

ANNA MOTYLSKA-KUŹMA

AKCJONARIAT A STRUKTURA KAPITAŁU W SPÓŁKACH NOTOWANYCH NA GPW

Słowa kluczowe: zarządzanie finansami, struktura kapitału, akcjonariat

Keywords: financial management, capital structure, shareholders

Klasyfikacja JEL: G32, G34

Wprowadzenie

Turbulentność środowiska doprowadziła do sytuacji, gdy przedsiębiorstwa borykają się z coraz większym problemem dopasowania się do zachodzących zmian. Budowanie pozytywnych relacji z otoczeniem, zapewniające przetrwanie, z jednej strony pociąga za sobą ogromne koszty, z drugiej – zapewnia dodatkowe środki finansowe, które mogą być przeznaczone na dalszy rozwój. Pomijając formę organizacyjno-prawną, która zmienia się wraz z rozrastaniem się przedsiębiorstwa, również korzystanie z zewnętrznych źródeł finansowania staje się nieuniknione, w miarę wzrostu rozmiarów podmiotu. Spółki, których akcje są przedmiotem obrotu na giełdzie papierów wartościowych, nie stanowią tu wyjątku. Jednak zbyt optymistyczne zadłużanie się zwiększa ryzyko prowadzonej działalności, a dokładnie rzecz biorąc – niewypłacalności. Dlatego tak ważne dla każdego zarządzającego jest znalezienie pewnego punktu optymalnego, czyli takiego poziomu zadłużenia, przy którym jeszcze korzysta się z pozytywnego efektu dźwigni finansowej i jednocześnie – nie traci okazji inwestycyjnych. Znalezienie tego punktu jest jak poszukiwanie „igły w stogu siana”, ale bez znajomości podstawowych czynników kształtujących czy przyczyniających się do jego ustanowienia – zupełnie niemożliwe staje się rozpoczęcie tego procesu.

Celem niniejszego artykułu jest przeprowadzenie analizy dotyczącej akcjonariatu spółek giełdowych i jego wpływu na strukturę kapitałów będących w dyspozycji badanych podmiotów. Ponieważ, zgodnie z wynikami badań, podmioty należące czy kontrolowane przez osoby fizyczne mają mniejszą skłonność do zaciągania zobowiązań¹, można by było wysnuć przypuszczenie, że spółki, w których zdecydowany udział w akcjonariacie spoczy-

¹ Np. *MŚP pod lupą*, Raport TNS Pentor dla EFL przeprowadzone w dniach 9–23.08.2011 na próbie 600 małych i średnich przedsiębiorstw dobranych metodą losowo-kwotową.

wa w rękach osób fizycznych/prywatnych, również będą wykazywały mniejszy stopień zadłużenia w stosunku do pozostałych podmiotów.

Kapitał i jego struktura

Pojęcie kapitału jest jednym z najbardziej wieloznacznych terminów stosowanych w różnych dziedzinach naukowych, a szczególnie w ekonomii i zarządzaniu. Można bowiem mówić o kapitale rzeczowym, pieniężnym, intelektualnym, ludzkim itp. Z punktu widzenia finansów najczęściej mówi się jednak o kapitale w sensie rzeczowym, czyli odpowiadającym majątkowi przedsiębiorstwa lub w sensie pieniężnym – odpowiadającym pasywom bilansu, czyli odzwierciedlającym źródła finansowania majątku. „Kapitał w ujęciu rachunkowym nawiązuje do tradycyjnej definicji i dotyczy elementów pasywów w bilansie przedsiębiorstwa. Wyraża także wartość ewidencyjną, która nie jest strumieniem. Jego efektem są aktywa generujące w przedsiębiorstwie nadwyżkę finansową, będącą strumieniem”².

Ogólnie rzecz ujmując, kapitał można określić jako środki finansowe, zgromadzone przez przedsiębiorstwo, które służą do finansowania jego działalności i dalszego rozwoju³. Takie podejście do kapitału nasuwa konieczność rozpatrywania go w kategoriach kapitałów własnych i obcych. Struktura tego finansowania jest jednym z ważniejszych czynników wpływających na wartość przedsiębiorstwa⁴.

W literaturze przedmiotu, podobnie jak w przypadku samego kapitału, nie ma jednoznacznej definicji struktury kapitału⁵. Z jednej strony mówi się o strukturze finansowania, czyli inaczej strukturze pasywów w bilansie przedsiębiorstwa⁶. Z drugiej strony, strukturę kapitałów rozpatruje się w kontekście korzyści i kosztów związanych z zaciąganiem zobowiązań, a więc mowa tu o tzw. teorii substytucji⁷, według której należy optymalizować strukturę przy założeniu, że wartość aktywów i kapitałów zainwestowanych w przedsiębiorstwo jest stała. Struktura kapitałów jest wówczas postrzegana jako stosunek długu do kapitału własnego.

Niejednoznaczność pojęcia struktury kapitału doprowadziła do powstania wielu teorii dotyczących struktury kapitału, które generalnie można podzielić na dwie grupy:

- teorie zakładające istnienie optymalnej struktury kapitału i dążące do jej osiągnięcia,

² K. Janasz: *Determinanty struktury kapitału w przedsiębiorstwie*, [w:] *Przedsiębiorstwo zorientowane na wiedzę*, Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania nr 21, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2011, s. 103–104.

³ H. Towarnicka: *Strategia inwestycyjna przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2003, s. 20.

⁴ F. Modigliani, M.H. Miller: *The Cost of Capital. Corporation Finance and the Theory of Investment*, „American Economic Review” 1958, Vol. 48, s. 261–297.

⁵ A. Dubliniec: *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998, s. 12.

⁶ Np. S.A. Ross, R.W. Westerfield, J. Jaffe: *Corporate finance*, Irwin, Chicago 1996, s. 4; R.C. Higgins: *Analysis of Financial Management*, Irwin, Homewood 1992, s. 344–345.

⁷ Np. M.H. Miller: *Debt and Taxes*, „Journal of Finance” 1977, Vol. 32, s. 261–275.

- teorie przyjmujące brak możliwości określenia optimum ze względu na cel optymalizacji.

Wśród pierwszej grupy, najpopularniejszym modelem jest teoria F. Modiglianiego i M.H. Millera, według której optymalną strukturę kapitału można osiągnąć wówczas, gdy aktualna krańcowa wartość efektu tarczy podatkowej z dodatkowego długu jest równa aktualnej krańcowej wartości kosztu trudności finansowych wynikających z dodatkowego długu⁸.

Wśród drugiej grupy warto wymienić np. teorię kolejności wyboru⁹. Zgodnie z tym modelem, przedsiębiorstwa preferują finansowanie kapitałem własnym, czyli środkami pochodzącymi z zysków zatrzymanych i amortyzacji. Nie ma czegoś takiego, jak optymalna struktura finansowania, ponieważ mamy do czynienia z tzw. wewnętrznym kapitałem własnym i zewnętrznym kapitałem własnym. Przedsiębiorstwo w pierwszej kolejności sięga po ten pierwszy rodzaj środków, a w razie konieczności posługuje się tym drugim.

Biorąc pod uwagę budowanie wartości dla właścicieli, liczne badania dowodzą, że finansowanie działalności kombinacją kapitałów własnych i obcych statystycznie daje większe korzyści niż rezygnacja z zaciągania zobowiązań.

Do oceny struktury kapitału, oprócz wspomnianego powyżej efektu dźwigni finansowej, stosuje się m.in.:

- a) wskaźnik D/E, nazywany również wskaźnikiem zadłużenia kapitałów własnych. Jest to stosunek wartości długu do kapitału własnego lub inaczej informacja o uzależnieniu się podmiotu od finansowania zobowiązaniami. Jeżeli jego wartość znajduje się w pobliżu jedności, wówczas mówi się o umiarkowanej polityce finansowania działalności. Jeżeli wartość znacznie odbiega od jedności i zbliża się do zera, wówczas mówimy o polityce konserwatywnej. W przeciwnym wypadku mamy do czynienia z polityką agresywną, a wyniki finansowe takiego przedsiębiorstwa obarczone są tym większym ryzykiem, im odległość od jedności jest większa. W literaturze przedmiotu można znaleźć stwierdzenie, że wartość D/E przekraczająca poziom 4 stanowi zagrożenie dla wypłacalności i płynności przedsiębiorstwa¹⁰;
- b) wskaźnik ogólnego zadłużenia, czyli udział kapitału obcego w pasywach ogółem. Przyjmuje się, że wskaźnik ten nie powinien przekraczać przedziału 0,57–0,67¹¹;
- c) wskaźnik zadłużenia długoterminowego, czyli udział zobowiązań długoterminowych w kapitale ogółem;
- d) wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego, czyli udział zobowiązań krótkoterminowych w kapitale ogółem;

⁸ F. Modigliani, M.H. Miller: *op.cit.*

⁹ T. Jurkowski: *Struktura kapitału a dynamika otoczenia przedsiębiorstwa*, [w:] *Strategie wzrostu wartości przedsiębiorstw. Teoria i praktyka*, red. E. Urbańczyk, t. I, Wydawnictwo Kreos, Szczecin 2005, s. 297.

¹⁰ K. Janasz: *op.cit.*, s. 109.

¹¹ M. Sierpińska, T. Jachna: *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 89.

- e) rentowność kapitałów własnych (ROE), czyli informacja o zyskowności kapitału własnego. Dynamika tego wskaźnika może wskazywać na wykorzystywanie pozytywnego efektu dźwigni finansowej lub wręcz przeciwnie.

Determinanty struktury kapitału w przedsiębiorstwie

Wśród najczęściej wymienianych czynników wpływających na strukturę kapitału można znaleźć formę organizacyjno-prawną podmiotu, stan jego finansów oraz ogólny stan gospodarki, zarówno danego kraju, jak i gospodarki w ujęciu globalnym.

Pierwszy z tych czynników, a więc forma organizacyjno-prawna determinuje wysokość i formę kapitału podstawowego, a więc akcyjnego, zakładowego czy funduszu założycielskiego lub udziałowego. Ten element jest także punktem wyjściowym do możliwości zdobywania finansowania obcego. Im większy kapitał podstawowy i majątek przedsiębiorstwa, tym większe zabezpieczenie dla potencjalnego inwestora i mniejsze ryzyko inwestycyjne. Jeżeli na to nałożymy jeszcze dobrą sytuację finansową, czyli np. wysoką efektywność w postaci rentowności, zyskowności, płynności itp., to zainteresowanie inwestorów będzie jeszcze większe. Tak więc, przedsiębiorstwo nie będzie miało problemów z pozyskaniem nowych kapitałów po względnie niskich kosztach.

S. Titman i R. Wessels¹² na podstawie swoich badań stwierdzili, że najistotniejszymi czynnikami determinującym strukturę kapitału są:

- dźwignia finansowa,
- nieodsetkowe tarcze podatkowe,
- zmienność zysku,
- perspektywy rozwoju,
- nietypowość produkcji,
- rentowność,
- wielkość przedsiębiorstwa.

Z kolei E. Horton¹³ wymienia takie czynniki, jak:

- rynek kapitałowy,
- koszty agencji, nazywane kosztami ochrony interesów,
- opodatkowanie,
- asymetrię informacji,
- czynniki materialne,
- zarządzanie,
- rynek pracy,
- dążenie kierownictwa do elastycznego działania.

¹² Por. S. Titman, R. Wessels: *The Determinants of Capital Structure Choice*, „Journal of Finance” 1988, Vol.43.

¹³ E. Horton: *Factors Affecting Capital Structure Decisions*, „Financial Review” 1991, Vol. 3, s. 28.

Niezależnie od rodzaju prowadzonych badań i identyfikacji powyższych determinant, każda z nich w mniejszym lub większym stopniu wpływa na strukturę kapitału, a kierunek i siła tego oddziaływania jest trudna do określenia i przewidzenia. Dlatego też, wyznaczenie optymalnej struktury kapitału jest poważnym problemem, nie tylko dla zarządzających. Co więcej, zmienność otoczenia i wszystkich tych powyżej wymienionych czynników nie ułatwia wcale tego zadania i powoduje, że jest to pewnego rodzaju ciągły proces. Jednak pomimo tych trudności, należy dążyć do zachowania odpowiedniej proporcji pomiędzy kapitałami obcymi i własnymi, które będą prowadziły do względnej równowagi pomiędzy korzyściami a podejmowanym ryzykiem. Im więcej znamy czynników, które mogą zapewnić tę równowagę, tym poszukiwania optimum stają się bardziej świadomym procesem.

Akcjonariat i jego struktura

Akcjonariat można określić jako zbiór akcjonariuszy danego przedsiębiorstwa. Może on być wyrażony ilościowo lub procentowo i nie chodzi tu o ilość wyemitowanych przez podmiot akcji, ale liczbę osób (prawnych i fizycznych) będących posiadaczami udziałów spółki. Stąd też, bardzo często mówi się o strukturze akcjonariatu (procentowy udział poszczególnych akcjonariuszy).

Wśród akcjonariuszy można wyróżnić:

- a) inwestorów instytucjonalnych, czyli inne podmioty gospodarcze, które powierzają swoje wolne środki finansowe danej spółce w zamian za udziały w zyskach w postaci dywidendy. Ich udział w akcjonariacie przeważnie nie przekracza 33%;
- b) inwestorów strategicznych, czyli inne podmioty gospodarcze lub osoby prywatne, które powierzają swoje wolne środki finansowe danej spółce w zamian za przejęcie częściowej lub całkowitej kontroli nad jej działalnością oraz za udziały w zyskach. Ich udział w akcjonariacie przeważnie przekracza 33% – w przypadku częściowego przejęcia lub 66% – w przypadku całkowitej kontroli;
- c) inwestorów indywidualnych, czyli osoby prywatne, które kupując akcje danej spółki, oczekują wzrostu ich wartości oraz liczą na udział w zyskach w postaci dywidendy. Ich udział w akcjonariacie przeważnie jest niewielki i nie przekracza progu 5%;
- d) *insiderzy*, czyli np. menedżerowie lub założyciele podmiotu, którzy mają w posiadaniu pakiety udziałów (zastrzeżone lub nie), gwarantujące im pewne prawa, ale i również obowiązki (np. niezbywalność akcji w ciągu wyznaczonego czasu).

Zgodnie z polskim prawem¹⁴, każdy akcjonariusz, który przekroczy odpowiednio progi 5, 10, 20, 25, 30, 50 i 75% ogólnej liczby głosów na Walnym Zgromadzeniu w spółkach publicznych, zobowiązany jest do poinformowania o tym fakcie zarówno samą spółkę, jak i podmiot nadzorujący, czyli Komisję Nadzoru Finansowego (KNF) nie później niż w ciągu 4 dni od dnia zmiany udziału w ogólnej liczbie głosów. Spółka musi podać taką informację do publicznej

¹⁴ Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi z dnia 29 lipca 2005 r., DzU 2005, nr 183, poz. 1538.

wiadomości, czyli zawiadomić KNF, rynek regulowany, na którym notowane są jej akcje oraz PAP. Jeżeli inwestor, którego udział przekraczał jeden w wyżej wymienionych progów, dokonał operacji zmniejszającej ten udział poniżej danego progu, wówczas również informacja taka powinna być podana do wiadomości publicznej. Szczególnie istotnymi progami udziałów są 33 i 66%, co do których ustawa o publicznym obrocie stosuje dodatkowe rygory.

Struktura akcjonariatu jest więc ściśle związana z prawem głosu i siłą tego głosu na Walnym Zgromadzeniu. Stąd, decyzje strategiczne podejmowane przez spółkę, w tym również ta o poziomie zadłużenia, są wynikiem decyzji poszczególnych udziałowców. Tak więc, zwiększanie lub zmniejszanie zadłużenia powinno być w dużym stopniu zależne od predyspozycji poszczególnych inwestorów do podejmowania ryzyka. Ale czy liczba akcjonariuszy, ich siła głosu oraz rodzaj mogą również być zaliczone do determinant struktury kapitału?

Analiza wpływu akcjonariatu na strukturę kapitałów w spółkach notowanych na GPW

W celu zweryfikowania hipotezy o wpływie akcjonariatu na strukturę kapitałów przeanalizowano łącznie 436 spółek publicznych notowanych na Warszawskiej GPW. Z dalszych badań wyłączono:

- 11 podmiotów, które w rozpatrywanym okresie postawionych było w stan upadłości,
- 17 banków, których specyfika kapitałów jest zupełnie odmienna od przedsiębiorstw niefinansowych,
- 13 spółek z udziałem Skarbu Państwa, ponieważ siła jego oddziaływania na podejmowane decyzje mogłaby zakłócać rzeczywisty obraz sytuacji,
- 43 inne podmioty, co do których nie otrzymano pełnych danych lub dane te uznano za noszące pierwiastek błędu¹⁵.

Do analiz zakwalifikowano zatem 352 spółki, należące do 25 różnych sektorów gospodarczych.

Dla wszystkich wyżej wymienionych spółek zebrano następujące dane¹⁶:

- nazwa spółki,
- sektor (zgodnie z klasyfikacją przyjętą przez GPW),
- liczba akcjonariuszy wykazana w akcjonariacie¹⁷,
- *free float*,
- liczba akcjonariuszy/inwestorów instytucjonalnych,
- liczba akcjonariuszy/osób fizycznych,
- procentowy udział inwestorów instytucjonalnych,
- procentowy udział inwestorów indywidualnych,

¹⁵ Np. podmioty z sektora finansowego, niebędące bankami, ale ich struktura kapitałowa w znaczny sposób odbiegała od przedsiębiorstw niefinansowych, co powodowałoby brak porównywalności.

¹⁶ Za 2011 r.

¹⁷ Zgodnie z obowiązkami informacyjnymi wg ustawy o obrocie publicznym.

- zysk netto,
- aktywa ogółem,
- zobowiązania i rezerwy,
- zobowiązania długoterminowe,
- zobowiązania krótkoterminowe,
- kapitał własny.

Na podstawie powyższych danych obliczono podstawowe wskaźniki oceny struktury kapitałów:

- wskaźnik D/E,
- wskaźnik ogólnego zadłużenia,
- wskaźnik zadłużenia długoterminowego,
- wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego,
- rentowność kapitałów własnych (ROE).

W tabeli 1 zebrano podstawowe statystyki dotyczące ww. danych.

Tabela 1

Podstawowe statystyki opisujące zebrane dane

Pozycja	Średnia arytmetyczna	Odchylenie standardowe	Współczynnik zmienności
Liczba akcjonariuszy	3,59	1,7	0,47
Liczba instytucji w akcjonariacie	2,37	1,59	0,67
Liczba osób prywatnych w akcjonariacie	1,23	1,37	1,12
Udział procentowy instytucji w akcjonariacie	41,32%	29,44%	0,71
Udział procentowy osób prywatnych w akcjonariacie	23,77%	27,08%	1,14
Free float	35,10%	17,84%	0,51
Wskaźnik D/E	1,05	1,54	1,47
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	0,39	0,21	0,55
Wskaźnik zadłużenia długoterminowego	0,11	0,13	1,16
Wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego	0,26	0,17	0,66
ROE	-0,02	0,56	25,16

Źródło: opracowanie własne.

Analizując podstawowe statystyki, można zauważyć dużą zmienność w każdej badanej kategorii. Świadczy to m.in. o braku homogeniczności otrzymanych danych. Z tego względu, wartości wszystkich zmiennych podzielono na przedziały klasowe. Ilość tych przedziałów wyliczono według następującego wzoru:

$$k = [1 + 3,3 \log n] = [1 + 3,3 \log 352] = 9.$$

Następnie, na podstawie diagramów korelacji, tablic korelacyjnych i ostatecznie wyliczonych wskaźników korelacji przebadano zależności pomiędzy wskaźnikami opisującymi akcjonariat (liczba akcjonariuszy, liczba instytucji w akcjonariacie, liczba osób prywatnych w akcjonariacie, procentowy udział instytucji w akcjonariacie, procentowy udział osób prywatnych w akcjonariacie) a miernikami struktury kapitału (współczynnik D/E, ogólnego zadłużenia, zadłużenia długo- i krótkoterminowego oraz ROE).

Tabela 2

Współczynnik korelacji

Wyszczególnienie	D/E	Ogólne zadłużenie	Zadłużenie długoterminowe	Zadłużenie krótkoterminowe	ROE
Liczba akcjonariuszy	-0,0681	0,0532	-0,0112	0,0725	0,0496
Liczba instytucji w akcjonariacie	-0,0519	0,0426	0,0786	0,0191	0,0518
Liczba osób prywatnych w akcjonariacie	-0,0320	0,0077	-0,1047	0,0510	-0,0052
Procentowy udział instytucji w akcjonariacie	0,0030	0,0288	0,0948	-0,0134	0,0236
Procentowy udział osób prywatnych w akcjonariacie	-0,0165	0,0252	-0,0482	0,0504	0,0968

Źródło: opracowanie własne.

Z tabeli 2 wynika, że mierniki struktury kapitału są w pewien sposób zależne od wskaźników opisujących akcjonariat. Zależności te nie są jednak zbyt silne i w większości przypadków nie przekraczają co do modułu wartości 0,1. Jednak, pomimo tego, można zaobserwować kierunki tych zależności. I tak, np. wskaźnik D/E jest ujemnie skorelowany z większością wskaźników opisujących akcjonariat. Największa zależność istnieje pomiędzy D/E a ilością akcjonariuszy. Kierunek tej zależności wskazuje na fakt, że im więcej akcjonariuszy, tym mniejszy stopień zadłużenia kapitałów własnych w spółce. Nie należy jednak zapominać, że taki wniosek jest daleko przesadzony, ze względu na wartość tej zależności.

W przypadku ogólnego zadłużenia, zależności te zawsze są dodatnie. Tak więc wzrost ilości lub udziału procentowego danej grupy akcjonariuszy powinien powodować wzrost ogólnego zadłużenia.

Zadłużenie długoterminowe wykazuje największe skorelowanie z liczbą osób prywatnych wykazywanych w akcjonariacie spółki. Zależność ta, tak jak pozostałe, nie jest zbyt silna. Dodatkowo, jej ujemny znak mówi o przeciwnych kierunkach zmian.

Zadłużenie krótkoterminowe wykazuje największe powiązanie z ogólną liczbą akcjonariuszy i jest to zależność dodatnia, natomiast ostatni z badanych wskaźników – ROE – w największym stopniu zależy od procentowego udziału osób prywatnych w akcjonariacie.

Podsumowując, ogólnie można stwierdzić, że istnieją pewne zależności pomiędzy strukturą kapitału a akcjonariatem spółek giełdowych notowanych na GPW. Zależność ta jest jednak na tyle nieistotna, że czynnik ten nie powinien być rozpatrywany jako determinanta kształtowania się wielkości kapitałów obcych i własnych w przedsiębiorstwie.

Dla dokładniejszego zbadania tych stworzono dodatkowe dwie zmienne:

Przewaga 1, przyjmująca wartości:

- „1” – gdy liczba instytucji wykazanych w akcjonariacie przewyższa liczbę osób prywatnych,
- „2” – gdy liczba osób prywatnych w akcjonariacie przewyższa liczbę instytucji,
- „3” – gdy liczba instytucji wykazanych w akcjonariacie jest równa liczbie osób prywatnych.

Przewaga 2, przyjmująca wartości:

- „1” – gdy udział procentowy instytucji wykazanych w akcjonariacie przewyższa udział procentowy osób prywatnych,
- „2” – gdy udział procentowy osób prywatnych w akcjonariacie przewyższa udział procentowy instytucji,
- „3” – gdy udział procentowy instytucji wykazanych w akcjonariacie jest równy udziałowi procentowemu osób prywatnych.

Dla tak opracowanych zmiennych sprawdzono również ich korelację ze wskaźnikami struktury kapitału.

Tabela 3

Wskaźniki korelacji c.d.

Przewaga	D/E	Ogólne zadłużenie	Zadłużenie długoterminowe	Zadłużenie krótkoterminowe	ROE
Przewaga 1	0,0350	0,0136	-0,0971	0,0659	-0,0421
Przewaga 2	-0,0354	-0,0177	-0,0898	0,0345	0,0686

Źródło: opracowanie własne.

Jak można było się domyślić, również w tym przypadku nie mamy do czynienia z wyraźną zależnością pomiędzy zmiennymi.

Podsumowanie

Poszukiwanie odpowiedniej struktury kapitału w przedsiębiorstwie jest pewnym nie-doścignionym celem, do którego wielu zarządzających chciałoby dojść. Bez znajomości czynników, które kształtują tę strukturę, poszukiwanie punktu optimum staje się jeszcze bardziej nierealne i nieosiągalne. Wiele determinant zostało już zidentyfikowanych, choć specyfika działalności każdego podmiotu może spowodować, że ich wpływ na wysokość

kapitałów własnych i obcych znacznie odbiegnie od przyjętych i zweryfikowanych modeli. Dlatego też, poszukiwanie ciągle nowych czynników wpływających na strukturę kapitału może spowodować, że zjawisko to na potrzeby konkretnego podmiotu stanie się bardziej przejrzyste i zrozumiałe.

Celem niniejszego artykułu była weryfikacji hipotezy o wpływie akcjonariatu na strukturę kapitału w spółkach notowanych na GPW.

Z przeprowadzonych analiz wynika, że hipoteza ta nie jest prawdziwa, choć nie można całkowicie zaprzeczyć istnieniu korelacji pomiędzy wspomnianymi czynnikami. Autorka uważa, że taka analiza mogłaby przynieść zupełnie inne rezultaty, gdyby pod uwagę wziąć firmy rodzinne. Jednak takie badania wymagałyby zebrania dodatkowych informacji, mogących jednoznacznie odróżnić podmioty o charakterze familijnym.

Literatura

- Dubliniec A.: *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998.
- Higgins R.C.: *Analysis of Financial Management*, Irvin, Homewood 1992.
- Horton E.: *Factors Affecting Capital Structure Decisions*, „Financial Review” 1991, Vol. 3.
- Janasz K.: *Determinanty struktury kapitału w przedsiębiorstwie*, [w:] *Przedsiębiorstwo zorientowane na wiedzę*, Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania nr 21, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2011.
- Jurkowski T.: *Struktura kapitału a dynamika otoczenia przedsiębiorstwa*, [w:] *Strategie wzrostu wartości przedsiębiorstw. Teoria i praktyka*, red. E. Urbańczyk, t. I, Wydawnictwo Kreos, Szczecin 2005.
- Kowalski J.: *Podstawy statystyki opisowej dla ekonomistów*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej, Poznań–Chorzów 2006.
- Miller M.H.: *Debt and Taxes*, „Journal of Finance” 1977, Vol. 32.
- Modigliani F., Miller M.H.: *The Cost of Capital. Corporation Finance and the Theory of Investment*, „American Economic Review” 1958, Vol. 48.
- MŚP pod lupą*, Raport TNS Pentor dla EFL, 23.08.2011.
- Ross S.A., Westerfield R.W., Jaffe J.: *Corporate finance*, Irvin, Chicago 1996.
- Sierpińska M., Jachna T.: *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.
- Titman S., Wessels R.: *The Determinants of Capital Structure Choice*, „Journal of Finance” 1988, Vol. 43.
- Towarnicka H.: *Strategia inwestycyjna przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2003.
- Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi z dnia 29 lipca 2005r., DzU 2005, nr 183, poz. 1538.

Streszczenie

W artykule opisano pojęcie kapitału i jego struktury w przedsiębiorstwie wraz z wybranymi czynnikami kształtującymi tę strukturę oraz modelami dotyczącymi optymalnego poziomu zadłużenia. Przybliżono podstawowe wskaźniki służące ocenie struktury kapitału, takie jak: D/E, wskaźnik ogólnego zadłużenia, zadłużenia długo- i krótkoterminowego oraz ROE. Wyjaśniono pojęcie akcjonariatu oraz jego struktury, a następnie przeanalizowano wpływ akcjonariatu na strukturę kapitału w spółkach notowanych na GPW.

SHAREHOLDERS AND CAPITAL STRUCTURE IN COMPANIES FROM POLISH STOCK MARKET

Summary

The paper describes the concept of capital and its structure, together with selected factors and models for the optimal level of debt. It shows the basic indicators to evaluate the capital structure, such as D/E, debt ratio, long- and short-term debt ratio, and ROE. It explains the concept of ownership and its structure in the companies. The author analyzed the effect of ownership on the capital structure in the companies from Polish stock market.

