

# Współczesna Gospodarka



Contemporary Economy  
Electronic Scientific Journal  
www.wspolczesnagospodarka.pl

Vol. 3 Issue 4 (2012) 11-18  
ISSN 2082-677X

## STRUKTURA I ORGANIZACJA KAPITAŁU W PRZEDSIĘBIORSTWIE A JEGO WARTOŚĆ RYNKOWA

**Michał Igielski**

### **Streszczenie**

Dla przedsiębiorstw funkcjonujących w warunkach gospodarki globalnej, coraz trudniejsze jest funkcjonowanie na bazie dotychczasowych założeń gospodarczych związanych z posiadaniem kapitału. Zasadniczym źródłem finansowania majątku przedsiębiorstwa są jego kapitały własne pochodzące ze źródeł zewnętrznych (udziały właścicieli kapitału) oraz wewnętrznych (zysk pozostawiony do dyspozycji przedsiębiorstwa). Zmieniająca się sytuacja rynkowa może prowadzić do wzrostu kosztów produkcji. Nakłada to na osoby zajmujące się w zarządzaniem finansami konieczność optymalnego kształtowania struktury kapitałów firmy. Z jednej strony muszą dążyć do maksymalizacji stopy zyskowności własnych kapitałów, a z drugiej strony powinni utrzymywać poziom ryzyka finansowego w granicach uznawanych za rozsądne, tj. niezagrażających funkcjonowaniu firmy w przyszłości.

**Słowa kluczowe:** wartość przedsiębiorstwa, wycena wartości przedsiębiorstwa, kapitał, struktura kapitału przedsiębiorstwa

### **Wstęp**

Jednym z najważniejszych zadań dyrektorów finansowych jest wybór sposobu finansowania firmy w taki sposób, aby przyczynić się do wzrostu jej wartości. Podstawowym bowiem celem działania przedsiębiorstwa na rynku jest powiększenie jego wartości rynkowej, czyli maksymalizacja dochodów właścicieli firmy. Prowadzi to bowiem do zwiększenia ceny akcji przedsiębiorstwa i tym samym zwiększenia zamożności jego właścicieli. Jednostki gospodarcze osiągają ten cel, podejmując właściwe decyzje inwestycyjne i finansowe. Wysoka wartość przedsiębiorstwa na rynku daje sposobność do pozyskania środków finansowych, niezbędnych do celów rozwojowych, na korzystnych warunkach, czyli po niskich kosztach.

Powszechnie uważa się, że decyzje finansowe powinny wspierać strategię inwestycyjną firmy. Zarządzanie kapitałem wiąże się z realizacją dwóch zasadniczych celów działania przedsiębiorstwa: pozyskiwaniem kapitału niezbędnego do funkcjonowania oraz dążeniem do zwiększenia jego wartości rynkowej.

## 1. Podejścia do definicji kapitału w przedsiębiorstwach

Pojęcie kapitału może uchodzić za słowo klucz, którego z jednej strony nie można dotknąć ale można go mieć. Z drugiej zaś strony pomimo że jest tak jakby „niewidoczny” to ma siłę burzącą imperia. Z zamieszczonej powyżej dość potocznej charakterystyki jednoznacznie wynika, iż pojęcie kapitał jest trudne do zdefiniowania, jest to pojęcie, które jakby zawiera sprzeczność w sensie treści; kapitał jest niedotykalny, a jednocześnie możliwy do zmierzenia; należało by dopowiedzieć, iż kapitał nie tylko można zmierzyć, ale należy go mierzyć. Jak zauważają niektórzy ekonomiści, kapitał stanowi krwioobieg przedsiębiorstwa, odzwierciedla źródła finansowania zasobów. Posiadając kapitał (niezależnie od tego czy pochodzi on z Kredytu bankowego, handlowego, obligacji, akcji) przedsiębiorstwo jest w stanie inwestować w składniki majątku niezbędne do generowania przychodów i zysków. Kategoria kapitału wiąże się nierozzerwalnie z zyskiem, który jest jego immanentną cechą, przesłanką powstania i warunkiem istnienia. Kapitał istnieje dla zysku i odtwarzania się w skali powiększonej o zysk. Jeśli przestaje przynosić zysk, przestaje funkcjonować jako kapitał: staje się majątkiem, służącym innym celom. W potocznym rozumieniu kapitał jest rozumiany w znaczeniu zasobów. W encyklopedycznym zaś ujęciu to aktywa, które mają zdolność wytwarzania dochodu i które także zostały wyprodukowane<sup>1</sup>.

Pojęcie kapitału w znaczeniu zasobów majątkowych znane było kupcom od dawna. Kapitał w znaczeniu zasobów definiuje także ekonomia - obejmuje on wszelki wynik procesu produkcyjnego, który przeznaczony jest do późniejszego wykorzystania w procesie produkcyjnym. Budynki i wyposażenie - rzeczy produkowane do produkowania innych rzeczy - stanowią przykłady tych wytwarzanych przez człowieka środków produkcji. Należy zauważyć, że zarówno w nauce ekonomii jak i w nauce o zarządzaniu nabiera znaczenia idea kapitału społecznego, który jest uznawany za klucz do rozwiązywania problemów organizacyjnych dotyczących relacji z klientami, kontaktów pracowniczych, czy więzi organizacji ze światem zewnętrznym. Prezentowany jest pogląd, iż kapitał społeczny w tworzeniu wartości jest tak samo ważny jak kapitał rozumiany jako zasoby materialne. Niezależnie jednak od tego, czy kapitał będzie postrzegany jako zasoby materialne i nic-materialne, czy jako źródło finansowania zasobów, to w każdym przypadku kapitał musi być wyceniony, mimo że on sam w sobie nie jest przedmiotem wyceny. Ponieważ warunkiem koniecznym do ustalenia wartości jest określenie przedmiotu tej wyceny, zachodzi potrzeba doboru odpowiedniego reprezentanta - przedmiotu, którego wartość odzwierciedlałaby wartość kapitału. Za miarodajną podstawę obliczania wartości kapitału przyjmuje się wartość dochodową przedsiębiorstwa, rozumianą jako zdolność majątku przedsiębiorstwa do przynoszenia dochodu. Chodzi zatem o dynamiczny pomiar wartości przedsiębiorstwa (uwzględniane są efekty działalności), oparty na wartościach prognozowanych. Od tak rozumianego pomiaru wartości przedsiębiorstwa należy odróżnić pomiar statyczny, bazujący na majątku przedsiębiorstwa. Pomiar ten sprowadza się do wyceny tzw. substancji materialnej; wartość tę postrzega się albo na poziomie netto, jeśli wycenia się wartość zasobów, dla których źródłem finansowania jest suma kapitału własnego i zadłużenia (kapitału obcego). Wartość brutto majątku jest także nazywana wartością ekonomiczną przedsiębiorstwa. W wycenie przedsiębiorstwa metodą majątkową jest widoczny wpływ struktury kapitału na wartość aktywów netto - im wyższy kapitał własny, tym wyższa

<sup>1</sup> A. Dyduch, Z. Wydimus, *Struktura kapitału a wartość przedsiębiorstwa*, Kraków 2002, s. 62-64.

wartość netto majątku. W przypadku wysokiego zadłużenia trzeba pamiętać o ewentualnych odsetkach (koszt finansowy przedsiębiorstwa), a także o zdolności przedsiębiorstwa do regulowania zobowiązań. Dochodowa wartość przedsiębiorstwa jest określana przez zdyskontowane strumienie dochodu. Brakuje jednoznaczności w pojmowaniu dochodu - może to być zysk (jest to kategoria najbardziej oddalona od dochodów właścicieli), mogą to być dywidendy (są one bezpośrednimi dochodami powstającymi na podstawie tytułu własności przedsiębiorstw; ich słabością są trudności oszacowań w przyszłości - zależność zarówno od wyników finansowych przedsiębiorstwa, jak i warunków społecznych), a także mogą to być przepływy pieniężne (są one najbardziej zbliżonym do ideału obrazem dochodów właścicieli - odzwierciedlają one dywidendy, jak i związki kapitałowe pomiędzy właścicielami a przedsiębiorstwami). Za strumień dochodu określający wartość dochodową przedsiębiorstwa najczęściej przyjmuje się przepływy pieniężne; niektórzy autorzy stawiają wręcz znak równości pomiędzy pojęciem wartość przedsiębiorstwa a zdyskontowane przepływy gotówkowe. W literaturze przedmiotu brakuje także jednoznaczności w określaniu poziomu stopy kapitalizacji na potrzeby przedsiębiorstw, a jednocześnie podkreśla się, iż zależność wartości przedsiębiorstwa od poziomu stopy dyskontowej jest szczególnie silna i dlatego znaczenie tego parametru dla wyników wyceny trudno przecenić<sup>2</sup>.

## 2. Wartość przedsiębiorstwa a kapitał

W teorii finansów przyjęto, że pomiędzy kosztem kapitału a wartością przedsiębiorstwa występuje zależność odwrotna. Oznacza to, że im droższy kapitał pozyska spółka na sfinansowanie inwestycji zwiększających wartość firmy, tym wzrost wartości będzie niższy. Znacznie trudniej jest jednak określić, jaki wpływ na koszt kapitału ma jego struktura, a tym samym jaka jest relacja między strukturą kapitału a wartością przedsiębiorstwa. W praktyce bowiem wybór struktury kapitału jest istotnym problemem polityki finansowej, który musi być rozwiązany w ramach ogólnego modelu optymalizacyjnego. Jeżeli zatem przyjmiemy, że pomiędzy strukturą kapitału, jego kosztem i wartością firmy istnieją określone związki, to zachodzi konieczność wyboru takiej struktury, która minimalizując koszt kapitału maksymalizowałaby wartość firmy. Rozpatrywana w ujęciu szczegółowym struktura kapitału firmy składa się z wielu elementów różniących się pod względem warunków, na jakich firma korzysta z udostępnionych funduszy. Na przykład składniki długu firmy uzyskane za pomocą różnych emisji obligacji różnią się pod względem warunków i terminów spłaty, wysokości płaconych odsetek itp. Zróżnicowane są także z reguły warunki korzystania z kredytów bankowych uzyskiwanych w różnych okresach lub w różnych bankach. Jakkolwiek te szczegółowe elementy struktury kapitału wywierają istotny wpływ na warunki działania firmy, to w tym miejscu skoncentrujemy się na problemach o charakterze ogólnym<sup>3</sup>.

Jeżeli firma nie posiada idealnej struktury kapitału, należy zestawić korzyści płynące z optymalizacji struktury z kosztami dostosowawczymi. Strukturę kapitałową należy zmienić tylko wówczas, gdy koszty dostosowawcze związane z emisją papierów wartościowych oraz koszty informacji są niższe niż koszty utrzymania nieoptymalnej struktury kapitału. Precyzyjne ustalenie idealnej struktury kapitałowej nie wydaje się możliwe. W wyborze sposobu finansowania dużą rolę odgrywają czynniki, których wpływu na optymalną strukturę kapitału naukowcy nie zdołali dotychczas dokładnie oszacować. Wiele z nich można ocenić jedynie intuicyjnie. Struktury polskich spółek giełdowych potwierdza, że w polskich warunkach jest szalenie trudno - na podstawie istniejących teorii struktury kapitału - określić optymalny sposób

<sup>2</sup> Ibidem, s. 65-67.

<sup>3</sup> A. Szczęsna-Urbaniak, *Wpływ struktury kapitału na wartość przedsiębiorstwa*. Instytut Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw Uniwersytetu Szczecińskiego, 2007, s.392-393.

„lewarowania” przedsiębiorstwa. Polskie spółki rzadziej niż ich zachodnie odpowiedniczki finansują swoją działalność kapitałem obcym. Pozwala to przypuszczać, że niewiele giełdowych spółek w naszym kraju posiada zbliżoną do optymalnej strukturę kapitału. Jednocześnie oznacza to, że decyzje podejmowane w kwestii dróg finansowania nie zawsze są podejmowane racjonalnie. Reasumując, tak jak zaznaczono wcześniej, każde przedsiębiorstwo potrzebuje kapitału, aby zrealizować swe cele strategiczne. Wiąże się to z zagadnieniem finansowania składników majątku niezbędnych w prowadzeniu działalności gospodarczej<sup>4</sup>.

### 3. Rodzaje kapitału występującego w przedsiębiorstwie

Generalnie, wyróżnia się dwa podstawowe rodzaje kapitału w przedsiębiorstwie, który jest widoczny w jego bilansie:

- kapitał własny (fundusze własne);
- kapitał obcy, czyli dług przedsiębiorstwa.

Kapitały własne pochodzą ze źródeł zewnętrznych tj. wniesione przez udziałowców (np. kapitał założycielski, zakładowy, statusowy, zasobowy, udziałowy) oraz ze źródeł wewnętrznych. Ze względu na źródło pochodzenia kapitałów, którymi przedsiębiorstwo finansuje swój majątek, można wyodrębnić<sup>5</sup>:

- kapitały własne, czyli pochodzące ze źródeł zewnętrznych, to jest: wniesione przez udziałowców (np. kapitał założycielski, zakładowy, statusowy, zasobowy, udziałowy) oraz źródeł wewnętrznych (głównie stanowiące równowartość wygosparowanego zysku netto pozostawionego do dyspozycji przedsiębiorstwa);
- kapitały obce, występujące w formie pożyczek, kredytów lub innego rodzaju zobowiązań (np. podatkowych).

Zasadniczą substancją kapitałów firmy, których źródła powinny stanowić jej kapitał własny, są:

- wkłady kapitałowe właścicieli, wnoszone w formie udziałów, subskrypcji akcji itp., tworzące kapitał podstawowy, noszący różne nazwy - w zależności od formy prawnej przedsiębiorstwa (np. kapitał założycielski, udziałowy, zakładowy, akcyjny);
- zyski pozostawione do dyspozycji przedsiębiorstwa (tj. reinwestowane w firmie), przeznaczone na pokrycie przyszłego ryzyka i umocnienie ogólnego poziomu finansowego (np. na kapitał zapasowy, rezerwy) lub na z góry określony cel (np. na fundusz inwestycyjny).

Kapitały własne znajdują się w bezterminowej dyspozycji firmy, a na ich zwrot udziałowcy mogą liczyć w zasadzie dopiero w momencie jej likwidacji. Ewentualne zmniejszenie kapitałów własnych o statutowym charakterze w okresie funkcjonowania firmy wymaga specjalnej procedury prawnej, uwzględniającej m.in. zabezpieczenie interesów jej wierzycieli. Kapitały własne przedsiębiorstwa mogą ulegać zwiększeniu w przypadku dopuszczonej przepisami prawa aktualizacji wartości majątku, uwzględniającej skutki inflacji. W spółkach akcyjnych źródłem zwiększenia kapitałów zapasowych może być także nadwyżka występująca w przypadku wypuszczenia akcji po cenie wyższej (emisyjnej) od ceny nominalnej<sup>6</sup>.

### 4. Istota struktury kapitału

W krajach anglosaskich postrzega się strukturę kapitału jak strukturę papierów wartościowych wyemitowanych przez przedsiębiorstwa w podziale na papiery dłużne (bony, obligacje) oraz papiery właścicielskie (udziałowe), takie jak akcje zwykłe i uprzywilejowane.

<sup>4</sup> Ibidem, s. 396.

<sup>5</sup> B. Bień, *Zarządzania finansami przedsiębiorstwa*, Warszawa 2000, s.157-158.

<sup>6</sup> Ibidem. S.159.

Takie podejście nie uwzględnia kredytu bankowego i pożyczek. Lepszą zatem definicją jest ujęcie struktury finansowania jako sumy długu obciążonego oprocentowaniem i kapitału własnego w przedsiębiorstwie. Kapitał ten powinien finansować aktywa netto, czyli aktywa trwałe obrotowe ujęte w aktywach bilansu, pomniejszone o zobowiązania bieżące nie obciążone oprocentowaniem. Wzajemne proporcje między długiem obciążonym oprocentowaniem a kapitałem własnym określają wskaźniki finansowe tzw. struktury kapitału. Najważniejsze z nich to wskaźnik dług/kapitał własny (wskaźnik dźwigni finansowej), zobowiązania ogółem/aktywa ogółem, dług obciążony oprocentowaniem/zainwestowany kapitał, zobowiązania długoterminowe/kapitał stały, aktywa ogółem/kapitał własny, zobowiązania ogółem/wartość rynkowa firmy. Ten ostatni wskaźnik jest istotny, gdy aktywa o dużej wartości, takie jak znak firmowy, nazwa, nie są w pełni ujmowane w bilansie<sup>7</sup>.

W gospodarce opartej na wiedzy koniecznością staje się budowanie strategii przyszłego wzrostu wartości, odnoszącego się do przyszłości, ale i związanego z terażniejszością. Wybór i alokacja zasobów, umiejętność tworzenia alternatyw, to opcje przyszłości, wybory przyszłych celów dokonuje się jednak w czasie terażniejszym. W gospodarce opartej na wiedzy strategia zarządzania pełni coraz większą rolę. Podkreślić tu należy również kluczowe znaczenie kapitału ludzkiego, jako swoistego generatora wartości przedsiębiorstwa. Jednakże traktowanie „ludzi” jako tak ważnego zasobu przedsiębiorstwa wymusza konieczność dokonywania jego ciągłego i skonkretyzowanego oceniania, wykazywania w sprawozdaniach finansowych oraz uwzględniania jego roli w kreowaniu wartości dochodowej przedsiębiorstwa. Z kolei zupełnie innym czynnikiem / procesem jest postępująca globalizacja gospodarki, przynosząca z sobą kolosalne zmiany w zarządzaniu przedsiębiorstwem. Przedsiębiorstwa realizujące strategię globalną prowadzą rachunek ekonomiczny w skali światowej, co prowadzi do charakterystycznego dla tego typu gospodarki swobodnego przepływu kapitałów, w wielu przypadkach doprowadzającego do konsolidacji przedsiębiorstw, ich fuzji. Swobodny przepływ kapitałów odnosi się również do przepływu zasobów ludzkich – kapitału intelektualnego. Dzięki zjawisku transferu wiedzy można stwierdzić, iż u podstaw podejmowanych decyzji o przepływach kapitału leży nowe spojrzenie na dokonywanie pomiaru skuteczności działania podmiotów gospodarczych. Za miernik tej skuteczności działania przedsiębiorstwa w warunkach globalizacji uznaje się wartość dla akcjonariusza, umożliwiającą szersze spojrzenie na problem zyskowności przedsięwzięcia gospodarczego oraz wysokości stopy zwrotu z zainwestowanego w nie kapitału. Ta, można powiedzieć, nowa kategoria ekonomiczna, mająca niewątpliwie charakter spojrzenia w przyszłość i uwzględniająca czynnik ryzyka gospodarczego jest okazją i zarazem szansą udzielania odpowiedzi na pytanie stawiane przez zarządzających podmiotami gospodarczymi, dotyczące efektów podejmowanych przez nich działań - efektów jakie osiągają w warunkach postępującej globalizacji, rewolucji technologicznej (przede wszystkim w dziedzinie teleinformatyki) oraz ekspansji prywatnego kapitału<sup>8</sup>.

Wobec miernika wartość dla akcjonariusza w innym wymiarze należy postrzegać wycenę przedsiębiorstwa - nie jako sam w sobie przedmiot wartości, lecz jako narzędzie wspomagające podejmowanie lepszych decyzji. Pomiar wartości przedsiębiorstwa nabiera w tym przypadku szczególnego znaczenia z punktu widzenia maksymalizacji wartości przedsiębiorstw dla udziałowców, traktowanej jako podstawowy cel przedsiębiorstwa; chodzi zatem o pomiar dla potrzeb zarządzania wartością przedsiębiorstwa. Model zarządzania wartością przedsiębiorstwa nakierowany na maksymalizację wartości dla udziałowców jest charakterystyczny dla gospodarki USA, natomiast w krajach europejskich oraz w Japonii szuka się kompromisów pomiędzy zainteresowanymi stronami (klienci, pracownicy, wierzyciele, akcjonariusze, rząd, a nawet całe społeczeństwo), uważając, iż polityka maksymalizacji wartości firmy dla akcjonariuszy jest nieefektywna, krótkowzroczna, uproszczona, a nawet antyspołeczna. Nie-

<sup>7</sup> J. Czekał, Z. Dreszer, *Zarządzania finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii*, Warszawa 2001, s. 90-91.

<sup>8</sup> Ibidem, s. 93.

zależnie od tego poglądu, zauważa się, iż najsilniejszą motywacją do zarządzania zasobami siły roboczej i kapitału w taki sposób, aby firma w długim okresie wygrała walkę konkurencyjną z innymi przedsiębiorstwami posiadają akcjonariusze. Oczekują oni rekompensaty za poniesione ryzyko. Tylko wówczas opłaca się lokować kapitał, gdy stopy zwrotu z inwestycji przewyższają koszt tego kapitału<sup>9</sup>.

## 5. Istota wyceny wartości przedsiębiorstwa

Odnosnie zaś samej wyceny wartości przedsiębiorstwa to istnieją cztery podstawowe metody wyceny firmy. Jej wartość może być określona na podstawie<sup>10</sup>:

- obecnej wartości rynkowej akcji zwyczajnych firmy (jeżeli są one spisane i są przedmiotem aktywnego handlu);
- wartości rynkowej majątku przedsiębiorstwa;
- kapitalizowanych przyszłych dochodów;
- wartości zastępczej lub duplikatowej, która wynika z próby oceny kosztów zbudowania podobnej organizacji od podstaw zamiast przeprowadzenia przejęcia.

Podejście oparte na obecnej cenie rynkowej jest najpowszechniej stosowane. Nie wyznacza ono faktycznej ceny rynkowej firmy, ale ustala cenę minimalną, poniżej której nie mogą zejść negocjacje: jeżeli akcje zwykłe przechodziły ostatnio z ręki do ręki za powiedzmy 100 złotych, wtedy oferta cenowa wyceniająca firmę na mniej niż 100 złotych za akcję nie zostanie prawdopodobnie zaakceptowana. Pozostałe trzy podejścia próbują ustalić prawdziwą wartość rynkową firmy. Podczas wyboru podstawy wyceny należy zwrócić z pewnością uwagę na szczególną sytuację i potrzeby danego podmiotu. Jeżeli jest to firma otrzymująca propozycję, odpowiednią metodą będzie ta, która określa najwyższą wartość. Jeżeli jednak jest to firma nabywająca (czyli składająca ofertę), sytuacja jest bardziej skomplikowana. Wybór odpowiedniej metody wyceny zależy teraz od motywów przeprowadzania przejęcia przez tę firmę, a motywy te są z kolei zakorzenione w strategii korporacyjnej i długoterminowych planach przedsiębiorstwa. Jeżeli przejęcie jest jedynie częścią strategii dywersyfikacji, a zakupiona firma będzie mogła kontynuować swoje działania w większości niezależnie, wtedy wartość podana na podstawie kapitalizowanych przychodów będzie odpowiednia. W tym przypadku należałoby przede wszystkim zbadać bieżące i przewidywane przychody przejmowanej firmy w celu upewnienia się co do ich wiarygodności i podstawy w postaci solidnych praktyk księgowych – oraz że nie miały miejsca żadne zabiegi służące podniesieniu dochodów ujmowanych w bilansie kosztem długoterminowej kondycji finansowej firmy<sup>11</sup>.

## Zakończenie

Reasumując zasadniczym źródłem finansowania majątku przedsiębiorstwa są jego kapitały własne pochodzące ze źródeł zewnętrznych (udziały właścicieli kapitału) oraz wewnętrznych (zysk pozostawiony do dyspozycji firmy). Zyskowność kapitałów własnych może być zwiększona dzięki racjonalnemu wykorzystywaniu obcych kapitałów, jeżeli ich koszt (stopa odsetek) jest niższy od stopy zyskowności majątku. Wówczas zyskowność kapitałów własnych zwiększa się w miarę udziału obcych kapitałów w finansowaniu majątku. Rosnąca skala wykorzystania obcych kapitałów powoduje jednak wzrost ryzyka finansowego, które może

<sup>9</sup> A. Dyduch, Z. Wydymus, *Struktura kapitału a wartość przedsiębiorstwa*, Kraków 2002, s. 60-61.

<sup>10</sup> N. Grzenkiewicz, J. Kowalczyk, A. Kusak, Z. Podgórski, *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstwa*, Warszawa 2007, s. 34-45.

<sup>11</sup> A. Rzerzycka, *Wartość przedsiębiorstwa, jej istota i znaczenie, Wartość przedsiębiorstwa i metody jej wyznaczenia*, Gdańsk 2007, s.5-11.

prowadzić do nadmiernego wzrostu kosztów finansowych oraz do utraty płynności finansowej. Wynika stąd konieczność kształtowania optymalnej struktury kapitałów firmy w sposób zapewniający maksymalizację stopy zyskowności własnych kapitałów ale przy utrzymaniu granic z góry określonego ryzyka finansowego, uznawanego na rozsądne, tj. nie zagrażającego nadmiernie przyszłościowej egzystencji firmy. Kształtując strukturę kapitałów, trzeba także uwzględnić potrzebę przestrzegania wzajemnych jej związków ze strukturą majątku. W szczególności wartość majątku trwałego powinna być w pełni pokryta kapitałami stałymi (własnymi oraz długoterminowymi zobowiązaniami), z nadwyżką służącą częściowemu finansowaniu majątku obrotowego. Niezbędne jest również prowadzenie polityki kształtowania i podziału zysku w sposób zapewniający co najmniej utrzymanie realnej wartości kapitałów własnych, umożliwiających uniknięcie ich deprecjacji powodowanej inflacją. Możliwość racjonalnego kształtowania struktury kapitałów firmy zależy od tego czy zachowuje ona odpowiednią elastyczność finansową (tj. praktyczną możliwość wyboru źródeł finansowa.). To zaś z kolei uwarunkowane jest przestrzeganiem przez firmę zasady terminowego regulowania bieżących i przyszłych zobowiązań<sup>12</sup>.

## Literatura

1. Bień B., *Zarządzania finansami przedsiębiorstwa*, Warszawa 2000.
2. Czekaj J., Dreszer Z., *Zarządzania finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii*, Warszawa 2001.
3. Dyduch A., Wydymus Z., *Struktura kapitału a wartość przedsiębiorstwa*, Kraków 2002.
4. Grzenkiewicz N., Kowalczyk J., Kusak A., Podgórski Z., *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania UW, Warszawa 2007.
5. Jerzemowska M., *Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie*, Warszawa 2006.
6. Rzerzycka A., *Wartość przedsiębiorstwa, jej istota i znaczenie, Wartość przedsiębiorstwa i metody jej wyznaczenia*, Gdańsk 2007.
7. Szczęsna-Urbaniak A., *Wpływ struktury kapitału na wartość przedsiębiorstwa*. Instytut Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2007.

## CAPITAL STRUCTURE AND ORGANIZATION OF AN ENTERPRISE AND ITS MARKET VALUE

### Summary

For companies operating in the global economy, functioning on the basis of existing economic assumptions on equities becomes increasingly difficult. The main source of financing of business assets is shareholders (external sources) and profit remaining in the company (internal sources). Changing market conditions may lead to increased production costs. This imposes on financial managers the need for optimisation of the capital structure of a company. On one hand, they must seek to maximize the profitability of their equity, on the other hand should maintain the level of financial risk within the

---

<sup>12</sup> B. Bień, *Zarządzania finansami przedsiębiorstwa*, Warszawa 2000, s.194.

limits considered to be reasonable, that is not jeopardizing the functioning of the company in the future.

**Keywords:** value of the company, valuation of the company capital, company's capital structure

dr Michał Igielski  
Akademia Morska w Gdyni  
ul. Morska 81-87, 81-255 Gdynia  
e-mail: [igielski@am.gdynia.pl](mailto:igielski@am.gdynia.pl)