

Zbigniew Kurylek

Wyższa Szkoła Bankowa we Wrocławiu

Teorie hierarchii źródeł finansowania w finansowaniu hybrydowym przedsiębiorstw

Streszczenie. Artykuł nawiązuje do teorii dotyczących źródeł finansowania, uwzględniając finansowanie hybrydowe. Istota tego ujęcia polega na oderwaniu od klasycznego podziału kapitałów w przedsiębiorstwie na rzecz formy mieszanej. Zatem struktura kapitału stanowić może podstawę wyboru kolejności wykorzystania źródeł kapitału, wpływa na wartość przedsiębiorstwa i możliwość jego ekspansji.

Słowa kluczowe: struktura kapitału, hierarchia źródeł finansowania, finansowanie hybrydowe

Wprowadzenie

Głównym celem artykułu jest zaprezentowanie teorii hierarchii źródeł finansowania i nawiązanie na tym fundamencie do finansowania hybrydowego. Istotą jest odejście od powszechnie przyjętego podziału na kapitał własny i kapitał obcy. Aktualnie w rzeczywistości gospodarczej powstają i rozwijają się formy mieszane. Z tego powodu kluczowe jest określenie, z jakich źródeł finansowania i w jakiej kolejności przedsiębiorstwa mogą korzystać. Dlatego wartością nadrzędną jest przedstawienie dotychczas znanej i stosowanej teorii w połączeniu z nowym podejściem do źródeł kapitału.

Rozpatrując je w przedsiębiorstwie, należy wziąć pod uwagę aspekt struktury kapitału i wpływu tego elementu na wartość firmy. Istotnym elementem jest zatem

strategia dotycząca wyboru kapitału. Przedstawia ona udział kapitału własnego i kapitału obcego oprocentowanego. Struktura ta wpływa ponadto na rynkową wartość przedsiębiorstwa. Zastanowić się należy, czy istnieje taka struktura kapitału, przy której wartość firmy jest najwyższa.

1. Teorie struktury kapitału

Istnieje kilka znaczących teorii dotyczących struktury kapitału:

1. **Stacyczna teoria substytucji**, autorstwa F. Modiglianiego i M. Millera (teoria MM). Zakłada ona, że każde przedsiębiorstwo wyznaczyć może własną optymalną strukturę kapitałową. Działania firmy powinny zdążać do jej osiągnięcia. Podkreślić przy tym należy, że jest to pogodzenie korzyści, które pojawiają się w wyniku zaciągnięcia oprocentowanego długu z możliwościami jego wykorzystania, a także wadami w postaci zwiększonego ryzyka upadłości czy wyższych kosztów związanych z mogącymi się ewentualnie pojawić trudnościami ze spłatą zobowiązań. Teoria wykluczała uznanie za wartościowe dla firmy kształtowanie struktury kapitałowej zależnej od sytuacji w firmie. W momencie, kiedy korzysta się z kapitału obcego oprocentowanego wpływać może to na decyzje podejmowane przez menedżerów. Zakładano możliwość korzystania z długu głównie przez relatywnie duże przedsiębiorstwa, które cechowało ograniczone ryzyko operacyjne.

Ważnym zagadnieniem jest określenie dążenia do wyznaczonej struktury kapitałowej. Wykres 1 obrazuje, czy przedsiębiorstwa dążą do określonej struktury kapitałowej. W Stanach Zjednoczonych struktura kapitałowa firm ustalana jest jako cel elastyczny, natomiast aż 34% działających na rynku podmiotów dąży do osiągnięcia ściśle określonej struktury kapitałowej. Warto zauważyć, że niemal co piąte przedsiębiorstwo nie ma celu związanego ze strukturą kapitału¹.

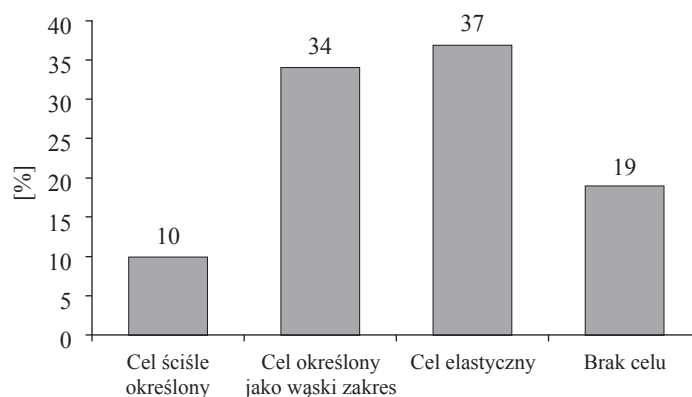
W porównaniu do Stanów Zjednoczonych warto przyjrzeć się polityce obejmującej strukturę kapitału realizowanej w Europie. Istotne jest, że aż 65% przedsiębiorstw we Francji nie zmierza do wyznaczonej struktury kapitału, a w Wielkiej Brytanii dotyczy to 50% przedsiębiorstw. Elastyczny cel najczęściej wyznaczany jest w Niemczech.

Zatem liczba firm z elastycznym celem jest porównywalna na obu kontynentach, natomiast, co zdumiewa, koncepcja dotycząca braku wyznaczonej struktury kapitału dotyczy firm funkcjonujących w Europie. Większą wagę do tego elementu przywiązuje się w Stanach Zjednoczonych.

Modigliani i Miller stworzyli dwa twierdzenia odnoszące się do gospodarki bez podatków:

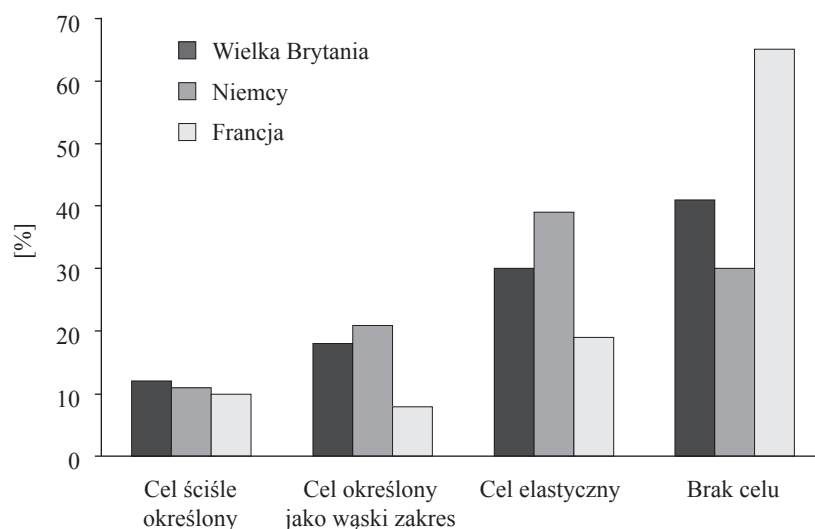
¹ *Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa*, red. M. Panfil, Difin, wyd. 2, Warszawa 2011, s. 70.

Wykres 1. Polityka docelowej struktury kapitału przedsiębiorstw w Stanach Zjednoczonych



Źródło: *Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa*, red. M. Panfil, wyd. 2, Warszawa 2011, s. 71.

Wykres 2. Polityka docelowej struktury kapitału w Europie



Źródło: *Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa*, red. M. Panfil, Difin, wyd. 2, Warszawa 2011, s. 72.

Twierdzenie 1. Kiedy rozpatrujemy działalność na rynku doskonałym, wtedy wartość firmy nie zależy od struktury jej kapitału. Inaczej mówiąc, nie ma znaczenia, czy przedsiębiorstwo wspomaga się długiem, czy też nie. Twierdzenie dotyczy takich firm, które mają podobny profil działalności i ich wynik operacyjny jest taki sam. Różnią się w głównej mierze pod względem struktury kapitałowej.

Jeżeli rozpatrywać będziemy dwa przedsiębiorstwa, w których struktura kapitałowa w pierwszym będzie w stosunku 30% kapitału własnego i 70% kapitału obcego, a w drugim odwrotna, czyli 70% kapitału własnego i 30% kapitału obcego, to sumując środki, otrzymamy taką samą wielkość kapitału. Tym samym, wielkość wypracowanego zysku będzie identyczna, dlatego też zgodnie z teorią MM, nie powinno się uwzględniać struktury kapitału. Autorzy twierdzenia uzasadniają swoją tezę na podstawie istnienia arbitrażu rynkowego. Mianowicie, jeżeli wartość porównywanych przedsiębiorstw była różna, to inwestorzy sprzedaliby akcje przewartościowane, a kupiliby akcje niedowartościowane. Spowodowałoby to wyrównanie wartości przedsiębiorstw i średnioważonego kosztu kapitału. Dlatego w takich zestawieniach nie powinno się uwzględniać kosztu kapitału.

Twierdzenie 2. Koszt kapitału w przedsiębiorstwie, które korzysta z długu jest taki sam jak w przedsiębiorstwie, które z kredytu nie korzysta, ale jest też powiększone o premie za ryzyko finansowe. Im więcej będzie kapitału obcego w portfelu firmy, tym bardziej będzie rósł koszt tego kapitału. Zwiększanie ilości długu powoduje wzrost oczekiwań dotyczących zysku przypadającego na akcję. Jednak zwiększa się także ryzyko działalności podmiotu gospodarczego, dlatego wartość firmy nie rośnie. Tłumaczyć można to tym, że wzrost dochodu jest równoważony stopą dyskontową, która służący do osiągnięcia tego dochodu. Mimo zmiany struktury kapitału cena akcji i wartość firmy nie ulegają zmianie. Odmienna struktura kapitałowa może wpłynąć na stopę zwrotu, której domagać się będą inwestorzy, natomiast nie wpłynie na wartość firmy².

Kontynuując swoje rozważania, Modigliani i Miller stworzyli twierdzenie uwzględniające opodatkowanie zysku przedsiębiorstw. Wcześniej nie uwzględniono korzyści płynących z możliwości obniżania podstawy opodatkowania o odsetki płacone od zaciągniętego długu. W ten sposób generowany jest dodatkowy zysk w stosunku do przedsiębiorstw, które nie korzystają z długu.

Twierdzenie 1. Wartość przedsiębiorstwa finansującego się długiem jest wyższa – o wartość tarczy podatkowej, wynikającej z tytułu oprocentowania długu – niż wartość przedsiębiorstwa, które nie korzysta z kredytu.

Twierdzenie 2. Koszt kapitału własnego przedsiębiorstwa finansującego się długiem jest powiększony o premię za ryzyko finansowe uwzględniające zadłużenie przedsiębiorstwa i stopę opodatkowania w stosunku do przedsiębiorstwa, które nie wspiera się długiem. Wzrost premii za ryzyko uzależniony jest od stopnia zadłużenia. Z drugiej strony, balansowany jest przez korzyści wynikające z opodatkowania. Odnosząc się do kosztu kapitału w tym twierdzeniu, będzie on mała wraz ze wzrostem zadłużenia. Efekt tarczy podatkowej relatywnie obniża koszt kapitału obcego.

² W. Dębski, *Teoretyczne i praktyczne aspekty zarządzania finansami przedsiębiorstwa*, WN PWN, Warszawa 2005, s. 414.

Właściwą konkluzją dotyczącą modelu MM uznającego podatki, które uiszczane są przez firmy, jest następujące spostrzeżenie: wzrost zadłużenia powoduje wzrost wartości przedsiębiorstwa i kosztu kapitału własnego. Równocześnie maleje średnioważony koszt kapitału całkowitego. Uzasadnieniem tego jest mechanizm neutralizowania wzrostu kosztu kapitału własnego, a nawet pojawiająca się dodatkowa korzyść, która wynika ze zwiększonego udziału długu. Koszt kapitału obcego jest stały i mniejszy od kosztu kapitału własnego. Wynika to z faktu, że wzrost udziału długu w kapitale całkowitym powoduje wzrost korzyści dotyczących opodatkowania i obniżkę kosztu kapitału³.

2. **Teoria porządku dziobania** – stworzyli ją S. Myers i N. Majluf na podstawie dorobku H. Lelanda i D. Pyle'a oraz S. Rossa. Teoria ta związana jest ze sposobem podejmowania decyzji inwestycyjnych, a właściwie sposobem wyboru finansowania inwestycji. Okazuje się, że w pierwszej kolejności korzysta się z kapitału wewnętrznego, następnie z zewnętrznego kapitału obcego, a w ostatniej kolejności – z zewnętrznego kapitału własnego. Wartościowanie to połączone jest z kosztem kapitału i decyzjami inwestycyjnymi. Jeżeli przedsiębiorstwo pragnie się rozwijać, to rynek przyjmuje entuzjastycznie informację o zaciąganiu długu. Może wskazywać na niechęć do dzielenia się przyszłymi zyskami z inwestorami. Emisja nowych akcji może – zgodnie z tą teorią – zostać odebrana pesymistycznie. Inwestorzy będą sądzić, że istnieje chęć rozłożenia ewentualnych przyszłych strat na udziałowców. Należy uzupełnić tę teorię o asymetrię informacyjną, która może wpływać na strukturę kapitału. W sytuacji kiedy firma może podjąć projekty opłacalne, czyli takie, których wartość bieżąca netto (NPV) jest dodatnia, a rynek może o tym nie wiedzieć, trzeba rozważyć wykorzystanie zysku zatrzymanego lub kapitału obcego. Przedsiębiorstwo raczej nie zdecyduje się na emisję akcji ze względu na ewentualne zniżanie cen akcji, bo rynek ze względu na asymetrię informacyjną może nie wiedzieć o danym projekcie i nie zostanie to ujęte w cenie akcji. Emisja nowych akcji musiałaby nastąpić wówczas po niekorzystnej dla firmy cenie, co pozwoliłoby pozyskać z rynku mniej środków. Teoria porządku dziobania uwzględnia elastyczność finansowania i posiadanie możliwości zaciągania zobowiązań na dodatkowe środki na rentowne projekty, które nie zostały ujawnione. Ważne jest, aby przedsiębiorstwo posiadało rezerwową zdolność kredytową na jeszcze nie rozpoczęte inwestycje.

3. **Teoria problemów pełnomocnictwa stworzona przez M. Jensena.** Zgodnie z tą teorią wykorzystanie kapitału obcego jest właściwą decyzją i ma na celu pozbawienie zarządzających możliwości dysponowania wolnymi przepływami pieniężnymi. W innym wypadku może to doprowadzić do niewłaściwego wykorzystania posiadanego kapitału. Zaciągnięty dług wpływa motywująco na menedżerów i pozbawia ich dostępu do wolnych środków pieniężnych, które

³ Ibidem, s. 417.

mogłyby zostać wykorzystane w niepożądany sposób. Teoria Jensena dotyczy przede wszystkim przedsiębiorstw rozwiniętych, jednak, co ważne, nie uwzględnia, tak jak teoria MM, wpływu nadmiernego zadłużenia. W ten sposób ogranicza się elastyczność finansowania.

4. **Teoria H. DeAngelo i L. DeAngelo** podejmuje problemy struktury kapitału, ale uwzględnia także wypłaty dla udziałowców jako czynnik podejmowania właściwych decyzji finansowych. Teoria ta jest połączeniem koncepcji porządku dziobania, stawiającej na elastyczność finansowania oraz teorii problemów pełnomocnictwa, zakładającej brak pozostawiania do dyspozycji menedżerów wolnych środków pieniężnych. Elastyczność finansowa danej firmy wg teorii H i L. DeAngelo utrzymywana jest za pomocą posiadania niewielkiej ilości kapitału obcego w strukturze kapitału, natomiast niski poziom środków pieniężnych realizuje się poprzez wypłaty dla udziałowców. W ewentualnej przyszłej trudnej sytuacji rynkowej możliwe będzie wykorzystanie elastyczności finansowania i pozyskanie kapitału obcego, bądź kapitału własnego z nowej emisji. Poprzez stałe wypłaty dla udziałowców w momencie kryzysu na rynkach i panującej awersji do ryzyka będzie możliwe pozyskanie wystarczających środków wynikających z zaufania udziałowców w stosunku do przedsiębiorstwa. Teoria H. i L. DeAngelo różni się od teorii porządku dziobania tym, że po wyczerpaniu możliwości rozdysponowania zysku zatrzymanego rozważa się wykorzystanie zarówno kapitału obcego, jak i zewnętrznego kapitału własnego w zależności od tego, które źródło zapewnia bardziej korzystne wyniki⁴.

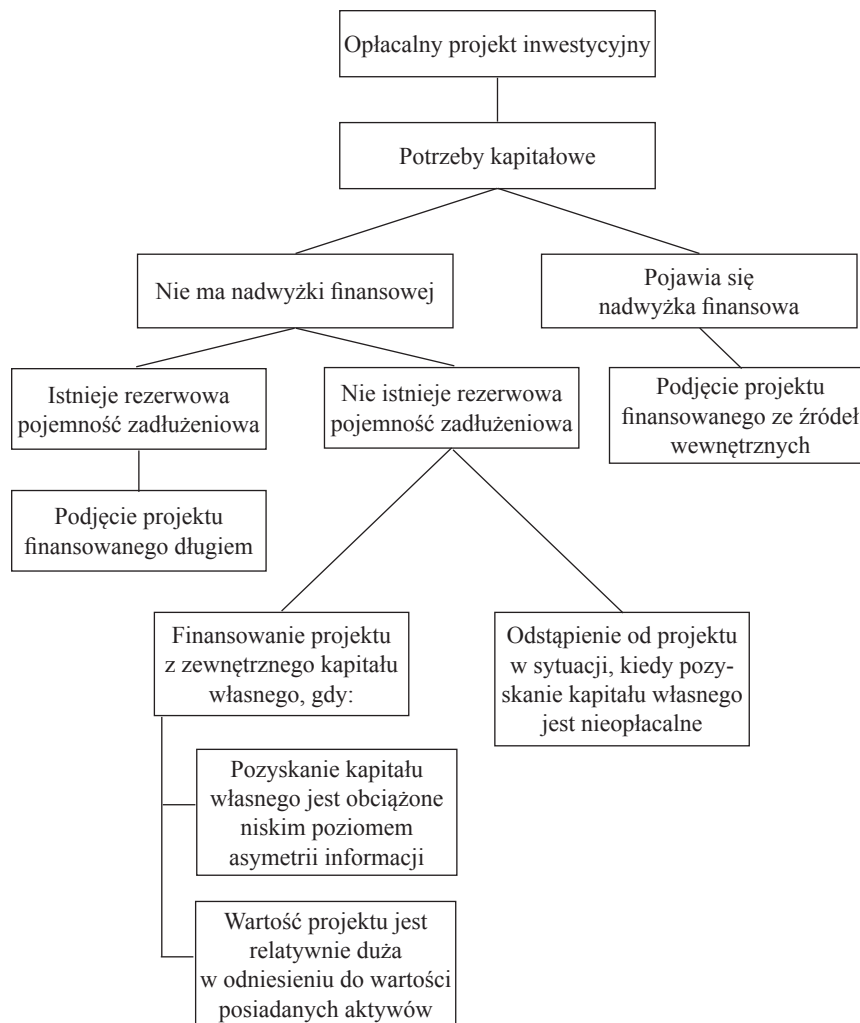
Istotnym zagadnieniem w teorii hierarchii źródeł finansowania jest sposób podejmowania decyzji (rys. 1). Zgłaszane potrzeby kapitałowe na zasilenie realizacji opłacalnego projektu uzależnione są od tego, czy przedsiębiorstwo posiada wolne przepływy pieniężne. Jeśli ich nie ma, to wtedy należy rozpatrywać poziom rezerwowej pojemności zadłużeniowej. W zależności od sytuacji projekt finansuje się kapitałem obcym bądź kapitałem własnym. Kiedy natomiast pojawia się nadwyżka finansowa w firmie, wykorzystuje się ją na realizację inwestycji.

Struktura kapitału uzależniona jest od krótko- i długoterminowych celów przedsiębiorstwa, takich jak⁵:

- minimalizacja kosztów,
- zmniejszanie ryzyka działalności,
- minimalizacja kosztu kapitału,
- utrzymanie płynności finansowej.

⁴ Ibidem, s. 420.

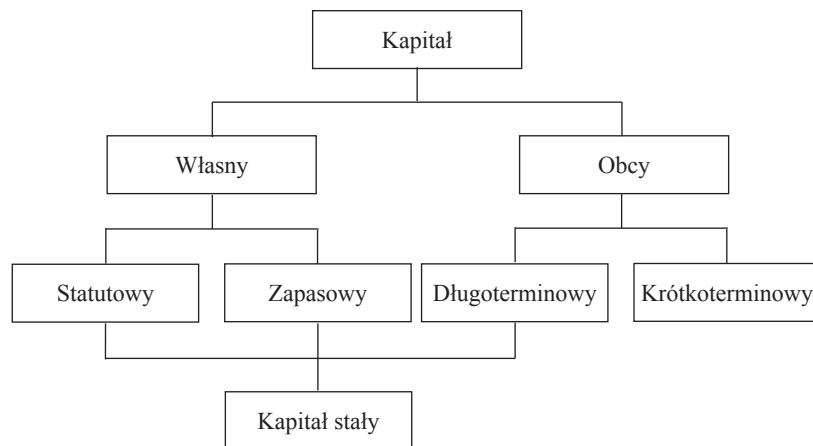
⁵ D. Dziawgo, A. Zawadzki, *Finanse przedsiębiorstwa*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2011, s. 185.



Rysunek 1. Sposoby podejmowania decyzji finansowych według teorii hierarchii źródeł finansowania
 Źródło: E. Chojnacka, *Struktura kapitału spółek akcyjnych w Polsce w świetle teorii hierarchii źródeł finansowania*, CeDeWu, Warszawa 2012, s. 77.

2. Finansowanie hybrydowe

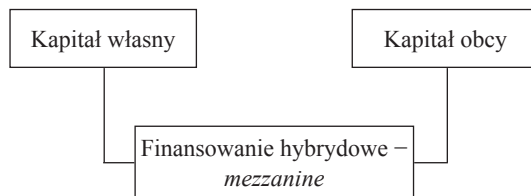
Znaczącym punktem odniesienia w nowoczesnych finansach może być finansowanie hybrydowe – *mezzanine*. Dotychczasowe teorie dotyczyły rozgraniczenia kapitału na własny i obcy (rys. 2). Aktualnie istnieje forma mieszana finansowania inwestycji (rys. 3), umożliwiającą bardziej elastyczne pozyskanie kapitału na rozwój spółki.



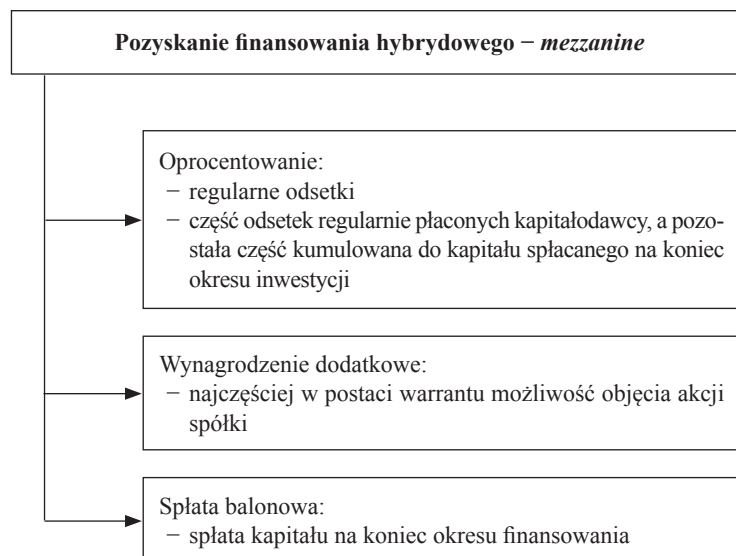
Rysunek 2. Elementy składowe kapitału firmy ze względu na źródło pochodzenia
 Źródło: W. Bień, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, wyd. 8, Difin, Warszawa 2008, s. 153.

Zatem kluczowe jest przedstawienie sposobu funkcjonowania nowoczesnego finansowania, jakim niewątpliwie jest *mezzanine* (rys. 4).

Cechą wyróżniającą opisywany system hybrydowy jest z pewnością struktura finansowania. Jej forma ma na celu ułatwienie działalności i najbardziej efektywne wykorzystanie pozyskanych środków. Oprocentowanie może składać się z regularnych odsetek lub ich podziału i dostosowania do aktualnych możliwości firmy. Zatem w zależności od ustaleń – odsetki mogą być płacone regularnie w całości lub tylko w określonej części, a pozostałe doliczone zostaną do kwoty wymaganej po zakończeniu inwestycji. Finansowanie hybrydowe, które nie wymaga zabezpieczeń, jak w przypadku standardowego finansowania bankowego, jest długiem podporządkowanym. Spłata opiera się w znacznym stopniu na generowanych przepływach pieniężnych. Dlatego przedsiębiorstwo powinno znajdować się na wyższym stopniu w cyklu rozwoju. Pomijając oprocentowanie, elementem dodatkowym dla kapitałodawcy będzie możliwość uzyskania niewielkiej puli akcji



Rysunek 3. Miejsce finansowania hybrydowego w strukturze kapitału
 Źródło: opracowanie własne.



Rysunek 4. Ogólny schemat finansowania hybrydowego

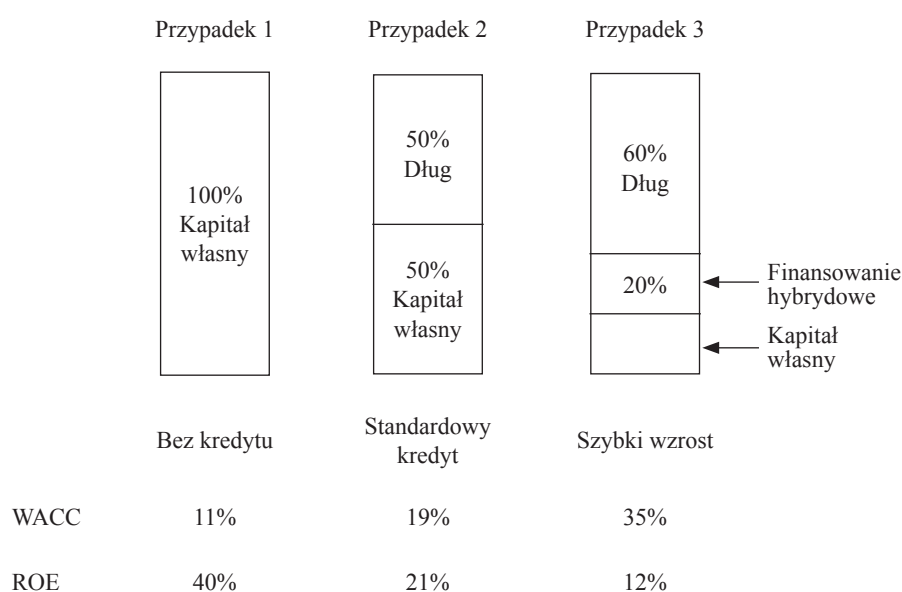
Źródło: opracowanie własne.

spółki. Istnieje możliwość objęcia kilku procent udziałów. Dzięki temu nie następuje rozwodnienie kapitału, zatem struktura właścicielska niemal nie ulega zmianie. Sprzyja to kontynuacji przyjętej strategii i ścieżki rozwoju. Element końcowy to spłata kapitału na koniec inwestycji, po osiągnięciu wzrostu firmy. W takiej sytuacji następuje spłata balonowa, czyli uiszczenie kwoty zaciągniętego kapitału i ewentualnych odsetek, które były częściowo akumulowane – w zależności od przyjętych ustaleń przed podjęciem decyzji o zaangażowaniu kapitału.

3. Struktura kapitału a wartość przedsiębiorstwa

Sposób wykorzystania finansowania hybrydowego najlepiej zobrazuje następujący przykład (rys. 5). Inwestor chcący nabyć przedsiębiorstwo o wartości 20 mln USD, wystąpiłby o około 10 mln USD kredytu. Bank jednak musiałby obniżyć wnioskowaną kwotę do 7,5 mln USD. W związku z tym inwestorowi pozostałby do uzyskania kapitał równy 12,5 mln USD. Z powodu takiej sytuacji inwestor *mezzanine* mógłby przeznaczyć 5 mln USD na dofinansowanie spółki. Uzupełnienie o partię *mezzanine* powoduje, że bank część tę traktuje jako kapitał własny, a ponadto ryzyko całej operacji zostaje rozdzielone również na inwestora *mezzanine*. Dzięki temu bank może podjąć decyzję o udzieleniu kredytu

w wysokości 10 mln USD. Cały zgromadzony kapitał wynosi już 15 mln USD. W związku z tym wymagany kapitał własny to już tylko 5 mln USD. Taki sposób finansowania powoduje bardzo duże zmniejszenie zapotrzebowania na kapitał własny, w tym przypadku z wymaganej na początku kwoty 12,5 mln USD do 5 mln USD⁶. Zatem średnioważony koszt kapitału (WACC) i rentowność kapitałów własnych (ROE) kształtują się w odmienny sposób. W trzecim przypadku (rys. 5), uwzględniającym finansowanie hybrydowe, znacznej aprecjacji uległ średni ważony koszt kapitału (WACC), natomiast ROE uległ deprecjacji.

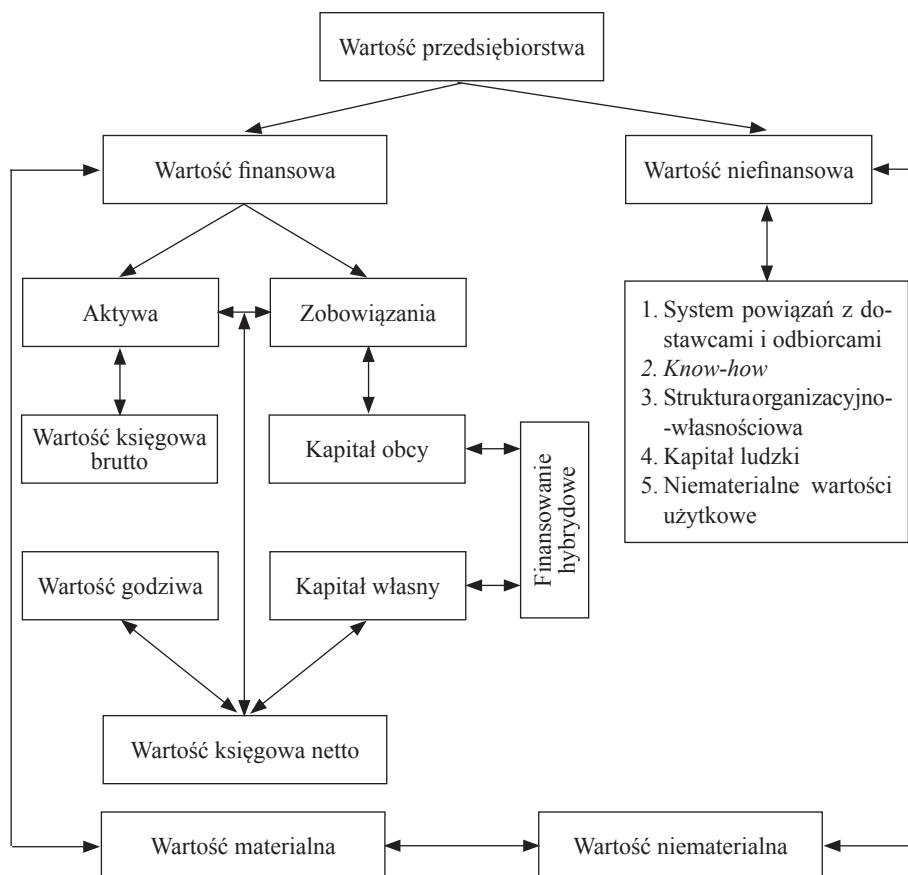


Rysunek 5. Porównanie zmian struktury kapitału z WACC i ROE

Źródło: D. Vaitkunas, *Mezzanine Finance*, Bond Capital Mezzanine Inc., czerwiec 2010, s. 6, www.bondcapital.ca.

Dostrzec można silną zależność struktury kapitału i jej wpływu na realizowaną strategię, a także na przyszłą efektywność, co łączy się także z wartością przedsiębiorstwa. Im szybszy rozwój dzięki utrzymywaniu zróżnicowanej struktury kapitału, tym wyraźniejsze odzwierciedlenie powinno to znaleźć w wartości przedsiębiorstwa. Na wartość podmiotu gospodarczego wpływają różne czynniki, ale zauważyć należy przede wszystkim wpływ struktury kapitału na wartość finansową (rys. 6).

⁶ D. Vaitkunas, *Mezzanine Finance*, Bond Capital Mezzanine Inc., s. 5, www.bondcapital.ca. [15.06.2010].



Rysunek 6. Powiązania elementów finansowych i niefinansowych kształtujących wartość przedsiębiorstwa

Źródło: opracowanie na podstawie J. Ostaszewski, T. Cicirko, K. Kreczmańska-Gigoł, P. Russel, *Finanse spółki akcyjnej*, Difin, Warszawa 2007, s. 25.

Podsumowanie

Na strukturę kapitału danej firmy oraz jego wielkość wpływa bardzo wiele czynników. Do głównych z nich zaliczyć można⁷:

- 1) rodzaj działalności przedsiębiorstwa
- 2) rodzaj branży,
- 3) skalę prowadzonej działalności,

⁷ K. Janasz, W. Janasz, J. Wiśniewska, *Zarządzanie kapitałem w przedsiębiorstwie*, Difin, Warszawa 2007, s. 35.

- 4) długość cyklu produkcyjnego,
- 5) politykę firmy w kwestii strategii inwestowania w majątek,
- 6) efektywność wykorzystania zasobów kapitałowych,
- 7) sposób i metody wyceny kapitału.

Zawsze należy szczegółowo przeanalizować, w jakim stopniu można korzystać z kapitału własnego, a w jakim z kapitału obcego.

Dla kształtowania struktury kapitału szczególnie istotne znaczenie mają relacje⁸:

- kapitału stałego do majątku trwałego,
- długu długoterminowego do kapitału stałego.

Wszystkie klasyczne teorie finansów przedsiębiorstw klasyfikowały, kiedy i w jaki sposób można wybrać konkretne źródło finansowania. Nie uwzględniały jednak podejścia nowoczesnego, które obejmuje finansowanie hybrydowe. We współczesnej gospodarce kluczowe wydaje się być dążenie do coraz szybszej ekspansji przedsiębiorstw. Zatem spółki decydują się na podjęcie inwestycji, na które nie posiadają wystarczającej ilości kapitału, tworząc luki kapitałowe. Warto podkreślić znaczenie możliwości wykorzystania mechanizmu *mezzanine* jako elementu stanowiącego uzupełnienie, bądź całość finansowania inwestycyjnego. Jakże istotne są słowa: „Proces inwestowania obejmuje decyzje inwestycyjne, podczas których formułuje się niezbędne potrzeby w zakresie struktury majątku przedsięwzięcia oraz decyzje finansowe, określające źródła finansowania tych potrzeb”⁹.

Wybór odpowiedniej struktury kapitału, dostosowanej do przyszłych planów firmy, ma bardzo istotne znaczenie i jest podstawą tempa dalszego rozwoju. Finansowanie hybrydowe może zapewnić dynamiczny rozwój i dostarczyć kapitału o wielkości niezbędnej do podjęcia niemal każdej inwestycji. Nie jest to klasyfikowane jako źródło tzw. pierwszego wyboru, ale może stanowić alternatywę długu oprocentowanego. Wyłącznie szczegółowe określenie takich podstaw finansowania działalności podmiotu gospodarczego może warunkować długoterminowe planowanie i skutecznie oddziaływać na przyrost osiągniętych wyników. Zwieńczeniem tych wszystkich elementów będzie udana inwestycja danej firmy, a także przyszły rozwój i wzrost jej wartości.

Literatura

Blanke-Lawniczak K., Bartkiewicz P., Szczepański M., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw*, Wyd. Politechniki Poznańskiej, Poznań 2007.

⁸ K. Blanke-Lawniczak, P. Bartkiewicz, M. Szczepański, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw*, Politechnika Poznańska, Poznań 2007, s. 56.

⁹ J. Pawłowski, *Wybrane metody oceny efektywności finansowej przedsięwzięć gospodarczych*, Uniwersytet Łódzki, Łódź 2007, s. 149.

- Chojnacka E., *Struktura kapitału spółek akcyjnych w Polsce w świetle teorii hierarchii źródeł finansowania*, CeDeWu, Warszawa 2012.
- Dębski W., *Teoretyczne i praktyczne aspekty zarządzania finansami przedsiębiorstwa*, WN PWN, Warszawa 2005.
- Dziawgo D., Zawadzki A., *Finanse przedsiębiorstwa*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2011.
- Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa*, red. M. Panfil, Difin, wyd. 2, Warszawa 2011.
- Janasz K., Janasz W., Wiśniewska J., *Zarządzanie kapitałem w przedsiębiorstwie*, Difin, Warszawa 2007.
- Ostaszewski J., Cikirko T., Kreczmańska-Gigol K., Russel P., *Finanse spółki akcyjnej*, Difin, Warszawa 2007.
- Pawłowski J., *Wybrane metody oceny efektywności finansowej przedsięwzięć gospodarczych*, Uniwersytet Łódzki, Łódź 2007.
- Vaitkunas D., *Mezzanine Finance*, Bond Capital Mezzanine Inc., s. 5, www.bondcapital.ca. [15.06.2010].

Hierarchy theories of capital sources in hybrid financing

Summary. The article contains a relation between the hierarchy of capital sources and hybrid financing, a modern form of a corporate fast growth. The axiom is a classic theory of capital sources and the main part explains why a hybrid form could expand classic theories. What is more, hybrid financing could be a basis to choose a structure of capital which will be the most convenient to a firm. It also could have a huge impact on the firm value and development opportunities.

Key words: capital structure, hierarchy of capital structure, hybrid financing