

Kształtowanie struktury kapitału w opinii przedsiębiorców

Wprowadzenie

Transformacja systemowa zapoczątkowana w 1989 r. i przemiany organizacyjne z nią związane wymusiły na przedsiębiorcach sektora rolnego podjęcie decyzji dotyczących dostosowania do warunków gospodarki rynkowej. Powołanie do życia Agencji Własności Rolnej Skarbu Państwa oraz zagospodarowanie majątku byłych państwowych gospodarstw rolnych (pgr) [4; 5] zmieniło ówczesną organizację w strukturach przedsiębiorstw rolniczych. Przejawiający aktywność dyrektorzy b. pgr, kierownicy zakładów podejmowali się prowadzenia przedsiębiorstw rolniczych w formie spółek dzierżawiących grunty Skarbu Państwa, gospodarstw administrowanych, czy jednoosobowych spółek Agencji.

Celem artykułu jest zaprezentowanie poglądów dyrektorów przedsiębiorstw rolniczych, którzy odnieśli sukces gospodarczy (7 respondentów) oraz takich, którzy ponieśli porażkę (2 respondentów) na zagadnienie kształtowania struktury kapitału. Dobór przedsiębiorstw do badań został dokonany w trzyetapowym postępowaniu:

- I. Podstawową zbiorowość stanowiły gospodarstwa z „Rankingu 300”, obejmującego populację za lata 1994–1999, o zróżnicowanej liczbie gospodarstw (od 200 w 1994 r. do 467 w 1997 r.)
- II. Z grupy gospodarstw biorących udział w „Rankingu 300” wyłoniono jednolitą grupę, wyodrębnioną z jednostek nieprzerwanie biorących udział we wszystkich badanych latach (105 przedsiębiorstw).
- III. Po dokonaniu kwantyfikacji gospodarstw na grupy typologiczne wg kondycji finansowej (na podstawie syntetycznego wskaźnika oceny kondycji finansowej, wielowymiarowej analizy Altmana oraz poziomu rentowności działalności gospodarczej) szczegółowe badania przeprowadzono w wyselekcjonowanej grupie przedsiębiorstw dzierżawionych, osiągających najlepsze – 7 (możliwość identyfikacji czynników warunkujących sukces) i najgorsze – 2 (możliwość identyfikacji czynników warunkujących porażkę) wyniki ekonomiczne. Na podstawie autorskiego kwestionariusza wywiadu badania przeprowadzono w 2001 r.

Charakterystyka badanych przedsiębiorstw

W tabeli 1 zaprezentowano wybrane wskaźniki charakteryzujące kondycję finansową przedsiębiorstw zidentyfikowanych jako najlepsze (PS) oraz tych, które zostały określone jako najgorsze (PP).

Tabela 1

Wybrane wskaźniki charakteryzujące badane przedsiębiorstwa

Wyszczególnienie	Lata									
	1995		1996		1997		1998		1999	
	PS	PP	PS	PP	PS	PP	PS	PP	PS	PP
Udział majątku trwałego w aktywach ogółem [%]	60,9	19,9	54,8	13,1	52,4	36,4	56,5	36,4	56,2	53,6
Udział kapitałów własnych w pasywach ogółem [%]	72,0	11,8	60,0	37,2	60,4	30,2	65,3	30,2	66,8	22,6
Zatrudnienie na 100 ha UR	7,78	4,17	7,84	4,55	8,56	4,60	8,26	5,37	7,49	4,48
Udział wynagrodzeń w kosztach [%]	18,5	18,7	19,1	22,2	18,6	19,6	19,7	26,7	25,8	26,9
Zysk na 1 ha UR [zł/ha]	0,58	0,19	3,58	0,90	0,73	0,08	0,09	-0,25	0,70	-0,39
Rentowność kapitałów własnych [%]	15,7	96,3	18,0	56,1	16,7	7,2	11,0	-23,8	14,2	-60,2
Wskaźnik płynności bieżącej	3,23	6,55	2,82	4,54	2,09	2,12	2,26	2,34	2,31	1,53

Źródło: Badania własne.

Sytuacja „wyjściowa” przedsiębiorstw najlepszych i najgorszych była odmienna. Jednostki zidentyfikowane jako firmy sukcesu posiadały duże wyposażenie majątkowe (średnio ok. 60%), natomiast przedsiębiorstwa w złej kondycji finansowej rozpoczynały działalność z niewielkim udziałem środków trwałych w majątku ogółem. Inna była zasobność w majątek produkcyjny. Podobnie kształtowały się relacje w zakresie finansowania działalności kapitałami własnymi. Przedsiębiorstwa sukcesu cechowały się 60–70-procentowym udziałem kapitałów własnych, natomiast jednostki najsłabsze – tylko 11-procentowym. Wymagało to współfinansowania działalności środkami obcymi i implikowało znaczne obciążenie kosztami finansowymi, co nie pozostało bez znaczenia dla osiąganych wyników finansowych. Mimo iż w przedsiębiorstwach najlepszych poziom zatrudnienia był niemal dwukrotnie wyższy niż w przedsiębiorstwach najsłabszych, to udział kosztów wynagrodzeń w kosztach ogółem był w tych jednostkach niższy. Wskazywało to na rozważne decydowanie o wysokości ponoszonych kosztów. Wysoki poziom rentowności w przedsiębiorstwach najgorszych w latach 1995–1996 był skutkiem niskiego udziału kapitałów własnych w pasywach. Odnosząc wypracowany wynik finansowy do 1 ha UR, we

wszystkich rozpatrywanych latach przedsiębiorstwa sukcesu miały wyższy jego poziom. W latach 1998–1999 jednostki zidentyfikowane jako najłabsze poniosły stratę finansową, uszczuplając dodatkowo poziom kapitałów własnych. Systematycznie też zmniejszał się poziom płynności finansowej w tych jednostkach, co utrudniało współpracę z kontrahentami.

Proces decyzyjny i system celów

Istotne znaczenie dla kondycji finansowej przedsiębiorstwa mają wyspecyfikowane przez kierownictwo cele. Przeprowadzone badania potwierdziły teorię prezentowaną przez Ziętare, iż rolnicy realizują nie tylko jeden cel w postaci maksymalizacji dochodu, lecz kilka celów jednocześnie. Ponadto cele te mają bardzo konkretny charakter (np. powiększenie przedsiębiorstwa), natomiast to, co dotychczas uznawano za cel (maksymalizacja dochodów), powinno się postrzegać jako środek do realizacji celów [6]. W tabeli 2 zaprezentowano cele, które pragnie zrealizować kierownictwo w przebadanej grupie przedsiębiorstw.

Tabela 2

Cele, które chce osiągnąć kierownictwo

Cele, do których realizacji dąży kierownictwo	Liczba wskazań	
	ogółem	w tym PP ¹
Utrzymanie przedsiębiorstwa w sprawności finansowej	5	1
Rozwijanie przedsiębiorstwa, zdobycie pozycji lidera	5	2
Wykupienie przedmiotu dzierżawy	4	1
Maksymalizowanie wyniku finansowego	2	–
Utrzymanie miejsca pracy	1	–
Przekazanie przedsiębiorstwa dzieciom	1	1

Źródło: Badania własne.

Wszyscy przedsiębiorcy zaprezentowali swoją hierarchię celów (wskazali na kilka celów, które chcieliby zrealizować jednocześnie lub stopniowo). Spośród najczęściej wymienianych można wyróżnić: utrzymanie przedsiębiorstwa w sprawności finansowej oraz rozwijanie przedsiębiorstwa, podjęcie próby zdobycia pozycji lidera na rynku lokalnym lub krajowym (po 5 wskazania). Respondenci, którzy nie byli właścicielami przedsiębiorstw bądź wykupili tylko pewną ich część, dążyli do wykupienia przedmiotu dzierżawy (4 wskazania). Tylko 2 osoby deklarowały dążenie do maksymalizowania wyniku finansowego. Jeden z przedsiębiorców planował przekazać gospodarstwo dzieciom, a celem działalności innego było utrzymanie miejsca pracy dla siebie i współpra-

¹PP – przedsiębiorstwa zidentyfikowane jako najgorsze, które poniosły porażkę.

owników (była to spółdzielnia produkcyjna). Deklarowany system celów nie był czynnikiem różnicującym przedsiębiorstwa najlepsze i najgorsze.

Interesujące zjawisko zaobserwowano w kwestii podejmowania decyzji finansowych² w badanych przedsiębiorstwach (tab. 3). Wszyscy przedsiębiorcy deklarowali, iż poszczególne decyzje podejmowały odpowiednie organy spółek, zgodnie z ich statutowymi uprawnieniami. W rzeczywistości jednak w większości przypadków (6 wskazań) sprowadzało się to do kierowania przedsiębiorstwem „z jednej ręki”. W dwóch przypadkach zaznaczono, iż decyzje podejmował wyłącznie właściciel, a w trzech przypadkach stwierdzono, iż rygorystycznie przestrzegano i pilnowano, aby określony rodzaj decyzji został podjęty w sposób sformalizowany przez uprawniony do tego organ spółki. Tylko w przedsiębiorstwach najsłabszych jedynym organem zarządzającym był prezes (lub właściciel).

Tabela 3

Podjęcie decyzji finansowych w przedsiębiorstwie

Kto podejmuje decyzje finansowe w przedsiębiorstwie?	Liczba wskazań	
	ogółem	w tym PP
Organy jednostki – zgodnie ze statutowymi uprawnieniami	7	–
Prezes (właściciel z „jednej ręki”)	2	2

Źródło: Badania własne.

Niezależnie od uprawnień decyzyjnych, we wszystkich jednostkach przed podjęciem decyzji finansowych deklarowano przeprowadzanie konsultacji wewnątrz przedsiębiorstwa z osobami na stanowiskach kierowniczych (tab. 4). Większość przedsiębiorców korzystała z kredytów bankowych, stąd konsultowano decyzje finansowe z pracownikami banku (8 wskazań), natomiast w jednym przypadku nie podejmowano dyskusji na tematy finansowe firmy z osobami spoza przedsiębiorstwa.

Tabela 4

Konsultacje w zakresie decyzji finansowych w przedsiębiorstwie

Z kim konsultowane są decyzje finansowe w przedsiębiorstwie?	Liczba wskazań	
	ogółem	w tym PP
Wewnątrz przedsiębiorstwa z osobami na stanowiskach kierowniczych	9	2
Z pracownikami banku	8	2
Inne	2	1
Brak konsultacji poza przedsiębiorstwem	1	–

Źródło: Badania własne.

²Decyzje finansowe – poszukiwanie najtańszych źródeł finansowania i najbardziej efektywnych możliwości inwestycyjnych [1].

W dwóch jednostkach deklarowano podejmowanie konsultacji innego rodzaju: z osobami wnoszącymi kapitał do spółki (a nie będącymi udziałowcami – 1 wskazanie) oraz z pracownikami AWRSP, którzy z racji wykorzystywania przez przedsiębiorstwo kredytu na wykup majątku okołodzierżawnego znali sytuację finansową jednostki (1 wskazanie). Nie zauważono różnic w tym zakresie między przedsiębiorstwami najlepszymi i najgorszymi.

Kształtowanie struktury kapitału i koszt kapitału własnego

Podejście kierownictwa przedsiębiorstw do problematyki struktury kapitału było skutkiem zwracania szczególnej uwagi na określony rodzaj decyzji (tab. 5). Połowa przedsiębiorców uznawała za najważniejsze w przedsiębiorstwie rolniczym decyzje produkcyjne. Uznano, iż efekty finansowe pozostają jedynie skutkiem procesu produkcyjnego i nie należało przywiązywać do nich szczególnej wagi. Wśród 1/3 respondentów panowało przekonanie, iż zarówno decyzje finansowe, jak i produkcyjne są bardzo ważne i należy traktować je równoważnie. Tylko jeden przedsiębiorca uznał, iż priorytetowo należało traktować decyzje finansowe, gdyż są one najważniejsze dla sprawnego funkcjonowania przedsiębiorstwa. W przedsiębiorstwach, które poniosły porażkę jednoznacznie wskazywano na to, iż decyzje produkcyjne są jedynymi i najważniejszymi, na których należy się skupiać. Mógł być to jeden z powodów tego, iż jednostki te znalazły się w trudnej sytuacji finansowej. Niedostrzeżenie istotności decyzji finansowych przy 70–90-procentowym zadłużeniu mogło spowodować pominięcie kosztów finansowych w procesie bieżącego zarządzania i skutkować pogorszeniem płynności finansowej.

Tabela 5
Istota decyzji podejmowanych w przedsiębiorstwie

Które decyzje podejmowane w przedsiębiorstwie traktowane są priorytetowo?	Liczba wskazań	
	ogółem	w tym PP
Decyzje produkcyjne	5	2
Równoważnie decyzje finansowe i produkcyjne	3	–
Decyzje finansowe	1	–

Źródło: Badania własne.

Powszechnie panująca opinia, iż najkorzystniejszym sposobem finansowania działalności jest dominujący udział kapitałów własnych, znalazła potwierdzenie w przeprowadzonych badaniach. W opinii przedsiębiorców (tab. 6) preferowanym źródłem finansowania działalności przedsiębiorstwa były kapitały własne. Siedmiu respondentów dążyło do systematycznego powiększania udziału kapitałów własnych w strukturze pasywów lub zyczyliby sobie takiego

wzrostu. W dwóch przypadkach wskazano na kredyty długoterminowe jako najkorzystniejsze źródło finansowania działalności. Sytuacja ta dotyczyła dwóch prężnie rozwijających się przedsiębiorstw, utrzymujących współpracę z kontrahentami z zagranicy. Inne było ustosunkowanie się tychże kierowników do hierarchii kapitału własnego. W jednym przypadku był on postrzegany jako drugie po kredycie długoterminowym źródło finansowania działalności (tu zaobserwowano dbałość o zachowanie wysokiego poziomu kapitałów stałych). W drugim przypadku kapitał własny był postrzegany jako najmniej istotne źródło finansowania działalności (a dyrektor był przekonany, iż było to najdroższe źródło finansowania spośród pasywów). Przedsiębiorcy chętnie korzystali z kredytów krótkoterminowych (preferencyjnych), postrzegając je jako tanie i ważne źródło wspomagania działalności (4 osoby uznały to za drugie po kapitale własnym, a 3 jako trzecie źródło współfinansowania działalności). Dość dużą wagę przywiązywano do kredytów długoterminowych, ale wyłącznie preferencyjnych³ (3 osoby uznały to za drugie po kapitale własnym, a 3 jako trzecie źródło finansowania działalności). Prezesi, którzy za najważniejsze w hierarchii pasywów uznali kredyty długoterminowe, dopuszczali możliwość wspomagania działalności kredytami komercyjnymi. Było to jednak obwarowane kilkoma wymogami. Podstawą podjęcia decyzji o wykorzystaniu kredytu komercyjnego było „posiadanie” pomysłu pozwalającego na znalezienie niszy rynkowej i uzyskanie wysokiej stopy zwrotu. Stosunkowo ważnym źródłem zasilenia kapitałowego dla trzech przedsiębiorców okazało się dokonywanie zakupów z odroczonym terminem płatności (zobowiązania wobec dostawców dóbr i usług – III miejsce w hierarchii). W tym przypadku kredyt kupiecki był pożądanym w przedsiębiorstwie. Prezesi przedsiębiorstw najsłabszych preferowali finansowanie działalności kapitałami własnymi, gdyż to źródło finansowania kojarzyło się ze stabilizacją i z bezpieczeństwem finansowym. Dążyli więc do zwiększania poziomu kapitału własnego w kolejnych latach (poza okresem, gdy została wygenerowana strata). Kredyty zaciągali niechętnie, jednak zbyt mały poziom kapitałów własnych zmuszał ich do posilkowania się środkami obcymi.

³Przed wszystkim wskazywano na kredyt z AWRSP na wykup majątku okolodzierzawnego.

Tabela 6

Najkorzystniejszy (preferowany przez kierownictwo) sposób finansowania działalności w przedsiębiorstwie

Jaki sposób finansowania można uznać za najkorzystniejszy?	Miejsce w hierarchii (od najważniejszego – I do najmniej istotnego – IV)							
	I		II		III		IV	
Liczba wskazań	O	PP	O	PP	O	PP	O	PP
	Kapitał własny	7	2	1	–	–	–	1
Kredyt długoterminowy	2	–	3	1	2	1	1	–
Kredyt krótkoterminowy	–	–	4	1	2	1	2	–
Inne	–	–	–	–	3	–	–	–

Źródło: Badania własne.

W tabeli 7 zaprezentowano opinie przedsiębiorców na temat dopuszczalnego poziomu zadłużenia firmy. Potwierdzono ostrożność decyzji w zakresie posiłkowania się obcymi środkami finansowymi. Najprostszym do określenia przez respondentów wskaźnikiem zadłużenia okazał się udział zadłużenia ogółem w wartości majątku ogółem⁴. Trzech dyrektorów uznało, iż wskaźnik ten nie powinien przekraczać 20%, aby zostało zachowane bezpieczeństwo finansowe jednostki. Dwóch przedsiębiorców skłaniało się do uznania za bezpieczne zadłużenie przedsiębiorstwa do 50% wartości majątku ogółem. Dwóch prezesów, którzy preferowali wykorzystywanie w firmie kredytów było skłonnych do zadłużenia przedsiębiorstw powyżej 50%. Jednocześnie trzy osoby stwierdziły, że udział zadłużenia długoterminowego w majątku ogółem nie może przekraczać 20%. Dwóch respondentów skłonnych do podejmowania ryzyka finansowego zadłużyłoby swoje firmy kredytami długoterminowymi powyżej 50% ich wartości księgowej. Jednocześnie ci sami prezesi uznali, iż wartość długu ogółem mogłaby przekraczać 50% wartości zysku netto (nawet do 90–100% jego wartości). Ze względu na relatywnie niski poziom rentowności sektora rolnego poziom zadłużenia ogółem nie powinien przekraczać 20% wartości sprzedaży ogółem. W przeciwnym razie nastąpiłby wzrost ryzyka prowadzonej działalności, co mogłoby zachwiać stabilną pozycją przedsiębiorstwa (1 wskazanie). Dążąc do maksymalizacji poziomu kapitałów własnych, w przedsiębiorstwach najstarszych dopuszczano 50-procentowe zadłużenie, a w swych opiniach nie odbiegano od poglądów pozostałych przedsiębiorców.

Mimo zdecydowania w zakresie istotności kapitałów własnych i ich dominującego znaczenia w hierarchii pasywów, dużą wagę przywiązywano do kredytów. Kredyty postrzegane były jako środek realizacji wizji przedsiębiorstwa (5 wskazań). W dwóch jednostkach kredyt traktowany był jako konieczność, aby utrzymać się na rynku, nie zaś jako środek wspomagający rozwój firmy.

⁴Wartość księgowa aktywów z bilansu przedsiębiorstwa.

Jeden z przedsiębiorców uznał, iż kredyt w danej sytuacji rynkowej to utopia. W przypadku przedsiębiorstwa zadłużonego wobec AWRSP na poziomie blisko 50%, pozyskanie dodatkowego kredytu przy 2–4% rentowności nie byłoby możliwe. W jednym przypadku kredyt postrzegany był jako niepotrzebny koszt i pętla na szyję przedsiębiorcy. Była to jednak opinia dyrektora o wyraźnej awersji do jakiegokolwiek formy zadłużenia. Trudna sytuacja finansowa przedsiębiorstw najstarszych powodowała, iż kredyt nie był utożsamiany jako środek do realizacji wizji przedsiębiorstwa, ale jako konieczność oraz ostatnia deska ratunku. Omówione zależności zaprezentowano w tabeli 8.

Tabela 7

Dopuszczalny poziom zadłużenia przedsiębiorstwa

Jaki jest dopuszczalny poziom zadłużenia przedsiębiorstwa?	Liczba wskazań	
	ogółem	w tym PP
Udział zadłużenia ogółem w wartości majątku ogółem [%]		
≤ 20	3	1
20–50	2	1
≥ 50	2	–
Udział zadłużenia ogółem w wartości zysku netto [%]		
≤ 20	–	–
20–50	–	–
≥ 50	2	2

Źródło: Badania własne.

Tabela 8

Postrzeganie kredytów w przedsiębiorstwie

Czym dla kierownictwa jest kredyt?	Liczba wskazań	
	ogółem	w tym PP
Środkiem realizacji wizji przedsiębiorstwa	5	–
Koniecznością, aby utrzymać się na rynku	2	1
Inne	2	1

Źródło: Badania własne.

Teoria M&M, zwracająca uwagę na kategorię kosztu kapitału własnego [2; 3] została potwierdzona przez praktyków (tab. 9). Spośród zarządzających przedsiębiorstwami rolniczymi ośmiu wskazywało na istnienie kategorii kosztu kapitału własnego (w tym obydwaj przedsiębiorcy z firm najstarszych). Jeden przedsiębiorca zdecydowanie przeciwstawił się funkcjonowaniu takiego pojęcia. Te stwierdzenia były całkowicie zgodne z postrzeganiem i oceną ryzyka angażowania kapitałów własnych w działalność rolniczą. Postrzeganie kategorii kosztu kapitału własnego przez kierownictwo przedsiębiorstw miało charakter intuicyjny, oparty na wieloletnich doświadczeniach.

Mimo postrzegania występowania ceny (kosztu) kapitału własnego, nie wszyscy przedsiębiorcy szacowali jego wartość (tab. 10). Najczęściej wskazywano, iż koszt kapitału własnego powinien zostać określony przez poziom oprocentowania lokat terminowych o podobnym terminie zapadalności (5 wskazań). Jeden z przedsiębiorców szacował koszt kapitału własnego na poziomie oprocentowania kredytów bankowych. Jeden z respondentów uznał, iż podstawę szacowania kosztu kapitału własnego powinno stanowić wydzielenie części mobilnej majątku przedsiębiorstwa i części, której nie można spieniężyć. Dopiero od wartości części mobilnego majątku można byłoby wyliczyć koszt kapitału własnego, przyjmując za podstawę poziom oprocentowania lokat bankowych skorygowanych o stawkę podatku dochodowego. Dwóch przedsiębiorców nie potrafiło przybliżyć tej wartości, a postrzeganie kategorii kosztu kapitału własnego miało charakter intuicyjny (w tym jeden z przedsiębiorców najsłabszych).

Tabela 9
Postrzeganie kosztu kapitału własnego

Czy kapitał własny kosztuje?	Liczba wskazań	
	ogółem	w tym PP
Tak	8	2
Nie	1	–

Źródło: Badania własne.

Tabela 10
Szacowanie kosztu kapitału własnego w przedsiębiorstwie

Jak wysoko można oszacować koszt zaangażowania kapitałów własnych?	Liczba wskazań	
	ogółem	w tym PP
Poziom oprocentowania lokat bankowych	5	1
Poziom oprocentowania kredytów	1	–
Inne	3	1

Źródło: Badania własne.

Mniej zdecydowanie wypowiedziano się na temat konieczności włączenia kosztu kapitału własnego do rachunku zysków i strat, aby móc obliczyć zysk przedsiębiorcy (tab. 11). Trzech przedsiębiorców widziało potrzebę sformalizowanego uwzględnienia kategorii kosztu kapitału własnego w rachunku wyników i wyspecyfikowania kategorii zysku przedsiębiorcy. Również trzech przedsiębiorców zdecydowanie przeciwstawiło się wprowadzeniu kosztu kapitału własnego do rachunku, twierdząc, iż byłoby to zbyt skomplikowane i zacięłoby obraz kalkulacji, zwłaszcza ze względu na brak jednoznacznej możliwości precyzyjnego oszacowania kosztu kapitału własnego. Kolejnych trzech respondentów nie miało zdania na ten temat.

Tabela 11

Włączenie kosztu kapitału własnego do rachunku zysków i strat

Czy należałoby włączyć koszt kapitału własnego do rachunku zysków i strat?	Liczba wskazań	
	ogółem	w tym PP
Tak	3	1
Nie	3	–
Nie wiem	3	1

Źródło: Badania własne.

Ograniczone zasoby kapitału własnego spowodowały konieczność poszukiwania alternatywnych źródeł kapitału poza przedsiębiorstwem (tab. 12). Najczęściej możliwości zwiększenia zasobności przedsiębiorstwa w kapitał postrzegano przez redukcję ryzyka związanego z działalnością gospodarczą (6 wskazań). Jednocześnie zasadnicze znaczenie przypisywano maksymalizacji zysku netto⁵ (5 wskazań). W przypadku przedsiębiorstw będących płatnikami podatku dochodowego (3 jednostki) dostrzegano korzyści związane z powstawaniem zjawiska „tarczy podatkowej”, które powodowało zmniejszenie kosztów kapitału po uwzględnieniu opodatkowania. W dwóch przypadkach korzystano z zasilenia kapitałowego w postaci leasingu, jednak zrezygnowano z tej formy wspomagania finansowego ze względu na duże koszty, jakie ze sobą niosła. W jednym przedsiębiorstwie zawarto umowę faktoringową, pozyskując w ten sposób dodatkowo kapitał na działalność gospodarczą, jednak z powodu bardzo wysokich kosztów (wyższych niż w przypadku leasingu) nie kontynuowano tego sposobu finansowania, a ponadto nie zakładano powrotu do tego źródła kapitału.

Tabela 12

Alternatywne źródła kapitału w przedsiębiorstwie

Czy poza tradycyjnymi poszukiwane są nowe źródła kapitałów?	Liczba wskazań	
	ogółem	w tym PP
Redukcja ryzyka związanego z działalnością przedsiębiorstwa	6	–
Maksymalizacja wyniku finansowego ⁶	5	–
Minimalizacja kapitału po uwzględnieniu opodatkowania	3	1
Leasing	2	1
Factoring	1	1
Minimalizacja kosztów przedstawicielstwa	1	–
Inne	5	1

Źródło: Badania własne.

⁵Traktując większy poziom pozostawionego w przedsiębiorstwie zysku netto jako dodatkowe źródło zasilenia kapitałowego.

⁶Rozumiane, jako dążenie do maksymalizowania wyniku finansowego i powiększania z tego źródła kapitałów własnych.

Również w jednym przypadku za alternatywne źródło kapitału uznano minimalizację kosztów przedstawicielstwa. Ponadto wymieniano: poszukiwanie najkorzystniejszych źródeł zbytu, unikanie powielania błędów, zwiększenie wydajności pracy, utrzymanie stałej struktury produkcji. Reasumując można stwierdzić, iż kierownicy przedsiębiorstw wydzielili trzy grupy alternatywnych źródeł kapitału. W pierwszym przypadku była to maksymalizacja uzyskiwanych efektów, w drugim minimalizacja ponoszonych kosztów, a w trzecim pozyskiwanie gotowych, dostępnych środków (różne formy kredytowania). Ze względu na brak możliwości zawierania umów kontraktacyjnych i ponoszone straty finansowe w przedsiębiorstwach najsłabszych pominięto dwa najczęściej wskazywane przez przedsiębiorców alternatywne źródła kapitału.

Poszukiwanie alternatywnych źródeł kapitału wiązało się bezpośrednio z postrzeganiem ograniczonych źródeł przyrostu kapitału w przedsiębiorstwie (tab. 13). Podstawowym źródłem przyrostu kapitału w przedsiębiorstwie był zysk netto (9 wskazań). Dodatkowo możliwość zasilenia kapitałowego przedsiębiorstwa dopatrywano się w kredytach (4 wskazania) oraz w przypadku wzrostu skali produkcji (2 wskazania). Nie ograniczano się jednak tylko do najbardziej oczywistych źródeł przyrostu kapitału. Ważne okazało się również zwiększanie jakości wytwarzanej produkcji oraz wydajności. Źródła przyrostu kapitału upatrywano w aktywnym zarządzaniu wolnymi środkami pieniężnymi oraz w odpisach amortyzacyjnych. W tym przypadku deklaracje wszystkich przedsiębiorców były podobne i nie stwierdzono różnic w przypadku jednostek najsłabszych i najlepszych.

Tabela 13

Źródła przyrostu kapitału w przedsiębiorstwie

Jaką minimalną stopę zwrotu muszą przynosić inwestycje?	Liczba wskazań	
	ogółem	w tym PP
Zysk netto	9	2
Kredyty	4	1
Wzrost skali produkcji	2	1
Inne	4	1

Źródło: Badania własne.

Z punktu widzenia możliwości rozwoju przedsiębiorstwa ważnym zagadnieniem było postrzeganie czynników wzrostu wartości jednostki przez kierownictwo (tab. 14). Najważniejszym czynnikiem wzrostu było tempo wzrostu sprzedaży (I miejsce w hierarchii – 6 wskazań). Drugim, najczęściej wskazywanym czynnikiem wzrostu była marża zysku (II miejsce w hierarchii – 6 wskazań), bezpośrednio związana z poziomem sprzedaży. Za najważniejszy z czynników wzrostu wartości przedsiębiorstwa uznano również tempo wzrostu zainwestowanego kapitału oraz „god-will” (I miejsce w hierarchii po I wskazaniu). Poza tempem zainwestowanego kapitału (miejsce w hierarchii I–III,

7 wskazań) pozostałe czynniki, jak stawka podatku dochodowego, struktura i koszt kapitału, długość okresu zwrotu i „good-will” były rzadziej postrzegane jako istotne z punktu widzenia możliwości zwiększenia wartości przedsiębiorstwa. W przypadku jednostek najstarszych kluczowe było tempo wzrostu sprzedaży, a dla jednego z przedsiębiorców również marża zysku operacyjnego. Niepokojące wydaje się mniejsze deklarowane znaczenie „good-will” (we wszystkich jednostkach). Pogłębiony wywiad pozwolił jednak na stwierdzenie, iż wszyscy przedsiębiorcy przywiązywali duże znaczenie do tego czynnika, nie identyfikując go jednak jako elementu zwiększającego wartość przedsiębiorstwa.

Tabela 14

Podstawowe czynniki wzrostu wartości przedsiębiorstwa

Proszę uszeregować podstawowe czynniki wzrostu wartości przedsiębiorstwa od najważniejszego do najmniej istotnego	Miejsce w hierarchii (od najważniejszego – I do najmniej istotnego – VI)											
	I		II		III		IV		V		VI	
Liczba wskazań	O	PP	O	PP	O	PP	O	PP	O	PP	O	PP
	Tempo wzrostu sprzedaży	6	2	1	–	1	–	–	–	–	–	–
Marża zysku operacyjnego	1	–	6	1	–	–	–	–	–	–	–	–
Stawka podatku dochodowego	–	–	–	–	–	–	1	–	1	–	–	–
Tempo wzrostu zainwestowanego kapitału	1	–	2	1	4	–	1	1	–	–	–	–
Struktura i koszt kapitału	–	–	–	–	1	–	2	–	–	–	1	–
Długość okresu zwrotu	–	–	–	–	2	2	3	–	2	–	–	–
Good-will	1	–	–	–	1	–	–	–	2	1	2	–

Źródło: Badania własne.

Podsumowanie i wnioski

1. Przedsiębiorcy realizują kilka celów uszeregowanych w hierarchię jednocześnie, niezależnie od sytuacji finansowej.
2. Preferowano zarządzanie przedsiębiorstwem „z jednej ręki”, konsultując decyzje z osobami na stanowiskach kierowniczych wewnątrz przedsiębiorstwa, priorytetowo traktując decyzje produkcyjne, szczególnie w firmach najstarszych.
3. Najważniejszym źródłem finansowania działalności był kapitał własny. W dwóch przypadkach pręźnie rozwijających się przedsiębiorstw (współpracujących z kontrahentami z zagranicy) chętnie współfinansowano działalność kredytami.
4. Najczęściej postulowanym, dopuszczalnym poziomem zadłużenia było nieprzekraczanie 50% środków obcych w strukturze pasywów.

5. Kredyt postrzegany był w dwojaki sposób: dla 5 respondentów był środkiem pomagającym zrealizować wizję przedsiębiorstwa, jednak dla 4 był koniecznością i niepotrzebnym kosztem (zwłaszcza dla jednostek w trudnej sytuacji finansowej).
6. Praktycy potwierdzili założenia teorii M&M, zakładającej istnienie kategorii kapitału własnego i wycenili ten koszt na poziomie oprocentowania lokat bankowych (5 respondentów), nie włączając go do rachunku wyników. Potwierdzenie teorii M&M miało charakter intuicyjny.
7. Alternatywnych źródeł kapitału poszukiwano przez redukcję ryzyka związanego z działalnością przedsiębiorstwa, co przejawiało się współpracą z kontrahentami na lokalnym rynku. W przedsiębiorstwach najstarszych całkowicie pominięto ten aspekt działalności.
8. Podstawowymi czynnikami wzrostu wartości przedsiębiorstwa były tempo wzrostu sprzedaży oraz marża zysku operacyjnego, niezależnie od kondycji jednostki.

Bibliografia

1. DULINIEC A., 1998: *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
2. MODIGLIANI F., MILLER M.H., 1958: The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. [in:] *The American Economic Review* nr 3/1958 (June).
3. MODIGLIANI F., MILLER M.H., 1963: Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction [in:] *The American Economic Review* nr 3/1963 (June).
4. Ustawa z dn. 19 X 1991 r. „O gospodarowaniu nieruchomościami rolnymi Skarbu Państwa i o zmianie niektórych ustaw”. Dziennik Ustaw nr 107/1991.
5. Ustawa z dn. 29 XII 1993 r. „O zmianie ustawy o gospodarowaniu nieruchomościami rolnymi Skarbu Państwa oraz o zmianie niektórych ustaw”. Dziennik Ustaw nr 1/1994.
6. ZIĘTARA W., 1998: *Ekonomika i organizacja przedsiębiorstwa rolniczego* – podręcznik dla uczniów i nauczycieli średnich szkół rolniczych, Fundacja Programów Pomocy dla Rolnictwa, Centrum Informacji Menadżera, Warszawa.

Formation of Capital Structure in Entrepreneurs' Opinions

Abstract

The paper releases the opinions on different aspects dealing with the managing the structure of capital, which were presented by directors of those agricultural enterprises that have been identified either as recording the success (7 firms) or failure (2 firms).

The results of the study indicate that theories developed by Modigliani and Miller have been confirmed in the business activity.