

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

Nr 412

Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka

Redaktorzy naukowi

Adam Kopiński

Paweł Kowalik



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2015

Redakcja wydawnicza: Aleksandra Śliwka
Redakcja techniczna: Barbara Łopusiewicz
Korekta: Justyna Mroczkowska
Łamanie: Beata Mazur
Projekt okładki: Beata Dębska

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania
znajdują się na stronach internetowych
www.pracnaukowe.ue.wroc.pl
www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Publikacja udostępniona na licencji Creative Commons
Uznanie autorstwa-Użycie niekomercyjne-Bez utworów zależnych 3.0 Polska
(CC BY-NC-ND 3.0 PL)



© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2015

ISSN 1899-3192
e-ISSN 2392-0041

ISBN 978-83-7695-568-1

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Zamówienia na opublikowane prace należy składać na adres:
Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
ul. Komandorska 118/120, 53-345 Wrocław
tel./fax 71 36 80 602; e-mail: econbook@ue.wroc.pl
www.ksiegarnia.ue.wroc.pl

Druk i oprawa: TOTEM

Spis treści

Wstęp	9
Andrzej Babiartz: Zorganizowana część przedsiębiorstwa z branży gier komputerowych jako wkład do nowej spółki z udziałem funduszu VC (Organized part of a company from the computer games industry as a contribution to the new venture).....	11
Krystyna Brzozowska: Znaczenie Europejskiego Banku Inwestycyjnego w rozwoju partnerstwa publiczno-prywatnego w Europie (A role of the European Investment Bank in European PPP development).....	24
Elżbieta Drogosz-Zabłocka, Agnieszka Kopańska: Partnerstwo publiczno-prywatne – analiza korzyści dla interesu publicznego w przypadku wykorzystania w szkolnictwie zawodowym w Polsce (Public Private Partnership – value for money in case of vocational education in Poland)	35
Krzysztof Dziadek: Zarządzanie finansami projektów unijnych w świetle badań empirycznych (Financial management of projects co-financed from the EU in the light of empirical research).....	46
Anna Feruś: Wykorzystanie nowych modeli kapitalizacji do oceny spłaty kredytu przy równych ratach kapitałowo-odsetkowych na przykładzie Banku Pekao SA (Use of new models of capitalization for the evaluation of the credit equal installments of capital and interest on the example of Bank PEKAO S.A.)	56
Piotr Figura: Zróżnicowanie płynności finansowej w zależności od wielkości przedsiębiorstwa (Diversity of financial liquidity depending on the size of an enterprise)	66
Iwona Gorzeń-Mitka: Gender differences in risk management. Small and medium sized enterprise perspective (Różnice w zarządzaniu ryzykiem ze względu na płeć. Perspektywa małych i średnich przedsiębiorstw).....	80
Joanna Hady, Małgorzata Leśniowska-Gontarz: Analiza wydatków na ochronę zdrowia a kondycja zdrowotna polskiego społeczeństwa (Expenditures on healthcare system against health condition of Polish society)...	90
Dagmara Hajdys: System wsparcia partnerstwa publiczno-prywatnego w Polsce na tle systemów wybranych państw Unii Europejskiej (Poland's PPP support system as juxtaposed with the systems operating in selected countries)	106
Jacek Kalinowski: The impact of the use of funding sources for targeted research projects on the accounting system of research institutes in Poland	

– the results and analysis of the survey (Wpływ wykorzystania źródeł finansowania celowych projektów badawczych na system rachunkowości w instytutach badawczych w Polsce – wyniki i analiza badań ankietowych)	118
Paweł Kowalik: Kryzys finansowo-gospodarczy a stan finansów publicznych nowych krajów członkowskich UE (Financial and economic crisis vs. the condition of public finances in new Member States of the EU).....	134
Paweł Kowalik, Małgorzata Kwiedorowicz-Andrzejewska: Poziome wyrównanie dochodów w Polsce na przykładzie Dolnego Śląska (Model of horizontal equalization in Poland – example of Lower Silesian Voivodeship)	144
Justyna Kujawska: Wydatki na opiekę zdrowotną a efekty zdrowotne – analiza porównawcza krajów europejskich metodą DEA (Health care expenditures vs. health effects – comparative analysis of European countries by DEA method)	156
Agnieszka Kuś, Magdalena Pawlik: Wykorzystanie modelu regresji wielorakiej do określenia czynników kształtujących poziom kapitału obrotowego w przedsiębiorstwach przemysłowych (The application of multiple regression model for determining factors shaping the level of working capital in industrial companies).....	166
Jacek Lipiec: Risk of public family firms (Ryzyko giełdowych firm rodzinnych)	185
Katarzyna Lisińska: Determinanty struktury kapitału na poziomie państwa na podstawie przeglądu literatury (Country-specific capital structure determinants. Review of the literature)	204
Tomasz Łukaszewski, Wojciech Głocko: Wpływ cen energii i systemu wsparcia na efektywność inwestycji wiatrowych w Polsce (Impact of selected instruments of energy market on wind farm efficiency in Poland).....	216
Barbara Michalak-Prymon: Zakres stosowania przez podmioty sektora bankowego dokumentu <i>Zasady ładu korporacyjnego dla instytucji nadzorowanych</i> (Implementation of corporate governance principles by the institutions supervised by the financial supervision authority).....	229
Ireneusz Miciuła: Methods for providing economic safety in business transactions in the context of currency risk (Metody zapewnienia bezpieczeństwa ekonomicznego w transakcjach biznesowych w kontekście ryzyka walutowego)	246
Magdalena Mikołajek-Gocejna: Willingness to disclose information versus investors' expectations in companies listed on the Warsaw Stock Exchange (Skłonność spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie do ujawniania informacji a oczekiwania inwestorów)	257
Dorota Starzyńska: Aktywność innowacyjna przedsiębiorstw a przynależność do sektorów przemysłu wynikająca z różnych poziomów techniki w świetle badań ankietowych (Innovation activities in manufacturing enterprises by technology levels in the light of the survey)	273

Wacława Starzyńska, Magdalena Sobocińska: Ocena konkurencyjności rynku zamówień publicznych na przykładzie oprogramowania informatycznego (Evaluation of competitiveness of public procurement market on the example of computer software)	287
Emilia Stola, Artur Stefański: The relation between the share of family enterprises in the credit portfolio and the quality of the entire bank credit portfolio and profitability of selected cooperative banks' asset (Zależność między udziałem przedsiębiorstw rodzinnych w portfelu kredytowym a jakością całego portfela kredytowego i rentownością majątku wybranych banków spółdzielczych)	296
Jarosław Szymański: Pozacenowe kryteria wyboru najkorzystniejszej oferty a nowelizacja prawa zamówień publicznych (Non-price criteria for selecting the best offer and amendment of the law on public procurement)	308
Anna Wawryszuk-Misztal: Bezpośrednie koszty emisji akcji w pierwszej ofercie publicznej na GPW w Warszawie (Direct costs of share issuance in IPO on the Warsaw Stock Exchange)	320
Paweł Wnuczak: Skuteczność rekomendacji wydawanych przez analityków giełdowych w okresach stagnacji na rynkach kapitałowych (Effectiveness of recommendations issued by stock market analysts in periods of stagnation on capital markets)	333
Magdalena Załęczna: Przestrzenne rozmieszczenie inicjatyw partnerstwa publiczno-prywatnego w Polsce (Spatial distribution of Public Private Partnership's ideas in Poland)	343
Danuta Zawadzka, Ewa Szafraniec-Siluta, Roman Ardan: Factors influencing the use of debt capital on farms (Czynniki wpływające na wykorzystanie kapitału obcego przez gospodarstwa rolne)	356

Wstęp

Działalność gospodarcza, w skali zarówno makroekonomicznej, jak i mikroekonomicznej, składa się z gospodarki realnej wytwarzającej dobra i świadczącej usługi, w której kluczową rolę odgrywa szeroko rozumiana sfera finansów, obejmująca trzy zasadnicze grupy zagadnień: racjonalnego wyboru celów jednostek (organizacji) gospodarczych w aspekcie finansowym, optymalnych źródeł ich finansowania, a także efektywnego wykorzystania zgromadzonych zasobów finansowych.

Procesy globalizacyjne, a także kryzysy polityczne i wojskowe, sytuacja gospodarcza w Unii Europejskiej spowodowana falą imigracji, załamanie w gospodarce chińskiej muszą być uwzględniane przy podejmowaniu bieżących i strategicznych decyzji finansowych. Ponadto okoliczności te przyczyniają się do powstawania niekorzystnych warunków gospodarowania przedsiębiorstw w sferze pozyskiwania kapitałów, a w skali makro mogą prowadzić do powiększania deficytu i długu publicznego. Warunki zewnętrzne i wewnętrzne wymuszają jeszcze większą koncentrację teorii i praktyki zarządzania finansami na problemach zarówno finansów publicznych, jak i finansów przedsiębiorstw. Chodzi mianowicie o takie zarządzanie finansami, które powoduje pomnażanie bogactwa właścicieli kapitału i jednocześnie prowadzi do wzrostu dobrobytu całych społeczności. Zagadnieniom tym poświęcone są artykuły opublikowane w niniejszym zeszycie Prac Naukowych. Problematyka poruszana w przedstawionych opracowaniach dotyczy między innymi następujących obszarów zarządzania finansami: pozyskiwania kapitałów przez inicjatywy partnerstwa publiczno-prywatnego, udziału *venture capital*, zarządzania finansami w jednostkach sektora publicznego, np. w służbie zdrowia, zarządzania ryzykiem w podmiotach gospodarczych, sterowania strukturą kapitału i płynnością finansową przedsiębiorstwa, finansowania działalności innowacyjnej przedsiębiorstw, oceny efektywności inwestycji w odnawialne źródła energii, finansowych aspektów zamówień publicznych, finansów sektora bankowego oraz efektywności rynku kapitałowego.

Artykuły wchodzące w skład niniejszej publikacji są związane z coroczną konferencją „Zarządzanie finansami – teoria i praktyka”, organizowaną przez Katedrę Finansów Przedsiębiorstwa i Zarządzania Wartością oraz Katedrę Finansów Publicznych i Międzynarodowych Wydziału Zarządzania, Informatyki i Finansów Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu z udziałem pracowników naukowych z najważniejszych ośrodków akademickich w Polsce, przedstawicieli praktyki gospodarczej i gości zagranicznych. Konferencja ewoluowała od wąskiego niegdyś ujęcia zarządzania finansami firm do ujęcia szerszego, którego istotą jest objęcie różnych sfer działalności gospodarczej, w których zarządzanie finansami ma duże

znaczenie. Dotyczy to finansów międzynarodowych, w tym finansów Unii Europejskiej, finansów centralnych (rządowych), finansów lokalnych (w tym jednostek samorządowych), finansów służb publicznych, jak również finansów wielu innych podmiotów gospodarczych.

Jako redaktorzy naukowci książki w imieniu autorów i własnym wyrażamy głęboką wdzięczność recenzentom – Paniom Profesor: Agacie Adamskiej, Aurelii Bielawskiej, Krystynie Brzozowskiej, Teresie Famulskiej, Małgorzacie M. Hybkiej, Wacławie Starzyńskiej, Paulinie Ucieklak-Jeż, oraz Panom Profesorom: Jerzemu Kitowskiemu, Jakubowi Marszałkowi i Jerzemu Różańskiemu – za wnikliwe recenzje i cenne uwagi, które przyczyniły się do powstania publikacji na odpowiednio wysokim poziomie naukowym.

Mamy nadzieję, że niniejsza lektura będzie inspiracją nie tylko do dalszych badań naukowych, ale również do wdrażania innowacyjnych rozwiązań w zakresie finansów zarówno w sektorze przedsiębiorstw, jak i w sektorze publicznym.

Adam Kopiński, Paweł Kowalik

Katarzyna Lisińska

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
e-mail: katarzyna.lisinska@ue.wroc.pl

**DETERMINANTY STRUKTURY KAPITAŁU
NA POZIOMIE PAŃSTWA
NA PODSTAWIE PRZEGLĄDU LITERATURY**

**COUNTRY-SPECIFIC CAPITAL STRUCTURE
DETERMINANTS. REVIEW OF THE LITERATURE**

DOI: 10.15611/pn.2015.412.16

JEL Classification: G32

Streszczenie: Celem opracowania jest przedstawienie wyników badań dotyczących finansowania przedsiębiorstw, które podejmują kwestię czynników na poziomie państwa jako determinant struktury kapitałowej. Autorka poddaje analizie wybrane prace opublikowane w ostatnich dwudziestu latach w zagranicznych czasopismach naukowych. Zaprezentowane w artykule wnioski z wielu badań empirycznych dowodzą, że czynniki na poziomie państwa (m.in. wzrost PKB, stopa inflacji oraz poziom rozwoju rynków finansowych) istotnie wpływają na udział zadłużenia w kapitale firm. Jednakże poszczególni autorzy różnią się w ocenie stopnia, w jakim struktura kapitału firm uzależniona jest od czynników na poziomie kraju. Należy zauważyć, że zaprezentowane wyniki nie wyczerpują w pełni tematu determinant struktury kapitału na poziomie państwa. Wobec tego można spodziewać się kolejnych publikacji próbujących wypełnić obecną lukę.

Słowa kluczowe: międzynarodowa struktura kapitałowa, kapitał własny, kapitał obcy, determinanty na poziomie państwa.

Summary: The aim of this paper is to overview research on corporate financing, which considers the country-level factors as determinants of capital structure. The author examines selected papers published in the last twenty years in international scientific journals. Conclusions from a number of empirical studies show that the country-level factors (e.g. GDP growth, inflation rate) significantly impact corporate leverage. At the same time there is lack of consensus among authors of individual studies, to which extent the companies' capital structure is dependent on the country-level factors.

Keywords: international capital structure, equity, debt, country-level determinants.

1. Wstęp

Kapitał to jeden z najistotniejszych czynników warunkujących prowadzenie działalności, w związku z czym przedsiębiorstwa dążą do osiągnięcia i utrzymania optymalnej w danych warunkach struktury kapitałowej, dobór źródeł finansowania przedsiębiorstw wpływa bowiem na efektywność decyzji operacyjnych i inwestycyjnych, a ostatecznie na wartość firm. Przy tym decyzje dotyczące wyboru źródeł finansowania determinowane są przez wiele czynników o charakterze mikro- i makroekonomicznym. Do czynników na poziomie przedsiębiorstw zalicza się m.in. zyskowność, wielkość spółki, udział aktywów trwałych w sumie aktywów, możliwości wzrostu przedsiębiorstwa. Z kolei wśród czynników na poziomie państwa (instytucjonalnych, makroekonomicznych) wylicza się m.in.: system prawny, rozwój rynków kapitałowych, rozwój sektora bankowego, stopę inflacji, opodatkowanie przedsiębiorstw, wzrost gospodarczy.

Celem niniejszego opracowania jest przegląd dotychczasowych badań dotyczących finansowania przedsiębiorstw w ujęciu międzynarodowym, które podejmują kwestię czynników na poziomie państwa jako determinant struktury kapitałowej. Autorka poddaje analizie wybrane prace naukowe, które zostały opublikowane w ostatnich dwudziestu latach w zagranicznych czasopismach naukowych.

2. Pojęcie struktury kapitału

W ujęciu finansowym kapitał to środki finansowe bądź zasoby powierzone przedsiębiorstwu przez inwestorów, a więc właścicieli i wierzycieli [Duliniec 2001; Gajdka 2002, za: Barowicz 2014, s. 12]. Według podstawowego kryterium podziału kapitału, tj. uprawnień właścicielskich do finansowanych aktywów, wyróżnia się kapitały własne, obce oraz hybrydowe, które stanowią formę pośrednią między kapitałami własnymi i obcymi.

Pozyskiwane przez przedsiębiorstwo fundusze tworzą strukturę kapitałową. W literaturze wyróżnić można następujące podejścia odnośnie do rozumienia terminu struktury kapitałowej:

- struktura kapitałowa tożsama ze strukturą pasywów, obejmująca wszystkie źródła finansowania,
- struktura kapitałowa jako ta część źródeł finansowania, które obejmuje kapitał własny i długoterminowy kapitał obcy,
- struktura kapitałowa obejmująca kapitały własne i kapitały obce, które pociągają za sobą koszty finansowe; ze struktury kapitałowej w tym rozumieniu wyłączone są zobowiązania z tytułu dostaw i usług, zaliczki otrzymane na dostawy, zobowiązania publicznoprawne oraz zobowiązania z tytułu wynagrodzeń [Barowicz 2014, s. 15].

3. Finansowanie przedsiębiorstw w świetle teorii

Optymalna struktura kapitału to taka, przy której wartość przedsiębiorstwa osiąga maksimum, a średni ważony koszt kapitału przyjmuje wartość minimalną. Jej poszukiwania zaowocowały sformulowaniem wielu teorii. Złożoność tego zagadnienia wynika z faktu, że wyższa wartość przedsiębiorstwa przekłada się na większe możliwości pozyskiwania tańszego kapitału obcego, a tym samym na obniżenie średniego ważonego kosztu kapitału przedsiębiorstwa. Jednakże wraz ze wzrostem udziału kapitałów obcych w strukturze kapitału ich koszt wzrasta, ponieważ dawcy kapitału uznają przedsiębiorstwo za bardziej ryzykowne [Michalski 2010, s. 143].

Wśród dorobku teoretycznego dotyczącego struktury kapitału przedsiębiorstw na uwagę zasługują przede wszystkim teoria substytucji (*trade-off theory*) oraz hierarchii źródeł finansowania firm (*pecking order theory*) [Joeveer 2006, s. 4].

Koncepcja teorii substytucji została zapoczątkowana przez F. Modiglianego i M. Millera, którzy w 1958 roku sformułowali teorię nieistotności, zwaną również modelem MM czy też teorią Modiglianego-Millera. Przy założeniu doskonałego rynku kapitałowego oraz braku opodatkowania badacze ci stwierdzili, że wartość firmy nie zależy od dźwigni finansowej, a jej średni ważony koszt kapitału nie zależy od struktury kapitału [Brigham, Gapenski 2000, s. 495]. W rozwinięciu swojej teorii uwzględnili oni opodatkowanie dochodu przedsiębiorstw i doszli do wniosku, że wykorzystanie dźwigni finansowej skutkuje wzrostem wartości firmy. Ich prace uznaje się za punkt wyjścia do dalszych rozważań dotyczących struktury i kosztu kapitału przedsiębiorstw. Stwierdzili oni, że firma w celu osiągnięcia optymalnej struktury finansowej musi zrównoważyć odsetkowe korzyści podatkowe z potencjalnymi kosztami bankructwa.

Teoria hierarchii źródeł finansowania została zapoczątkowana przez Donaldsona. W 1961 roku opublikował on pracę, w której stwierdza, że przedsiębiorstwa preferują wewnętrzne źródła finansowania (tj. z zysków zatrzymanych oraz przepływów z amortyzacji). W sytuacjach, gdy konieczne jest zewnętrzne finansowanie, w pierwszej kolejności firmy sięgają po kredyty kupieckie, następnie po kredyty bankowe lub emisję obligacji. Kolejnym źródłem finansowania mogą być instrumenty hybrydowe (np. obligacje zamienne), a dopiero w ostateczności firmy emitują akcje. Jednocześnie, według tej teorii, firmy starają się dostosowywać poziom dywidendy do przyszłych przepływów finansowych, natomiast w krótkim okresie kwoty dywidend są sztywne. Ewentualne chwilowe nadwyżki przychodów w pierwszej kolejności przeznaczane są na spłatę zadłużenia lub zakup łatwo zbywalnych papierów wartościowych.

Teorie substytucji oraz hierarchii finansowania znacznie się od siebie różnią. Pierwsza z nich preferuje finansowanie długiem w związku z wynikającymi z niego oszczędnościami podatkowymi. Z kolei teoria hierarchii źródeł finansowania jako preferowany strumień finansowania wskazuje kapitał wewnętrzny. Wprawdzie dług jest tutaj preferowany względem emisji akcji, jednakże wynika to z kalkulacji kosz-

tu alternatywnego, a nie działania tarczy podatkowej. Argumentowane jest to błędną wyceną środków zewnętrznych, która z kolei wynika z asymetrii informacji [Joeveer 2006, s. 4]. Nowi akcjonariusze, kupując akcje spółki, oczekują bowiem wyższych stóp zwrotu niż z mniej ryzykownych inwestycji, jak np. lokat bankowych czy obligacji skarbowych [Grzywacz 2012, s. 139-141; Nawrot 2007, s. 21-22].

Inne teorie dotyczące optymalnej struktury kapitału, które również zasługują na uwagę, to m.in. [Kędzior 2011, s. 8; Jaworski 2010, s. 279]:

- teoria optymalnego poziomu długu, czyli takiego, który maksymalizuje wartość przedsiębiorstwa dla akcjonariuszy,
- teoria kosztów bankructwa, według której optymalna struktura kapitału to taka, która minimalizuje koszty związane z bankructwem przedsiębiorstwa,
- teoria kosztów agencji, według której należy minimalizować koszty wynikające z konfliktu interesów pomiędzy właścicielami przedsiębiorstwa a wynajętym zarządem,
- teoria sygnalizacji, według której decyzje dotyczące finansowania przedsiębiorstwa podejmowane przez kierownictwo pełnią funkcję informacyjną o potencjalnej kondycji finansowej dla inwestorów.

4. Charakterystyka czynników na poziomie państwa jako determinant struktury kapitałowej przedsiębiorstw

Teorie struktury kapitału przedstawiają pewne ramy dotyczące kształtowania struktury kapitału w przedsiębiorstwie. Natomiast w rzeczywistości gospodarczej na decyzje dotyczące finansowania przedsiębiorstw wpływają czynniki określane mianem determinant struktury kapitału. W badaniach międzynarodowych strukturę kapitałową rozpatruje się często na poziomie danego państwa, ponieważ odmienne uwarunkowania prowadzenia działalności gospodarczej w ramach poszczególnych krajów przyczyniają się do zróżnicowania struktury finansowania firm. Czynniki te wpływają bowiem na poziom kosztów i korzyści wynikających z danego doboru źródeł finansowania firm w poszczególnych krajach. Do czynników na poziomie makroekonomicznym bądź instytucjonalnym zaliczane są m.in. system prawny, system podatkowy, stopień ochrony wierzycieli, poziom rozwoju rynków finansowych, poziom rozwoju sektora bankowego, stopa inflacji, wzrost PKB, stosunek kapitalizacji spółek giełdowych do PKB, koszty asymetrii informacji, koszty agencji.

Wśród obowiązujących na świecie systemów prawnych wyróżnia się:

- angielskie prawo zwyczajowe, dla którego charakterystyczny jest wysoki poziom ochrony praw indywidualnych inwestorów, skutkujący większym zaufaniem do giełd papierów wartościowych, oraz wysoki poziom ochrony wierzycieli przed ryzykiem braku spłaty kredytów,
- francuskie prawo stanowione, dla którego typowy jest wyższy poziom bezpieczeństwa zapewniony instytucjom kredytowym przy niewystarczającym poziomie ochrony dla inwestorów giełdowych,

- niemieckie prawo stanowiące o wysokim poziomie ochrony dla wierzycieli i mniejszym dla inwestorów giełdowych,
- skandynawskie prawo stanowiące, które w umiarkowanym stopniu zabezpiecza interesy inwestorów indywidualnych i instytucji kredytowych.

Do determinant struktury kapitałowej na poziomie państwa zalicza się również system podatkowy. Im wyższe stawki podatkowe, tym większa skłonność do wykorzystywania długu w finansowaniu przedsiębiorstwa, co ma na celu obniżenie obciążeń podatkowych.

Sposób finansowania przedsiębiorstw w danym kraju jest również uzależniony od jego systemu finansowego. Wyróżnia się jego dwie podstawowe formy:

- systemy oparte na dominacji sektora bankowego, dla których charakterystyczna jest duża liczba instytucji kredytowych, skutkująca obniżeniem kosztów kapitału obcego dla firm,
- systemy oparte na dominacji giełd papierów wartościowych, w których przedsiębiorstwa w większym stopniu korzystają z zewnętrznego kapitału własnego, ponieważ jego koszt jest niższy.

Wysoki poziom inflacji w danym kraju skutkuje wyższym ryzykiem i w rezultacie zmniejszeniem finansowania przedsiębiorstw kapitałem obcym. Ponadto w państwach o wysokim poziomie inflacji systemy bankowe i rynki papierów wartościowych są mniej rozwinięte niż w stabilnych gospodarkach. Wynika to z wyższego poziomu niepewności gospodarczej. Im niższy poziom inflacji, tym wyższy jest rozwój giełd papierów wartościowych w ramach danego kraju. Z kolei w sytuacji, gdy prognozowany jest wzrost inflacji, obserwować można zwiększoną skłonność do zaciągania długu po niższym aktualnym koszcie.

Wzrost gospodarczy jako determinanta struktury kapitałowej może wyrażać możliwości wzrostu przedsiębiorstwa w danej gospodarce. Według teorii hierarchii źródeł finansowania w gospodarkach o wysokim wroście PKB przedsiębiorstwa powinny wykazywać skłonność do finansowania z zysków zatrzymanych. Jednak w długim okresie środki te mogą okazać się niewystarczające na finansowanie dalszego rozwoju. Tym samym w długim okresie można spodziewać się pozytywnej zależności między wzrostem gospodarczym a poziomem zadłużenia przedsiębiorstwa [Kędzior 2011, s. 177-182; Grabiński, Kędzior, Krasodomska 2013, s. 261-265].

5. Badania empiryczne podejmujące kwestię czynników na poziomie państwa jako determinant struktury kapitałowej przedsiębiorstw

Pierwsze istotne publikacje prezentujące wyniki badań dotyczących determinant struktury kapitału na poziomie państwa zaczęły pojawiać się w drugiej połowie lat dziewięćdziesiątych XX wieku. Przy tym badacze przypisują czynnikom na poziomie państwa różną wagę. Przykładowo K. Joeveer na podstawie badań nad przedsię-

biorstwami z Europy Zachodniej oraz Europy Wschodniej wyciągnęła wnioski, że czynniki na poziomie państwa są główną determinantą zmienności zadłużenia małych spółek, które nie są notowane na giełdzie. Z kolei czynniki na poziomie przedsiębiorstwa w najwyższym stopniu wpływają na zmienność poziomu długu w kapitale zarówno spółek akcyjnych, jak i dużych firm nienotowanych na giełdzie. Ponadto badaczka stwierdziła, że około połowy zmienności zadłużenia wynikającej z czynników na poziomie państwa objaśniana jest przez znane czynniki makroekonomiczne i instytucjonalne, natomiast pozostała część wynika z niemierzalnych różnic instytucjonalnych, jak na przykład prawo i stopień jego egzekwowania [Joeveer 2006, s. 1].

Z kolei A. Gungoraydinoglu oraz Ö. Öztekin na podstawie badania firm z 37 krajów stwierdzili, że czynniki na poziomie przedsiębiorstwa odpowiadają za dwie trzecie zmienności struktury kapitałowej, natomiast determinanty na poziomie kraju wyjaśniają pozostałą jedną trzecią zróżnicowania [Gungoraydinoglu, Öztekin 2011, s. 1457].

5.1. Wpływ różnic instytucjonalnych na strukturę kapitałową przedsiębiorstw z grupy państw G-7

Pomimo upływu czasu do najczęściej cytowanych badań empirycznych dotyczących struktury kapitałowej przedsiębiorstw wciąż należy publikacja R.G. Rajana oraz L. Zingalesa z 1995 roku. Stanowi ona pierwszy znaczący wkład do badań nad determinantami struktury kapitału na poziomie państwa. Badacze poddali analizie przedsiębiorstwa niefinansowe z krajów grupy G-7. Ich celem było ustalenie, czy czynniki zidentyfikowane jako determinanty struktury kapitału przedsiębiorstw amerykańskich wpływają również na finansowanie firm z pozostałych krajów grupy G-7. Analizowali oni m.in. zróżnicowanie instytucjonalne między poszczególnymi krajami (m.in. pod względem reżimu podatkowego, prawa upadłościowego czy roli, którą historycznie odgrywały w nich banki i rynki papierów wartościowych) i ich ewentualny wpływ na strukturę kapitału firm.

Próba badawcza objęła dane pomiędzy 30 a 70% firm notowanych w poszczególnych krajach, reprezentujących ponad 50% ich rynkowej kapitalizacji, z lat 1987-1991. Wnioski dotyczące zadłużenia przedsiębiorstwa sformułowano na podstawie kalkulacji następujących wskaźników:

- stosunek długu do aktywów,
- stosunek długu do aktywów netto,
- stosunek długu do kapitału,
- wskaźnik pokrycia odsetek.

W obliczeniach wykorzystano wartości zarówno księgowe, jak i rynkowe.

W przeciwieństwie do poprzednich badań wyciągnęli oni wnioski, że z wyjątkiem Wielkiej Brytanii oraz Niemiec, których przedsiębiorstwa cechuje niższy udział długu w strukturze kapitału, pozostałe przedsiębiorstwa z grupy G-7 prezen-

tują się podobnie pod względem finansowania. Tym samym stwierdzili, że różnice instytucjonalne w bardzo ograniczonym stopniu determinują strukturę kapitałową przedsiębiorstw.

Kolejną część badań skoncentrowali na analizie przepływów kapitałowych, a dokładniej na preferencjach dotyczących finansowania wewnętrznego (tj. z zysków zatrzymanych) lub zewnętrznego (z emisji akcji). Obie formy finansowania różnicuje w znacznym stopniu koszt pozyskania kapitału. Jednocześnie wybór zewnętrznego lub wewnętrznego źródła finansowania determinowany może być również przez uwarunkowania instytucjonalne w danym kraju. Na podstawie danych OECD obejmujących lata 1991-1993 badacze stwierdzili, że na tle pozostałych państw grupy G-7 przedsiębiorstwa w Stanach Zjednoczonych w najmniejszym stopniu wykorzystują zewnętrzne formy finansowania. Zaledwie 23% kapitału amerykańskich firm pochodziło ze źródeł zewnętrznych. Z kolei podmioty japońskie cechowało największe wykorzystanie finansowania zewnętrznego, którego udział wynosił 56%.

Dalszą część analizy poświęcono rozstrzygnięciu, dlaczego firmy pochodzące z krajów o znacznie różniących się instytucjach (reżim podatkowy, prawo upadłościowe, poziom rozwoju rynków finansowych, prawa własności), jak w przypadku Japonii i Stanów Zjednoczonych, cechuje podobny poziom zadłużenia, a z kolei przedsiębiorstwa z państw o podobnych rynkach i uwarunkowaniach finansowych, jak Wielka Brytania i Stany Zjednoczone, znacznie odbiegają od siebie pod względem wykorzystania długu. Odniesiono się przy tym do wcześniejszych publikacji, przyporządkowujących Japonię, Niemcy, Francję i Włochy do grupy systemów gospodarczych opartych na dominacji sektora bankowego, natomiast Stany Zjednoczone, Wielką Brytanię oraz Kanadę do gospodarek zdominowanych przez giełdy papierów wartościowych. Wyniki ich badań potwierdziły, że czynniki instytucjonalne w pewnym, choć ograniczonym, stopniu determinują strukturę kapitału przedsiębiorstw. Swoją pracę zakończyli konkluzją, że w celu zidentyfikowania fundamentalnych determinant struktury kapitału potrzebne jest lepsze zrozumienie wpływu uwarunkowań instytucjonalnych [Rajan, Zingales 1995].

5.2. Wpływ uwarunkowań instytucjonalnych na strukturę kapitału przedsiębiorstw z krajów rozwijających się i rozwiniętych

Do często cytowanych badań nad strukturą kapitałową przedsiębiorstw z państw rozwijających się należy m.in. publikacja *Capital Structure in Developing Countries*, która ukazała się w 2001 roku [Booth i in. 2001]. Przedstawiono w niej analizę struktury kapitałowej firm z 10 rozwijających się państw z południowej i środkowej Ameryki, Azji i Bliskiego Wschodu, która miała na celu ustalenie, czy czynniki na poziomie przedsiębiorstwa zidentyfikowane we wcześniejszych badaniach jako determinanty struktury kapitałowej firm w krajach rozwiniętych wpływają również na sposób finansowania działalności firm w krajach rozwijających się. Grupa testo-

wanych determinant obejmowała: średnią stawkę podatkową, udział rzeczowych aktywów trwałych w sumie bilansowej, ryzyko, wielkość firmy, rentowność aktywów oraz wskaźnik wartości rynkowej do wartości księgowej. W konkluzji badania autorzy stwierdzili, że wskaźniki zadłużenia firm w krajach rozwijających się determinowane są w ten sam sposób przez te same czynniki na poziomie przedsiębiorstwa, które zidentyfikowano wcześniej jako istotnie wpływające na strukturę kapitałową w krajach rozwiniętych. Jednakże badacze zauważyli również pewne systematyczne różnice w zależnościach pomiędzy wskaźnikami zadłużenia a czynnikami na poziomie państwa, takimi jak wzrost PKB, stopa inflacji oraz poziom rozwoju rynków finansowych między przedsiębiorstwami z krajów rozwiniętych i rozwijających się [Booth i in. 2001, s. 118].

J.P.H. Fan, S. Titman oraz G. Twite w publikacji z 2003 roku pokazali wyniki badań obejmujących przedsiębiorstwa z 39 rozwijających się i rozwiniętych krajów. Celem była analiza wpływu uwarunkowań instytucjonalnych na strukturę kapitału firm. W ich przekonaniu lokalizacja spółki w danym czy innym kraju w większym stopniu determinuje sposób finansowania działalności niż sektor, w którym firma operuje. Tezę tę zweryfikowali, badając, w jakim stopniu różnice struktury kapitałowej pomiędzy podmiotami z różnych państw można wyjaśnić zróżnicowaniem systemu prawnego, przepisów podatkowych i instytucji finansowych.

Próba badawcza objęła dane 5344 przedsiębiorstw reprezentujących 11 branż z lat 1991-2000. Reprezentatywność próby różniła się dla poszczególnych krajów pod względem liczby firm oraz kapitalizacji rynkowej. Próba uwzględniała od 2 do prawie 50% spółek giełdowych z poszczególnych krajów. Mediana wskaźnika zadłużenia przedsiębiorstw z krajów rozwijających się wyniosła 32%, natomiast dla firm z krajów rozwiniętych 27%. Najwyższym poziomem wykorzystania długu charakteryzowały się podmioty z Korei Południowej, Tajlandii, Indonezji, Indii i Brazylii, natomiast najniższym spółki z Grecji, RPA, Turcji, Izraela i Wielkiej Brytanii. Przy tym firmy z krajów rozwijających się w większej mierze finansowały się długiem krótkoterminowym. Mediana stosunku zadłużenia długoterminowego do zadłużenia ogółem wyniosła dla nich 35%. Z kolei mediana tego wskaźnika obliczona dla firm z krajów rozwiniętych osiągnęła poziom 55%. Na jednym z biegunów znalazły się Grecja, Chiny, Singapur, Tajlandia i Malezja, na drugim Kanada, Szwecja, Nowa Zelandia, Stany Zjednoczone i Australia.

Na podstawie analizy związków pomiędzy uwarunkowaniami instytucjonalnymi a strukturą kapitału badacze sformułowali następujące wnioski:

- kraje o wysokim poziomie korupcji cechuje wyższy poziom zadłużenia przedsiębiorstw, przy tym udział długu krótkoterminowego jest wyższy,
- brak zależności pomiędzy systemem prawnym jako takim a poziomem zadłużenia firm,
- kraje, w których związki zawodowe mają większą ochronę prawną, a tym samym większą siłę przetargową, cechuje większy udział zadłużenia długoterminowego w zadłużeniu ogółem firm,

- zróżnicowanie między krajami pod względem opodatkowania wpływa na poziom zadłużenia firm (szczególnie w krajach o niższym efektywnym opodatkowaniu dywidend odnotowano niższy udział długu w finansowaniu firm),
- kraje, w których dostępne są usługi podmiotów, takich jak międzynarodowe firmy audytorskie czy analitycy kapitałowi, cechuje niższy poziom zadłużenia firm oraz mniejszy udział kredytów kupieckich,
- kraje, w których jest więcej inwestorów instytucjonalnych, cechuje niższy poziom zadłużenia firm,
- poziom rozwoju sektora bankowego, rynku *equity* i obligacji oddziałuje na strukturę kapitału przedsiębiorstw [Fan, Titman, Twite 2012, s. 1-3, 20-21].

5.3. Prawa wierzycieli a struktura kapitału

S.-S. Cho, S.E. Ghoual, O. Guedhami oraz J. Suh w publikacji z 2014 roku pokazali, w jaki sposób poziom ochrony praw wierzycieli oddziałuje na poziom zadłużenia przedsiębiorstw. W badaniach skonfrontowali dwie sprzeczne perspektywy, reprezentujące strony podaży i popytu na rynkach finansowych. Z jednej strony zakłada się, że w warunkach, w których prawa wierzycieli są w dużym stopniu chronione, inwestorzy są skłonni do udostępniania środków finansowych po niższej cenie, co miałyby skutkować wyższym zadłużeniem firm. Jednakże z drugiej strony silna ochrona praw wierzycieli może zniechęcać menedżerów do zaciągania długu, ponieważ boją się oni utraty kontroli nad przedsiębiorstwem w razie wystąpienia trudności finansowych.

Próba badawcza objęła dane 17 452 przedsiębiorstw z 48 krajów z lat 1991-2010. Na jej podstawie wyciągnięto wnioski, że silna ochrona praw wierzycieli ma negatywny wpływ na wykorzystanie długoterminowego długu w finansowaniu firm. Dowodzi to, że strona popytu, a więc przedsiębiorstwa mają decydujący wpływ na kształt finansowania spółek. Jest to stanowisko sprzeczne wobec wniosków z większości wcześniejszych badań dotyczących skłonności wierzycieli do udzielania kredytu i podejmowania związanego z nim ryzyka, które podkreślały znaczenie strony podaży środków finansowych w relacji dłużnik-wierzyciel (np. Bae, Goyal 2009, Benmelech, Bergman 2011, Djankov i in. 2007, Gungoraydinoglu, Öztekin 2011, Houston i in. 2010, Qian, Strahan 2007) [Cho i in. 2014, s. 41-42].

5.4. Determinanty struktury kapitałowej na poziomie państwa w wynikach badań ankietowych

Na przełomie lat 2001 i 2002 F. Bencel oraz U.R. Mitoo przeprowadzili badanie ankietowe wśród menedżerów firm z 16 krajów europejskich. Badacze postawili sobie za cel ustalenie, czy menedżerowie w Stanach Zjednoczonych i Europie podzielają te same poglądy na temat kształtowania struktury kapitałowej firm. Ponadto chcieli sprawdzić, w jakim stopniu na wybór finansowania firm oddziałują instytucje

prawne oraz wrażliwość determinant struktury kapitału na otoczenie instytucjonalne kraju.

Już wcześniejsze prace autorów, takich jak R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, i R. Vishny z 1997 i 1998 r. potwierdziły, że system prawny jest główną determinantą dostępności zewnętrznego finansowania w danym kraju. Ich badania dowodziły, że system oparty na prawie zwyczajowym gwarantuje wyższy poziom ochrony inwestorów niż systemy oparte na prawie cywilnym, z których z kolei niemiecki i skandynawski w wyższym stopniu chronią stronę podaży funduszy niż francuski. W świetle ich badań wielkość rynków finansowych w poszczególnych krajach pozostaje w pozytywnej zależności do jakości uwarunkowań prawnych [La Porta i in. 1997; La Porta i in. 1998]. Z kolei A. Demirgüç-Kunt i V. Maksimovic postulowali, że braki po stronie systemu prawnego mogą być zrównoważone przez odpowiednią administrację i regulacje systemu bankowego [Demirgüç-Kunt, Maksimovic 2002, za Bencel, Mitoo 2004, s. 17]. W badaniu obejmującym 30 państw udowodnili, że termin zapadalności długu uzależniony jest od instytucji prawnych i finansowych [Demirgüç-Kunt, Maksimovic 1999, za Bencel, Mitoo 2004, s. 17].

F. Bencel oraz U.R. Mitoo przygotowali ankietę liczącą 100 pytań pogrupowanych w 9 sekcji. Na podstawie odpowiedzi z 87 firm sformułowali wnioski zbieżne z wynikami wcześniejszych badań. Stwierdzili, że czynniki związane z zadłużeniem przedsiębiorstwa w większym stopniu uzależnione są od struktury instytucjonalnej w kraju, w tym w szczególności od jego systemu prawnego, niż czynniki związane z kapitałem własnym. Jednocześnie firmy poprzez odpowiednie strategie mogą niwelować negatywny wpływ systemów prawnych, w ramach których operują. Wyniki tego badania są zgodne ze spostrzeżeniami R.G. Rajana i L. Zingalesa, którzy twierdzili, że struktura kapitału jest wypadkową interakcji czynników instytucjonalnych oraz cech przedsiębiorstwa [Bencel, Mitoo 2004, s. 17].

6. Zakończenie

Zaprezentowane w artykule wnioski z wybranych badań empirycznych dowodzą, że czynniki na poziomie państwa determinują strukturę kapitałową przedsiębiorstw. Do najważniejszych z nich zaliczyć można:

- czynniki instytucjonalne, tj. reżim podatkowy, prawo upadłościowe, poziom rozwoju rynków finansowych, prawa własności, w niewielkim stopniu determinują strukturę kapitału przedsiębiorstw [Rajan, Zingales 1995],
- występują pewne systematyczne różnice w zależnościach pomiędzy wskaźnikami zadłużenia a czynnikami na poziomie państwa, takimi jak wzrost PKB, stopa inflacji oraz poziom rozwoju rynków finansowych między przedsiębiorstwami z krajów rozwiniętych i rozwijających się [Booth i in. 2001],
- kraje o wysokim poziomie korupcji cechuje wyższy poziom zadłużenia przedsiębiorstw, przy tym udział długu krótkoterminowego w zadłużeniu ogółem jest wyższy,

- nie ma zależności pomiędzy systemem prawnym jako takim a poziomem zadłużenia firm,
- kraje, w których związki zawodowe mają większą ochronę prawną, a tym samym większą siłę przetargową, cechuje większy udział zadłużenia długoterminowego w zadłużeniu ogółem firm,
- zróżnicowanie między krajami pod względem opodatkowania wpływa na poziom zadłużenia firm,
- kraje, w których jest więcej inwestorów instytucjonalnych, cechuje niższy poziom zadłużenia firm,
- istnieje zależność między poziomem rozwoju sektora bankowego, rynku *equity* i obligacji a strukturą kapitału przedsiębiorstw [Fan, Titman, Twite 2012],
- wysoki poziom ochrony praw wierzycieli ma negatywny wpływ na wykorzystanie długoterminowego długu w finansowaniu firm [Cho i in. 2014],
- czynniki związane z zadłużeniem przedsiębiorstwa w większym stopniu uzależnione są od struktury instytucjonalnej w kraju, w tym w szczególności od jego systemu prawnego, niż czynniki związane z kapitałem własnym,
- przedsiębiorstwa poprzez realizację odpowiednich strategii mogą niwelować negatywny wpływ systemów prawnych, w ramach których operują [Bencil, Mitoo 2004],
- brak zgody pomiędzy autorami poszczególnych badań, w jakim stopniu struktura kapitału firm uzależniona jest od czynników na poziomie kraju.

Należy zauważyć, że zaprezentowane wyniki nie wyczerpują w pełni tematu determinant struktury kapitału na poziomie państwa. Część z zaprezentowanych badań oparta została na danych z lat dziewięćdziesiątych XX wieku oraz początku XXI wieku, toteż nie mogły one odzwierciedlać istotnych zmian gospodarczych mających miejsce w ostatnim czasie (m.in. postępującej globalizacji rynków finansowych). Ponadto część z przedstawionych badań obejmowała wyłącznie dane z gospodarek rozwiniętych, a tym samym pominęła rynki wschodzące, które znacznie się od nich różnią pod względem ram instytucjonalnych. Co więcej, wiele z przytoczonych wyników badań zostało opartych wyłącznie na spółkach giełdowych. Tym samym, jak przyznał Zingales [2000, s. 1629], „ignorują one resztę wszechświata, czyli młode i małe firmy, które nie mają dostępu do rynków kapitałowych”, podczas gdy to właśnie małe i średnie firmy stanowią zdecydowaną większość populacji przedsiębiorstw. Ponadto zaprezentowane prace ograniczają się do analizy bezpośredniego wpływu czynników na poziomie państwa na strukturę kapitału. Nie podejmują one natomiast kwestii ich pośredniego oddziaływania na poziom zadłużenia poprzez ich wpływ na czynniki na poziomie przedsiębiorstw. Wobec tego można spodziewać się kolejnych publikacji próbujących wypełnić obecną lukę.

Literatura

- Barowicz M., *Determinanty struktury kapitałowej przedsiębiorstw. Podejście empiryczne*, edu-Libri, Kraków 2014.
- Bencil F., Mitoo U.R., 2004, *Cross-country determinants of capital structure choice: A survey of European firms*, Financial Management, 33(4).
- Booth L., Aivazian V., Demirguc-Kunt A., Maksimovic V., 2001, *Capital structures in developing countries*, The Journal of Finance, 56.
- Brigham E., Gapenski L.C., 2000, *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa.
- Cho S.-S., El Ghouli S., Guedhami O., Suh J., 2014, *Creditor rights and capital structure: evidence from international data*, Journal of Corporate Finance, 25.
- Demirgüç-Kunt A., Maksimovic V., 2002, *Funding growth in bank-based and market-based financial systems: Evidence from firm-level data*, Journal of Financial Economics, 65.
- Duliniec A., 2001, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa.
- Fan J.P.H., Titman S., Twite G., 2012, *An international comparison of capital structure and debt maturity choices*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 47.
- Gajdka J., 2002, *Teoria struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Grabiński K., Kędzior M., Krasodomska J., *Globalne uwarunkowania rachunkowości. Systemy, procesy, zmiany*, PWE, Warszawa 2013.
- Grzywacz J., 2012, *Kapitał w przedsiębiorstwie i jego struktura*, SGH, Warszawa.
- Gungoraydinoglu A., Öztekin Ö., 2011, *Firm- and country-level determinants of corporate leverage: some new international evidence*, Journal of Corporate Finance, 17.
- Jaworski J., 2010, *Teoria i praktyka zarządzania finansami przedsiębiorstw*, Wyd. I, CeDeWu, Warszawa.
- Joeveer K., 2006, *Sources of Capital Structure: Evidence from Transition Countries*, CERGE-EI Working Paper nr 306, Center for Economic Research and Graduate Education – Economic Institute, Praga.
- Kędzior M., 2011, *Międzynarodowa struktura kapitału przedsiębiorstw. Ujęcie rachunkowości i finansów*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R., 1997, *Legal determinants of external finance*, Journal of Finance, 52.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R., 1998, *Law and finance*, Journal of Political Economy, 106.
- Mazur K., 2007, *The determinants of capital structure choice: evidence from Polish companies*, International Advances in Economic Research, 13.
- Michalski G., 2010, *Wprowadzenie do zarządzania finansami przedsiębiorstw*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.
- Nawrot W., 2007, *Struktura finansowania przedsiębiorstw w Polsce na tle badań międzynarodowych*, Gospodarka Narodowa, 7-8.
- Rajan R.G., Zingales L., 1995, *What do we know about capital structure? Some evidence from international data*, The Journal of Finance, 50.
- Zingales L., 2000, *In search of new foundations*, Journal of Finance, 55.