i rozwoju przedsiębiorstw*, red. R. Borowiecki, Kraków.
- Gajdka J., Wolski R. [2001], *Wpływ pozycji pieniężnej i amortyzacji na realną wartość kapitału własnego w okresie inflacji*, „Monitor Rachunkowości i Finansów”, nr 7–8.
- Gardner J.C., Trzcinka Ch.A. [1992], *All-equity firms and the balancing theory of capital structure*, „Journal of Financial Research”, t. 15, nr 1.
- Giner B., Reverte C. [2001], *Valuation implications of capital structure: a contextual approach*, „European Accounting Review”, t. 10, nr 2.
- Goldstein R. i in. [2001], *An EBIT-based model of dynamic capital structure*, „Journal of Business”, t. 74, nr 4.
- Gonedes N.J. i in. [1988], *Empirical Results of Managerial Incentive and Capital Structure*, Filadelfia.
- Goryl A. i in. [2003], *Wprowadzenie do ekonometrii w przykładach i zadaniach*, Warszawa.
- Graffelman J. [2005], *Enriched biplots for canonical correlation analysis*, „Journal of Applied Statistics”, t. 32, nr 2.
- Graham J.R. [2000], *How big are the tax benefits of debt?*, „Journal of Finance”, t. 55, nr 5.
- Graham J.R. i in. [1998], *Debt, leases, taxes, and the endogeneity of corporate tax status*, „Journal of Finance”, t. 53, nr 1.
- Green P.E. i in. [1966], *Canonical analysis: an exposition and illustrative application*, „Journal of Marketing Research”, t. 3, nr 1.
- Grossman S.J. [1995], *Dynamic asset allocation and the informational efficiency of markets*, „Journal of Finance”, t. 50, nr 3.
- Gruber E. [1991], *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*, Nowy Jork.
- Grzegorzółka A. [2006], *Informacja dodatkowa*, [w:] *Zamknięcie roku 2006*, „Rachunkowość”.
- Guedes J., Opler T. [1996], *The determinants of the maturity of corporate debt issues*, „Journal of Finance”, t. 51, nr 5.
- Hackbarth D. i in. [2006], *Capital structure, credit risk, and macroeconomic conditions*, „Journal of Financial Economics”, t. 82, nr 3.
- Hansen R.S., Crutchley C. [1990], *Corporate earnings and financings: an empirical analysis*, „Journal of Business”, t. 63, nr 3.
- Harris M., Raviv A. [1985], *A sequential signalling model of convertible debt call policy*, „Journal of Finance”, t. 40, nr 5.
- Harris M., Raviv A. [1990], *Capital structure and the informational role of debt*, „Journal of Finance”, t. 45, nr 2.
- Harris M., Raviv A. [1991], *The theory of capital structure*, „Journal of Finance”, t. 46, nr 1.
- Harvey C.R. i in. [2004], *The effect of capital structure when expected agency costs are extreme*, „Journal of Financial Economics”, t. 74, nr 1.
- Hatfield G.B. i in. [1994], *The determination of optimal capital structure: the effect of firm and industry debt ratios on market value*, „Journal of Financial and Strategic Decisions”, t. 7, nr 3.
- Haugen R.A., Senbet L.W. [1978], *The insignificance of bankruptcy costs to the theory of optimal capital structure*, „Journal of Finance”, t. 33, nr 2.
- Haugen R.A., Senbet L.W. [1988], *Bankruptcy and agency costs: their significance to the theory of optimal capital structure*, „Journal of Financial & Quantitative Analysis”, t. 23, nr 1.
- Heij Ch. i in. [2004], *Econometric Methods with Applications in Business and Economics*, Nowy Jork.

- Heinkel R. [1982], *A theory of capital structure relevance under imperfect information*, „Journal of Finance”, t. 37, nr 5.
- Helfert E.A. [1994], *Techniques of Financial Analysis: a Practical Guide to Managing and Measuring Business Performance*, Burr Ridge.
- Heropolitańska I. i in. [1998], *Skup i sprzedaż wierzytelności przez banki (cesja, faktoring, dyskonto, forfaiting, sprzedaż publiczna i niepubliczna)*, Warszawa.
- Higgins R.C. [1992], *Analysis for Financial Management*, Homewood.
- Hite G.L. [1977], *Leverage, output effects and the M-M theorems*, „Journal of Financial Economics”, t. 4, nr 2.
- Hochman S., Palmon O. [1983], *The irrelevance of capital structure for the impact of inflation on investment*, „Journal of Finance”, t. 38, nr 3.
- Hochman S., Palmon O. [1985], *The impact of inflation on the aggregate debt-asset ratio*, „Journal of Finance”, t. 40, nr 4.
- Homaifar G. i in. [1994], *An empirical model of capital structure: some new evidence*, „Journal of Business Finance & Accounting”, t. 21, nr 1.
- Hong H., Rappaport A. [1978], *Debt capacity, optimal capital structure and capital budgeting analysis*, „Financial Management”, t. 7, nr 3.
- Hovakimian A. i in. [2001], *The debt-equity choice*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis”, t. 36, nr 1.
- Israel R. [1991], *Capital structure and the market for corporate control: the defensive role of debt financing*, „Journal of Finance”, t. 46, nr 4.
- Jajuga K., Jajuga T. [2005], *Inwestycje. Instrumenty finansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, Warszawa.
- Jajuga T., Słowski T. [1997], *Finanse spółek. Długoterminowe decyzje inwestycyjne i finansowe*, Wrocław.
- Jensen M.R., Pugh W.N. [1991], *Valuation effects of cancelled debt offerings*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis”, t. 26, nr 3.
- Jerzemowska M. [1997], *Aspekty kształtowania i oceny struktury kapitału*, [w:] *Restrukturyzacja a konkurencyjność przedsiębiorstw*, red. R. Borowiecki, Kraków.
- Jerzemowska M. [1999], *Kształtowanie struktury kapitału w spółkach akcyjnych*, Warszawa.
- Jerzemowska M. [2005], *Teoria sygnałów a struktura kapitałowa przedsiębiorstwa*, [w:] *Przekształcenia rynku finansowego w Polsce. Problemy zarządzania finansami przedsiębiorstw*, red. P. Karpuś, J. Węclawski, t. 2, Lublin.
- Kay J. [1986], *Podstawy sukcesu firmy*, Warszawa.
- Kayhan A., Titman S. [2007], *Firms' histories and their capital structures*, „Journal of Financial Economics”, t. 83, nr 1.
- Każmierczak A. [2004], *Polityka pieniężna w warunkach ekspansywnej polityki fiskalnej*, „Bank i Kredyt”, nr 3.
- Kester C.W. [1986], *Capital and ownership structure: a comparison of United States and Japanese manufacturing corporations*, „Financial Management”, t. 15.
- Kim E.H. [1978], *A mean-variance theory of optimal capital structure and corporate debt capacity*, „Journal of Finance”, t. 33, nr 1.
- Kim M.K., Wu Ch. [1988], *Effects of inflation on capital structure*, „The Financial Review”, t. 23, nr 2.
- Kim W.S., Sorensen E.H. [1986], *Evidence on the impact of the agency costs of debt in corporate debt policy*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis”, t. 21.
- Kliger D., Sarig O. [2000], *The information value of bond ratings*, „Journal of Finance”, t. 55, nr 6.
- Koch P.D., Shenoy C. [1999], *The information content of dividend and capital structure policies*, „Financial Management”, t. 28, nr 4.
- Kolb R.W., Rodriguez R.J. [1992], *Principles of Finance*, Lexington.
- Kołosowska B. i in. [2006], *Strategie finansowania działalności przedsiębiorstw*, Kraków.
- Kraus A., Litzenberger R.H. [1973], *A state-preference model of optimal financial leverage*, „Journal of Finance”, t. 28, nr 4.

- Leibowitz M.L. i in. [1990], *A shortfall approach to the creditors decisions: how much leverage can a firm support?*, „Financial Analysts Journal”, t. 46, nr 3.
- Leland H.E. [1998], *Agency costs, risk management, and capital structure*, „Journal of Finance”, t. 53, nr 4.
- Leland H.E., Pyle D.H. [1977], *Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation*, „Journal of Finance”, t. 32, nr 2.
- Leland H.E., Toft K.B. [1996], *Optimal capital structure, endogenous bankruptcy, and the term structure of credit spreads*, „Journal of Finance”, t. 51, nr 3.
- Lester D.L. i in. [2003], *Organizational life cycle: a five-stage empirical scale*, „International Journal of Organizational Analysis”, t. 11, nr 4.
- Lewandowska L. [1999], *Niekonwencjonalne formy finansowania przedsiębiorczości*, Gdańsk.
- Lewandowski M. [2001], *Fuzje i przejęcia w Polsce na tle tendencji światowych*, Warszawa.
- Lichtarski J., Szczygielski J. [2001], *Analiza struktury finansowej przedsiębiorstw*, [w:] Zarządzanie finansami. Cele, organizacja, narzędzia, red. D. Zarzecki, t. 2, Warszawa.
- Long M., Malitz I. [1985], *The investment-financing nexus: some empirical evidence*, „Midland Corporate Finance Journal”, t. 3.
- Łaganowski A. [2005], *Instrumenty pochodne. Przewodnik dla inwestorów GPW*, Warszawa.
- Łukasik G. [2001], *Determinanty polityki podwyższania kapitału własnego w spółce akcyjnej*, [w:] Zarządzanie finansami. Cele, organizacja, narzędzia, red. D. Zarzecki, t. 2, Warszawa.
- Machała R. [2004], *Praktyczne zarządzanie finansami firmy*, Warszawa.
- Machała R. [2005], *Przejęcia i fuzje. Wpływ na wartość firm*, Wrocław.
- Maksimovic V., Titman S. [1991], *Financial policy and reputation for product quality*, „Review of Financial Studies”, t. 4, nr 1.
- Maksimovic V., Zechner J. [1991], *Debt, agency costs, and industry equilibrium*, „Journal of Finance”, t. 46, nr 5.
- Manes R.P., Schaefer T.F. [1986], *Relating financial leverage to annual report ratios*, „Issues in Accounting Education”, t. 1, nr 2.
- Maness T.S. [1988], *Introduction to Corporate Finance*, Nowy Jork.
- Marcinkowska M. [2000], *Kształtowanie wartości firmy*, Warszawa.
- Marsh P. [1982], *The choice between equity and debt: an empirical study*, „Journal of Finance”, t. 37.
- Martin D.R., Sloane W.R. [1980], *Financial leverage: a note on a more precise approach*, „Journal of Business Finance & Accounting”, t. 7, nr 4.
- Martin J.D., Cox S.H., McMinen R.D. [1988], *The theory of finance. Evidence and applications*, Chicago.
- Masulis R.W. [1983], *The impact of capital structure change on firm value: some estimates*, „Journal of Finance”, t. 38, nr 1.
- Mazur A. [1999], *Źródła finansowania działalności firmy*, „Poradnik Gazety Prawnej”, nr 7.
- McDougall A. [2001], *Swapy. Techniki zawierania transakcji i zarządzanie ryzykiem*, Kraków.
- Meggison W.L. [1997], *Corporate Finance Theory*, Reading, MA.
- Mehran H. [1992], *Executive incentive plans, corporate control and capital structure*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis”, t. 27, nr 4.
- Miao J. [2005], *Optimal capital structure and industry dynamics*, „Journal of Finance”, t. 60, nr 6.
- Mikkelson W.H., Partch M.M. [1989], *Managers' voting rights and corporate control*, „Journal of Financial Economics”, t. 25, nr 2.
- Miller D., Friesen P.H. [1984], *A longitudinal study of the corporate life cycle*, „Management Science”, t. 30, nr 10.
- Miller D.P., Puthenpurackal J.J. [2005], *Security fungibility and the cost of capital: evidence from global bonds*, „Journal of Financial & Quantitative Analysis”, t. 40, nr 4.
- Miller M.H. [1977], *Debt and taxes*, „Journal of Finance”, t. 32, nr 2.
- Minton B.A. i in. [1997], *Why firms use currency derivatives?*, „Journal of Finance”, t. 52, nr 4.
- Modigliani F. [1982], *Debt, dividend policy, taxes, inflation, and market valuation*, „Journal of Finance”, t. 37, nr 2.
- Modigliani F., Miller M.H. [1958], *The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment*, „American Economic Review”, t. 48, nr 3.

- Morellec E. [2001], *Asset liquidity, capital structure and secured debt*, „Journal of Financial Economics”, t. 61, nr 2.
- Mroczkowski R. [2005], *Weksel w obiegu. Jak przenieść prawo do wierzytelności*, „Rzeczpospolita” (dodatek: „Dobra Firma”), nr 447/62.
- Myers S.C. [1977], *Determinants of corporate borrowing*, „Journal of Financial Economics”, t. 5, nr 2.
- Myers S.C. [1984], *The capital structure puzzle*, „Journal of Finance”, t. 39, nr 3.
- Myers S.C. [1993], *Still searching for optimal capital structure*, „Journal of Applied Corporate Finance”, t. 6, nr 1.
- Myers S.C. [2001], *Capital structure*, „Journal of Economic Perspectives”, t. 15, nr 2.
- Myers S.C., Majluf N.S. [1984], *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*, „Journal of Financial Economics”, t. 13, nr 2.
- Myers S.C., Pogue G.A. [1974], *A programming approach to corporate financial management*, „Journal of Finance”, t. 29, nr 2.
- Mynarski S. [2000], *Praktyczne metody analizy danych rynkowych i marketingowych*, Kraków.
- Nowak E. [2006], *Zarys metod ekonometrii. Zbiór zadań*, Warszawa.
- Nowak M. [1999], *Emisja papierów komercyjnych w Polsce*, Warszawa.
- O'Connell B. i in. [2000], *Critical factors in securitization of financial asset: evidence from Australia*, „Financial Practice & Education”, t. 10, nr 2.
- Olkiewicz A.M. [2005], *Ograniczanie niepewności i ryzyka w działalności handlowej firmy*, Warszawa.
- Onoszko J. [2003], *Rynek krótkoterminowych papierów dłużnych w Polsce*, „Bank i Kredyt”, nr 4.
- Opler T.C., Titman S. [1994], *Financial distress and corporate performance*, „Journal of Finance”, t. 49, nr 3.
- Ostaszewski J., Cicirko T. [2005], *Finanse spółki akcyjnej*, Warszawa.
- Ozkan A. [2001], *Determinants of capital structure and adjustment to long run target: evidence from UK company panel data*, „Journal of Business Finance & Accounting”, t. 28, nr 1–2.
- Pagano M.S., Stout D.E. [2004], *Calculating a firm's cost of capital*, „Management Accounting Quarterly”, t. 5, nr 3.
- Panno A. [2003], *An empirical investigation on the determinants of capital structure: the UK and Italian experience*, „Applied Financial Economics”, t. 13, nr 2.
- Penc J. [1997], *Leksykon biznesu. Słownik angielsko-polski*, Warszawa.
- Perotti E.C., Spier K.E. [1993], *Capital structure as a bargaining tool: the role of leverage in contract renegotiation*, „American Economic Review”, t. 83, nr 5.
- Petrozolin-Skowrońska B. (red.) [1994], *Encyklopedia popularna*, Warszawa.
- Pinegar J.M., Wilbricht L. [1989], *What managers think of capital structure theory: a survey*, „Financial Management”, t. 18, nr 4.
- Pluta W. [1995], *Określenie optymalnej struktury kapitałowej firmy za pomocą zdyskontowanych przepływów gotówkowych*, „Bank i Kredyt”, nr 3.
- Pollok A. [2000], *Inflacja w teorii ekonomii*, Kraków.
- Pomykało W. (red.) [1995], *Encyklopedia biznesu*, t. 1, Warszawa.
- Prezas A.P. [1987], *Effects of debt on the degrees of operating and financial leverage*, „Financial Management”, t. 16, nr 2.
- Rachev S.T. i in. [2007], *Financial Econometrics: From Basics to Advanced Modeling Techniques*, Hoboken, NJ.
- Rajan R.G., Zingales L. [1995], *What do we know about capital structure: some evidence from international data*, „Journal of Finance”, t. 50, nr 5.
- Raymar S. [1991], *A model of capital structure when earnings are mean-reverting*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis”, t. 26, nr 3.
- Reksa Ł. [2004], *Sekurytyzacja wierzytelności na rynkach międzynarodowych*, „Bank i Kredyt”, nr 4.
- Robichek A.A., Myers S.C. [1966], *Problems in the theory of optimal capital structure*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis”, t. 1, nr 2.
- Ross S.A. [2005], *Capital structure and the cost of capital*, „Journal of Applied Finance”, t. 15, nr 1.
- Ross S.A. i in. [1990], *Corporate Finance*, Homewood.

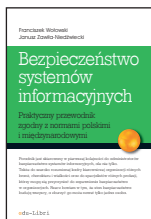
- Ross S.A. i in. [1993], *Fundamentals of Corporate Finance*, Boston.
- Rozeff M.S., Nayar N. [1994], *Ratings, commercial paper, and equity returns*, „Journal of Finance”, t. 49, nr 4.
- Rutkowski A. [2005], *Wykupy akcji własnych. Warunki powodzenia operacji*, „Bank i Kredyt”, nr 11–12.
- Ryen G.T. i in. [1997], *Capital structure decisions: what have we learned?*, „Business Horizons”, t. 40, nr 5.
- Samuels J.M. i in. [1991], *Management of Company Finance*, Londyn.
- Schall L.D. [1984], *Taxes, inflation and corporate financial policy*, „Journal of Finance”, t. 39, nr 1.
- Schall L.D., Haley Ch.W. [1991], *Introduction to Financial Management*, Nowy Jork.
- Serwa D., Smolińska-Skarżyńska A. [2004], *Reakcje kursu walutowego na zmiany poziomu stóp procentowych. Analiza zdarzeń dla danych dziennych*, „Bank i Kredyt”, nr 1.
- Shapiro A.C. [1990], *Modern Corporate Finance*, Nowy Jork.
- Shrieves R.E. [1981], *Uncertainty, the theory of production and optimal operating leverage*, „Southern Economic Journal”, t. 47, nr 3.
- Siegel J. [2005], *Perspectives on the equity risk premium*, „Financial Analysts Journal”, t. 61, nr 6.
- Sierpińska M. [1999], *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, Warszawa–Kraków.
- Sierpińska M. [2001], *Za i przeciw wysokiej stopie procentowej*, „Forum Doradztwa Podatkowego”, nr 9.
- Sierpińska M., Jachna T. [2005], *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Warszawa.
- Sierpińska M., Wędzki D. [2001], *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, Warszawa.
- Skowronek-Mielczarek A. [2005], *Małe i średnie przedsiębiorstwa. Źródła finansowania*, Warszawa.
- Stanisz A. [2000], *Przystępny kurs statystyki z wykorzystaniem programu STATISTICA PL na przykładach z medycyny*, t. 2, Kraków.
- Stanisz A. [2001], *Przystępny kurs statystyki w oparciu o program STATISTICA PL na przykładach z medycyny*, Kraków.
- Steczkowski J. [1995], *Metoda reprezentacyjna w badaniach zjawisk ekonomiczno-społecznych*, Warszawa.
- Steczkowski J. [2005], *Opis statystyczny. Pozyskiwanie, przetwarzanie i analizowanie informacji*, Rzeszów.
- Stiglitz J.E. [1988], *Why financial structure matters*, „Journal of Economic Perspectives”, t. 2, nr 4.
- Stokes D.R. [1992], *Small Business Management: An Active-Learning Approach*, Londyn.
- Stradomski M. [2004], *Zarządzanie strukturą zadłużenia przedsiębiorstwa*, Warszawa.
- Strużycki M. (red.) [2002], *Zarządzanie przedsiębiorstwem*, Warszawa.
- Sunder S.L. [1991], *The stock price effect of risky versus safe debt*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis”, t. 26, nr 4.
- Sztucki T. [1998], *Encyklopedia marketingu. Definicje, zasady, metody*, Warszawa.
- Szydło S. [2004], *Stopy procentowe banków komercyjnych*, „Bank i Kredyt”, nr 8.
- Tarczyński W., Łuniewska M. [2003], *Próba oceny kosztu kapitału dla wybranych spółek notowanych na GPW w Warszawie*, „Przegląd Organizacji”, nr 12.
- Taub A.J. [1975], *Determinants of the firm's capital structure*, „Review of Economics & Statistics”, t. 57, nr 4.
- Thomson S.C. [2000], *Demystifying the use of beta in the determination of the cost of capital and an illustration of its use in lazar's valuation of conrail*, „Journal of Corporation Law”, t. 25, nr 2.
- Titman S., Wessels R. [1988], *The determinants of capital structure choice*, „Journal of Finance”, t. 43, nr 1.
- Titman S. i in. [2004], *Market imperfections, investment flexibility and default spreads*, „Journal of Finance”, t. 59, nr 1.
- Tjernberg M. [2004], *Taxation problems of cross-border leasing*, „International Tax Review”, t. 32, nr 11.
- Tokarski M. [2005], *Faktoring w małych i średnich przedsiębiorstwach. Forma krótkoterminowego finansowania działalności*, Kraków.
- Verbeek M. [2000], *A Guide to Modern Econometrics*, Chichester.
- Voulgaris F. i in. [2004], *Size and determinants of capital structure in the Greek manufacturing sector*, „International Review of Applied Economics”, t. 18, nr 2.
- Wald J.K. [1999], *How firm characteristics affect capital structure: an international comparison*, „Journal of Financial Research”, t. 22, nr 2.

- Warner J.B. [1977], *Bankruptcy costs: some evidence*, „Journal of Finance”, t. 32, nr 2.
- Wąsikiewicz-Rusnak U. [2005], *Przedsiębiorstwo w procesie globalizacji*, Kraków.
- Wąsowski W. [2000], *Odsetki w banku*, „Rachunkowość”, nr 7.
- Welch B. i in. [1998], *The cost of capital and its component parts with corporate and personal tax*, „Applied Economics Letters”, t. 5, nr 5.
- Wędzki D. [2003], *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa. Przepływy pieniężne a wartość dla właścicieli*, Kraków.
- Wiśniewski T. [2004], *Wykorzystanie średnioważonego kosztu kapitału w ocenie efektywności inwestycji*, „Przegląd Organizacji”, nr 2.
- Witkowska M. [2000], *Odsetki u przedsiębiorcy*, „Rachunkowość”, nr 7.
- Wyszomirski T. [1996], *Kredyty bankowe. Praktyczny poradnik klienta*, Warszawa.
- Zeliaś A. [2000], *Metody statystyczne*, Warszawa.
- Zhang X.F. [2006], *Information uncertainty and stock returns*, „Journal of Finance”, t. 61, nr 1.
- Żuławska Cz. (red.) [1999], *Zarys prawa gospodarczego dla ekonomistów*, Kraków.

Wykaz aktów prawnych

- Ustawa z 28 kwietnia 1936 r. Prawo wekslowe (Dz.U. z 1936, nr 37, poz. 282 z późn. zm.).
- Ustawa z 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny (Dz.U. z 2014 r., poz. 121).
- Ustawa z 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych (Dz.U. z 2011, nr 74, poz. 397 z późn. zm.).
- Ustawa z 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz.U. z 2013 r., poz. 330 z późn. zm.).
- Ustawa z 29 czerwca 1995 r. o obligacjach (Dz.U. z 2001, nr 120, poz. 1300 z późn. zm.).
- Ustawa z 29 sierpnia 1997 r. prawo bankowe (Dz.U. z 2012, poz. 1376 z późn. zm.).
- Ustawa z 9 września 2000 r. o podatku od czynności cywilnoprawnych (Dz.U. z 2010, nr 101, poz. 649 z późn. zm.).
- Ustawa z 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych (Dz.U. z 2013 r., poz. 1030).
- Ustawa z 26 października 2000 r. o giełdach towarowych (Dz.U. z 2010, nr 48, poz. 284 z późn. zm.).
- Ustawa z 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (Dz.U. z 2004, nr 146, poz. 1546 z późn. zm.).
- Ustawa z 2 lipca 2004 r. o swobodzie działalności gospodarczej (Dz.U. z 2013 r., poz. 672 z późn. zm.).
- Ustawa z 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2005, nr 183, poz. 1537 z późn. zm.).
- Ustawa z 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2014 r., poz. 94).
- Ustawa z 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2009, nr 185, poz. 1439).

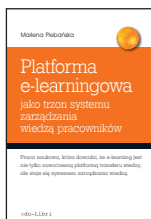
Zapraszamy do zapoznania się z innymi wydanymi przez wydawnictwo **edu-Libri** publikacjami z nauk ekonomicznych!



Franciszek Wołowski, Janusz Zawila-Niedzwiecki
Bezpieczeństwo systemów informacyjnych.
Praktyczny przewodnik zgodny z normami polskimi i międzynarodowymi
www.edu-libri.pl/publikacje/2



Urszula K. Zawadzka-Pąk
Konstrukcja prawna, wdrażanie i realizacja budżetu zadaniowego we Francji i Polsce
www.edu-libri.pl/publikacje/19



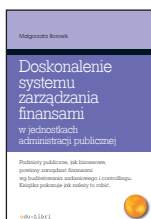
Marlena Plebańska
Platforma e-learningowa jako trzon systemu zarządzania wiedzą pracowników
www.edu-libri.pl/publikacje/8



Krzysztof Piasecki, Edyta Tomasiak
Rozkłady stóp zwrotu z instrumentów polskiego rynku kapitałowego
www.edu-libri.pl/publikacje/9



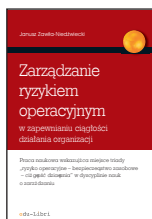
Anna Kosieradzka (red.)
Metody i techniki pobudzania kreatywności w organizacji i zarządzaniu
www.edu-libri.pl/publikacje/3



Małgorzata Borowik
Doskonalenie systemu zarządzania finansami w jednostkach administracji publicznej. Koncepcje, metody, techniki, narzędzia, instrumenty
www.edu-libri.pl/publikacje/14

[Kup książkę](#)

Wydawnictwo edu-Libri poleca:



Janusz Zawila-Niedzwiecki
**Zarządzanie ryzykiem operacyjnym
w zapewnianiu ciągłości działania organizacji**
www.edu-libri.pl/publikacje/7



Janusz Zawila-Niedzwiecki
**Operational risk as a problematic triad:
risk – resource security – business continuity**
www.edu-libri.pl/publikacje/20



Wojciech Krzysztof Szalkiewicz
**Praktyki manipulacyjne
w polskich kampaniach wyborczych**
www.edu-libri.pl/publikacje/16



Władysław Marek Turski
Na marginesie
www.edu-libri.pl/publikacje/10



Joseph Butler
Piętnaście kazań
www.edu-libri.pl/publikacje/13

druk pdf epub mobi

druk pdf epub mobi

druk pdf epub mobi

edu-Libri

Kup książkę

Książka stanowi zmodyfikowaną wersję obronionej przez Autora w 2012 roku w Katedrze Rachunkowości Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie **dysertacji doktorskiej** pt. *Empiryczna identyfikacja determinant struktury kapitałowej przedsiębiorstw*, **nagrodzonej w konkursie organizowanym przez firmy StatSoft, Inc. oraz StatSoft Polska na najlepszą pracę doktorską przygotowaną z zastosowaniem narzędzi statystyki i analizy danych zawartych w programach STATISTICA i STATISTICA Data Miner.**

Marek Barowicz – doktor nauk ekonomicznych, pracownik aparatu skarbowego, specjalista z dziedziny finansów, autor trzech książek: *Jak prowadzić działalność gospodarczą? Aspekty prawne* (Beck, 2008), *Obrót wierzytelnościami. Aspekty prawne* (Beck, 2009), *Ceny transferowe. Narzędzie optymalizacji podatkowej grupy kapitałowej* (Placet, 2009) oraz stu kilkudziesięciu artykułów z zakresu ekonomii i finansów opublikowanych w czasopismach naukowych i specjalistycznych takich, jak m.in.: „Rachunkowość”, „Przegląd Prawa Handlowego”, „Rejent”, „Przegląd Organizacji”, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstw”, „Gospodarka Materiałowa i Logistyka”, „Bank i Kredyt”, „Forum Doradztwa Podatkowego”, „Biuletyn Instytutu Studiów Podatkowych”, „Vademecum Księgowo-Podatkowe”, „Controlling i Rachunkowość Zarządcza”, „Rachunkowość Finansowa i Audyt”, „Biuletyn Rachunkowości i Finansów”, „Podatki i Finanse”, „Rzeczpospolita”, „Gazeta Podatkowa”.

www.edu-libri.pl

Wydawnictwo edu-Libri jest oficyną wydawniczą e-publikacji naukowych i edukacyjnych.

Współpracujemy z doświadczonymi redaktorami merytorycznymi oraz technicznymi specjalizującymi się w przygotowywaniu publikacji naukowych i edukacyjnych. Stawiamy na jakość i profesjonalizm łączone z nowoczesnością, a najważniejsze dla nas są przyjemność współtworzenia i satysfakcja z dobrze wykonanego zadania.

Nasze publikacje elektroniczne są dostępne w księgarniach internetowych oraz w czytelniku on-line ibuk.pl

Sprzedaż wysyłkową książek drukowanych prowadzi wydawnictwo (zamówienia na adres edu-libri@edu-libri.pl) oraz księgarnia drukarni SOWA wyczerpane.pl i współpracujące z nią księgarnie stacjonarne i internetowe.