

Motywy decyzji o zadłużeniu przedsiębiorstw. Wyniki badań polskich spółek giełdowych

Aleksandra Duliniec*

Streszczenie: *Cel* – Przedstawienie wyników badań empirycznych dotyczących motywów decyzji finansowych w zakresie wielkości i struktury zadłużenia w polskich spółkach giełdowych oraz porównanie otrzymanych rezultatów z wynikami podobnych badań przeprowadzonych za granicą. Skonfrontowanie wniosków z badań empirycznych z głównymi teoriami struktury finansowania przedsiębiorstw.

Metodologia badania – Badania ankietowe dyrektorów finansowych polskich spółek giełdowych (z wyłączeniem banków i ubezpieczycieli) na podstawie autorskiego kwestionariusza. Ankieta została zrealizowana metodą CATI (komputerowo wspomagane wywiady telefoniczne). Przeprowadzono 200 takich wywiadów.

Wyniki – Główne motywy decyzji finansowych dotyczących kształtowania wielkości i struktury zadłużenia w polskich spółkach giełdowych to utrzymanie elastyczności finansowej i niewystarczające wewnętrzne źródła finansowania. Uzyskane wyniki są w dużej mierze zgodne z wynikami podobnych badań ankietowych przeprowadzonych w Stanach Zjednoczonych i Europie Zachodniej. Wnioski z badań nie są natomiast w pełni spójne z rozważaniami teoretycznymi w zakresie struktury finansowania przedsiębiorstw.

Oryginalność/wartość – Jest to, jak się wydaje, pierwsze badanie motywów decyzji finansowych w polskich przedsiębiorstwach. Osiągnięte wyniki umożliwiają weryfikację na gruncie polskim (rynek kapitałowy jest nadal rynkiem rozwijającym się) wniosków wynikających z teorii struktury kapitału.

Słowa kluczowe: decyzje finansowe, zadłużenie przedsiębiorstw, struktura kapitału, badania ankietowe

Wprowadzenie

Decyzje dotyczące wielkości i struktury zadłużenia są ważnym obszarem decyzji finansowych podejmowanych w przedsiębiorstwach. Zaciąganie zobowiązań podlegających oprocentowaniu, czyli tych zaliczanych do kapitału obcego oraz pozostałych zobowiązań nieoprocentowanych, ma bardzo istotny wpływ na sytuację finansową przedsiębiorstwa. Zobowiązania to obok kapitału własnego podstawowe źródła finansowania działalności przedsiębiorstwa: bieżącej i rozwojowej. Wraz ze wzrostem zobowiązań zwiększa się ryzyko utraty płynności oraz pojawia się ryzyko bankructwa. Wielkość kapitału obcego ma wpływ na kształtowanie się struktury i kosztu kapitału wykorzystywanego przez przedsiębiorstwo, co z kolei stanowi istotny element tworzenia wartości dodanej przez przedsiębiorstwo.

* prof. dr hab. Aleksandra Duliniec, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Katedra Rynków Kapitałowych, e-mail: almad@sgh.waw.pl.

Przedmiotem badań prowadzonych na świecie, zarówno teoretycznych, jak i empirycznych, są przede wszystkim poszukiwania głównych determinantów kształtowania się wskaźnika zadłużenia (zadłużenie/aktywa) lub wskaźnika dźwigni finansowej (kapitał obcy/kapitał własny) w przedsiębiorstwie. Do najważniejszych czynników, których znaczenie dla kształtowania się struktury kapitału zostało zweryfikowane w wielu badaniach empirycznych, zaliczane są przede wszystkim: rentowność oraz wielkość przedsiębiorstwa, struktura aktywów w podziale na materialne i niematerialne, możliwości rozwojowe, ryzyko biznesowe (zmiennosc osiągniętych wyników) oraz średni dla danej branży wskaźnik zadłużenia (m.in. Frank, Goyal, 2009, s. 3). Z kolei teorie struktury kapitału koncentrują się na wyjaśnieniu uwarunkowań decyzji finansowych przedsiębiorstw w zakresie wyboru źródeł finansowania i struktury kapitału, w szczególności w kontekście wpływu na wartość rynkową przedsiębiorstwa. Najważniejsze nurty teoretyczne dotyczące kształtowania się struktury kapitału w przedsiębiorstwie to teoria substytucji (*trade-off*), teoria hierarchii źródeł finansowania (*pecking order*), teoria sygnalizacji (*signaling*) oraz teoria „wycucia rynku” (*market timing*) (Miglo, 2011), a także w pewnym zakresie teoria asymetrii informacji i teoria agencji.

Rozważania teoretyczne i wnioski z nich wynikające nie mają jednak bezpośredniego wpływu na konkretne decyzje podejmowane przez menedżerów w zakresie wyboru źródeł finansowania i kształtowania struktury kapitału w zarządzanych przez nich przedsiębiorstwach. Wyjaśnienia motywów ich decyzji należy szukać w badaniach czynników, jakie biorą oni pod uwagę w kształtowaniu wskaźnika zadłużenia przedsiębiorstw. Służą temu m.in. badania ankietowe. Badanie opinii dyrektorów finansowych na temat czynników, które mają największy wpływ na podejmowane przez nich decyzje finansowe, stanowią ważny aspekt badań empirycznych dotyczących struktury kapitału, a przede wszystkim wielkości i struktury zadłużenia w przedsiębiorstwach. Takie badania opinii dyrektorów finansowych firm amerykańskich w drugiej połowie lat 80. zeszłego wieku przeprowadzili Pinegar i Wilbricht (1989), a w końcu lat 90. – Graham i Harvey (2001, 2002), zaś wyniki badań motywów decyzji dyrektorów finansowych z firm europejskich (głównie z Wielkiej Brytanii, Holandii, Niemiec, Francji) zostały przeprowadzone na początku bieżącego wieku przez Bancela i Mittoa (2004) oraz Brounena, de Jonga i Koedijka (2004, 2006). Wyniki badań przeprowadzonych zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i Europie Zachodniej były w dużej mierze zbieżne.

Celem artykułu jest prezentacja wyników badań ankietowych dotyczących determinantów decyzji dyrektorów finansowych polskich spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie przeprowadzonych w 2016 roku i skonfrontowanie ich z wynikami wcześniejszych badań w innych krajach. Ankieta dotyczyła różnych aspektów decyzji w zakresie wyboru źródeł finansowania przedsiębiorstw. W artykule zaprezentowane zostaną jedynie motywy decyzji dyrektorów finansowych, mających wpływ na wielkość i strukturę zadłużenia w polskich przedsiębiorstwach.

1. Metoda badawcza i charakterystyka próby

Badania ankietowe zostały przeprowadzone metodą wywiadów telefonicznych wspomaganych komputerowo (CATI). Jest to zmodyfikowana klasyczna metoda badań ilościowych – bezpośrednich wywiadów standaryzowanych. W okresie od sierpnia do października 2016 roku przebadano dyrektorów finansowych 200 spółek akcyjnych notowanych na Warszawskiej Giełdzie Papierów wartościowych w Warszawie¹. Próbę tę można uznać za wyczerpującą w sytuacji, gdy populacja generalna wynosiła ok. 420 polskich spółek giełdowych (tj. bez spółek zagranicznych oraz po wyłączeniu banków i ubezpieczycieli). Minimalna rekomendowana wielkość próby dla populacji skończonej $N = 420$ została wyznaczona na poziomie $n = 102$; liczba przeprowadzonych wywiadów znacznie przekroczyła poziom minimalny, co daje możliwość uogólniania wyników z próby na populację. Podstawą do przeprowadzenia badania był autorski kwestionariusz. Respondentami byli dyrektorzy finansowi lub osoby z działu finansowego upoważnione przez dyrektora.

Przebadano 200 polskich spółek notowanych na GPW, 170 na rynku podstawowym i 30 na rynku równoległym. W badanej próbie znalazły się zarówno przedsiębiorstwa małe i średnie, jak i duże oraz bardzo duże. Według kryterium wielkości zatrudnienia 91 spółek (45% próby) to przedsiębiorstwa małe i średnie, zatrudniające do 249 pracowników, a 109 (55%) – przedsiębiorstwa duże z zatrudnieniem powyżej 249 pracowników. Biorąc pod uwagę kryterium wartości obrotów, w 118 badanych spółkach (59% próby) wartość rocznych obrotów nie przekraczała 50 mln euro, a więc spółki te należy zaliczyć do małych i średnich. Pozostałe 82 spółki (41%) to przedsiębiorstwa duże i bardzo duże o rocznych obrotach powyżej 50 mln euro. Reprezentowane były wszystkie sektory (poza bankami i ubezpieczycielami, co było założeniem badania), najwięcej z sektorów: budownictwo (23 spółki), informatyka (22), przemysł elektromaszynowy (22), handel hurtowy (19), usługi inne (18), przemysł spożywczy (15) i przemysł metalowy (15). Większość badanych spółek (ok. 2/3) wchodziła w skład grup kapitałowych.

Notowania spółek giełdowych w okresie sierpień–październik 2016 roku wpłynęły na kształtowanie się podstawowych wskaźników rynkowych, tj. relacji ceny rynkowej akcji do zysku przypadającego na jedną akcję (C/Z) oraz relacji wartości rynkowej do wartości księgowej (C/W). Tylko 47 spółek (23,5% próby) można uznać za firmy ze znacznym potencjałem wzrostu, ze wskaźnikiem C/Z powyżej 15. Pozostałe 153 spółki miały ten wskaźnik poniżej 15, czyli rynek słabiej wyceniał ich możliwości rozwojowe. Biorąc pod uwagę wskaźnik C/W , w ponad połowie badanych spółek (113) osiągał on poziom większy od 1, co wskazywałoby na efektywne wykorzystanie posiadanych przez te spółki zasobów i brak znacznego jej niedowartościowania.

Blisko 1/4 badanych spółek (48) nie wypłaciła w ostatnich trzech latach dywidend, zaś 78 spółek (39% próby) wypłaciło dywidendy we wszystkich trzech latach. Ponad połowa

¹ Wywiady zostały przeprowadzone przez profesjonalną firmę badawczą CBM Indicator i sfinansowane przez Kolegium Gospodarki Światowej Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie w ramach działalności statutowej.

spółek (110) miała udział przychodów z eksportu w przychodach ogółem poniżej 30%, w tym 56 nie eksportowała wcale. Tylko 18 spółek (9% próby) było dużymi eksporterami, z udziałem eksportu w przychodach powyżej 50%.

2. Wskaźnik zadłużenia i źródła zaciąganych zobowiązań w polskich spółkach giełdowych

Podczas analizy struktury finansowania przedsiębiorstwa brane są najczęściej pod uwagę dwa wskaźniki: wskaźnik zadłużenia i wskaźnik dźwigni finansowej. Wskaźnik zadłużenia jest relacją zobowiązań ogółem do aktywów ogółem w przedsiębiorstwie, zaś wskaźnik dźwigni finansowej jest relacją kapitału obcego (zobowiązań podlegających oprocentowaniu) do kapitału własnego. Do zobowiązań stanowiących kapitał obcy nie zalicza się zobowiązań wobec dostawców (tzw. kredytu kupieckiego). W badaniu wykorzystano wskaźnik zadłużenia, stosowany najczęściej zarówno w badaniach empirycznych, jak i w analizie finansowej. Na zbadanych 200 spółek notowanych na GPW 125 spółek (62,5% próby) miało wskaźnik zadłużenia mniejszy niż 50%, w tym 52 spółki (26%) ze wskaźnikiem zadłużenia poniżej 30%. Jedynie w 21 spółkach najbardziej zadłużonych (10,5% próby) wskaźnik ten przekraczał 70%, a w 54 spółkach (27%) jego wielkość kształtowała się w przedziale 50–70%. Można stwierdzić, że blisko 3/4 badanych przedsiębiorstw wykorzystywało w znacznym zakresie zobowiązania do finansowania swojej działalności.

W przeprowadzonym badaniu respondenci wskazali źródła finansowania dłużnego, z jakich korzystają obecnie lub korzystały ich spółki w ostatnich pięciu latach. Wyniki zaprezentowano w tabeli 1.

Tabela 1

Źródła finansowania dłużnego w polskich spółkach giełdowych

Źródła	Liczba wskazań	Procent wskazań*
Kredyty bankowe średnio- i długoterminowe	160	80,0
Kredyty bankowe krótkoterminowe	158	79,0
Zobowiązania wobec dostawców	156	78,0
Leasing	128	64,0
Pożyczki od podmiotów powiązanych	66	33,0
Emisja średni- i długoterminowych obligacji	39	19,5
Emisja krótkoterminowych papierów dłużnych	16	8,0
Ogółem	723	361,5

* Procent wskazań jest większy od 100%, ponieważ respondent mógł wskazać więcej niż jedną odpowiedź.

Źródło: opracowanie własne.

Podstawowymi źródłami kapitału obcego pozostają w Polsce nadal kredyty bankowe oraz leasing; emisje papierów dłużnych mają niewielkie znaczenie w pozyskiwaniu kapitału obcego. Wyniki przeprowadzonych badań potwierdzają analizy prowadzone przez wielu

innych badaczy na różnych grupach przedsiębiorstw oraz dostępne dane statystyczne wyników finansowych polskich przedsiębiorstw (np. GUS). Ważnym źródłem finansowania dłużnego są też zobowiązania wobec dostawców.

3. Motywy decyzji w zakresie wielkości zadłużenia przedsiębiorstwa

Kluczowym zagadnieniem w przeprowadzonym badaniu ankietowym było znalezienie odpowiedzi na pytania, jakimi czynnikami kierują się zarządzający spółkami podejmując decyzje dotyczące wielkości i struktury zadłużenia. W kwestionariuszu przewidziano ocenę przez respondentów czynników zachęcających przedsiębiorstwa do zwiększania zadłużenia oraz czynników zniechęcających do takich decyzji. Podział czynników na zachęcające i zniechęcające do zwiększania zadłużenia to oryginalne autorskie rozwiązanie², które nie było stosowane w badaniach ankietowych dyrektorów finansowych firm amerykańskich i europejskich.

Kolejność prezentowanych czynników poszczególnym respondentom była randomizowana. Dyrektorzy mieli ocenić znaczenie czynników w podejmowanych przez nich decyzjach według następującej skali: zupełnie nieistotny (0), mało ważny (1), ważny (2), bardzo ważny (3). Otrzymane wyniki zamieszczono w tabelach 2 i 3.

Tabela 2

Czynniki zachęcające spółki do zwiększania zadłużenia

Czynniki	Procent wskazań, że dany czynnik jest ważny lub bardzo ważny
Niewystarczające wewnętrzne źródła finansowania	86,0
Efekty dźwigni finansowej	82,0
Niski poziom stóp procentowych na rynku finansowym	75,5
Utrzymanie kontroli nad spółką przez aktualnych właścicieli	71,0
Zwiększenie dyscypliny w gospodarowaniu środkami pieniężnymi	69,5
Przeinwestowanie spółki	49,5
Niedowartościowanie spółki na rynku giełdowym	37,0
Ochrona przed wrogim przejęciem	36,0
Odsetkowe korzyści podatkowe	32,5

Źródło: opracowanie własne.

Analiza wyników badań nasuwa kilka istotnych wniosków. Po pierwsze, otrzymane wyniki są w dużej mierze zbieżne z wynikami podobnych badań ankietowych przeprowadzonych w spółkach amerykańskich i europejskich. Przede wszystkim, jako jeden z najważniejszych motywów decyzji ograniczających wzrost wielkości zadłużenia, wymieniane jest dążenie do utrzymania elastyczności finansowej przedsiębiorstwa. Elastyczność finansowa oznacza, że przedsiębiorstwo zachowuje swobodę w dostępie do źródeł finansowania,

² Por. wcześniejszą pracę autorki (Duliniec, 2011, s. 100).

którymi są nadwyżki środków pieniężnych oraz zdolność do zaciągania zobowiązań bez pogarszania ratingu kredytowego. Jest to możliwe tylko w sytuacji, gdy zadłużenie przedsiębiorstwa nie jest nadmiernie wysokie.

Tabela 3

Czynniki zniechęcające spółki do zwiększania zadłużenia

Czynniki	Procent wskazań, że dany czynnik jest ważny lub bardzo ważny
Utrzymanie elastyczności finansowej	75,0
Ryzyko prowadzonej działalności (zmienność wyników)	71,5
Wysoki poziom stóp procentowych na rynku finansowym	69,0
Wysokie koszty zabezpieczenia/ubezpieczenia długu	68,5
Utrzymanie zdolności kredytowej i ratingu finansowego	55,5
Utrzymanie zdolności do wypłaty dywidend	48,0
Niedoinwestowanie spółki	37,5
Ryzyko upadłości i koszty trudności finansowych	36,5
Przewartościowanie spółki na rynku giełdowym	28,0

Źródło: opracowanie własne.

W polskich spółkach giełdowych 75% respondentów wskazała utrzymanie elastyczności finansowej jako czynnik ważny lub bardzo ważny w kształtowaniu wielkości zadłużenia. W spółkach amerykańskich (Graham, Harvey, 2001, s. 212) było to 59,4%, w badaniach przeprowadzonych w Europie (Bancel, Mittoo, 2004, s. 113) analogiczny wynik kształtował się na poziomie aż 90,8%. Z kolei na podstawie badań przeprowadzonych przez Brounena, de Jonga i Koedijka (2006, s. 1415), elastyczność finansową jako główny czynnik wpływający na wielkość zadłużenia w Wielkiej Brytanii wskazało 50,0% badanych przedsiębiorstw, w Holandii – 51,1%, w Niemczech – 47,8% i we Francji – 37,3%.

Należy przy tym zwrócić uwagę, że elastyczność finansowa jako czynnik wpływający na poziom wskaźnika zadłużenia nie jest przedmiotem rozważań w ramach głównych nurtów teorii struktury kapitału, pomimo tak jednoznacznych wyników badań empirycznych. W teorii substytucji jako dwa najważniejsze czynniki wpływające na kształtowanie się wielkości zadłużenia wymienia się odsetkowe korzyści podatkowe oraz ryzyko upadłości i koszty trudności finansowych. Czynniki te, jak pokazały badania, nie mają decydującego wpływu na poziom zadłużenia w polskich spółkach giełdowych. Pozytywnie zweryfikowany został natomiast czynnik analizowany na gruncie teorii agencji. Chodzi o tzw. koszty agencyjne związane z kapitałem własnym. Koszty agencyjne są przedmiotem rozważań w ramach teorii substytucji. Wzrost zadłużenia zwiększa dyscyplinę w gospodarowaniu środkami pieniężnymi, co wyjaśnia tzw. hipoteza wolnych przepływów pieniężnych Jensen (1986). Na zwiększenie dyscypliny w dysponowaniu środkami pieniężnymi jako motyw decyzji zwiększających dług wskazało blisko 70% respondentów.

Na wielkość zadłużenia ma wpływ poziom stóp procentowych na rynku (średnio ok. 70% wskazań), zaś małe znaczenie ma wycena spółki na rynku giełdowym (niedowartościowanie

lub jej przewartościowanie) – tylko ok. 36% wskazań, co jest szczególnie zastanawiające w sytuacji, gdy respondentami byli zarządzający spółkami giełdowymi. Może to stanowić dowód, że w polskich spółkach giełdowych decyzji finansowych nie da się wyjaśnić na gruncie teorii asymetrii informacji. Wyniki badań wskazują natomiast, że kolejność sięgania po źródła finansowania jest spójna z teorią hierarchii. Spółki zwiększają zadłużenie po wyczerpaniu się wewnętrznych źródeł finansowania (86% wskazań, por. tab. 2).

Jednym z determinantów decyzji dotyczących zadłużenia przedsiębiorstwa jest wskazywany w literaturze przedmiotu średni poziom wskaźnika zadłużenia dla danej branży (Frank, Goyal, 2009, s. 3), Wyniki badań polskich spółek giełdowych nie potwierdzają tej opinii. Tylko 77 spółek (38,5% próby) stwierdziło, że w swoich decyzjach bierze pod uwagę poziom wskaźników zadłużenia w porównywalnych spółkach w ramach branży.

4. Motywy decyzji dotyczących struktury terminowej zadłużenia przedsiębiorstwa

Dyrektorzy finansowi podejmują decyzje nie tylko w zakresie wielkości zadłużenia, ale decydują także o strukturze terminowej długu w podziale na zobowiązania krótkoterminowe (okres wymagalności do 1 roku) i długoterminowe (okres wymagalności powyżej 1 roku). W kwestionariuszu znalazło się pytanie co do oceny ważności wymienionych czynników na kształtowanie się struktury terminowej zadłużenia; skala ocen jak opisana wyżej. Wyniki badania zamieszczono w tabeli 4.

Tabela 4

Czynniki wpływające na strukturę terminową zadłużenia

Czynniki	Procent wskazań, że dany czynnik jest ważny lub bardzo ważny
Dostosowanie wymagalności zobowiązań do oczekiwanych wpływów środków pieniężnych	92,50
Dostosowanie struktury terminowej zobowiązań do struktury aktywów (ogólna zasada finansowania)	88,0
Zadłużenie długoterminowe zmniejsza ryzyko braku finansowania w krótkim okresie	86,5
Zadłużenie krótkoterminowe łatwiej dostępne (prostsze procedury) niż długoterminowe	74,5
Różnice w poziomie stóp procentowych krótkoterminowych i długoterminowych	61,0

Źródło: opracowanie własne.

Wyniki badania potwierdzają stosowanie w spółkach ogólnej zasady finansowania, według której struktura terminowa pasywów w podziale na kapitał stały (kapitał własny i zobowiązania długoterminowe) oraz kapitał krótkoterminowy powinna być dostosowana do struktury aktywów w podziale na aktywa trwale i aktywa obrotowe. Aż 176 badanych

spółek (88% próby) dostosowuje strukturę terminową pasywów/zobowiązań do struktury aktywów. Według respondentów ważnym czynnikiem wpływającym na strukturę terminową zobowiązań jest też przekonanie, że zadłużenie długoterminowe zmniejsza ryzyko braku finansowania w krótkim okresie (86% wskazań).

Podobne wyniki osiągnięto w badaniach amerykańskich i europejskich, wspomnianych wyżej. Ponad 63,5% przedsiębiorstw amerykańskich dostosowuje strukturę terminową zobowiązań do struktury aktywów, w Europie jest to ok. 77% badanych firm. Z kolei 48,5% amerykańskich firm i aż 69% europejskich uważa, że zadłużenie długoterminowe zmniejsza ryzyko braku finansowania w krótkim okresie, w szczególności w „ciężkich czasach” (Graham, Harvey, 2001, s. 224; Bancel, Mittoo, 2004, s. 115).

5. Zadłużenie zagraniczne polskich spółek giełdowych

Tylko 38 badanych spółek (19% próby) wykorzystuje lub wykorzystywało w ostatnich pięciu latach możliwość zaciągania zobowiązań na zagranicznych lub międzynarodowych rynkach finansowych. Informacje o źródłach tych zobowiązań zawarto w tabeli 5.

Tabela 5

Źródła zadłużenia zagranicznego w polskich spółkach giełdowych

Źródła	Liczba wskazań	Procent wskazań*
Zagraniczne kredyty konsorcjalne	24	63,2
Zagraniczne kredyty krótkoterminowe	15	39,5
Emisja euroobligacji	10	26,3
Emisja obligacji zagranicznych	3	7,9
Ogółem	52	136,8

* Procent wskazań jest większy od 100%, ponieważ respondent mógł wskazać więcej niż jedną odpowiedź.

Źródło: opracowanie własne.

Jako źródło zaciągania zobowiązań za granicą przeważały kredyty bankowe, głównie kredyty konsorcjalne średnio- lub długoterminowe; 2/3 spośród firm wykorzystujących zagraniczne źródła kapitału obcego deklaroowało zaciąganie tego rodzaju zobowiązań. Kredyty konsorcjalne to zazwyczaj kredyty dające możliwość pozyskania znacznych kwot kapitału na dłuższy okres. Podobnie jak na rynku krajowym (por. tab. 1), polskie spółki dość rzadko wykorzystują jako źródło finansowania emisję papierów dłużnych.

W tabeli 6 przedstawiono główne motywy korzystania z kapitału obcego na zagranicznych i międzynarodowych rynkach finansowych. Ważną cechą zobowiązań zagranicznych polskich spółek jest to, że zadłużenie zagraniczne jest zaciągane w walutach obcych, najczęściej w euro lub dolarach amerykańskich. Jak pokazują wyniki badań, to właśnie fakt, że zobowiązania zagraniczne są zaciągane w obcych walutach, ma kluczowe znaczenie. Spółki, które uzyskują wpływy w walutach obcych, a aż 146 badanych spółek (73% próby) miało

przychody z eksportu, zaciągając zobowiązania zagraniczne starają się, aby to zadłużenie było w walucie, w jakiej uzyskują wpływy z działalności – 84% badanych spółek wskazało na ten motyw decyzji o zadłużeniu za granicą.

Tabela 6

Czynniki wpływające na korzystanie przez spółki z zagranicznego zadłużenia

Czynniki	Procent wskazań, że dany czynnik jest ważny lub bardzo ważny
Zadłużanie się w walutach obcych, w których spółka uzyskuje wpływy	84,2
Niższe stopy procentowe na rynkach zagranicznych	76,3
„Naturalne zabezpieczenie” transakcji zagranicznych spółki	71,0
Możliwość zaciągania jednorazowo większych kwot kapitału niż na rynku krajowym	68,4
Wejście spółki na międzynarodowe rynki finansowe	63,2

Źródło: opracowanie własne.

Zbliżone wyniki zaobserwowano w przypadku firm amerykańskich; 63% zbadanych przedsiębiorstw wskazało, jest dla nich ważne dopasowywanie waluty pozyskiwanych środków pieniężnych z walutą ich wydatkowania. Warto podkreślić, że najważniejszym motywem sięgania po zobowiązania w walutach obcych (86% wskazań) było dla firm amerykańskich tzw. naturalne zabezpieczenie (*natural hedge*), czyli dopasowywanie walutowe należności i zobowiązań, a więc zmniejszanie lub zamykanie otwartej pozycji walutowej (Graham, Harvey, 2001, s. 214). Jest to jedna z częściej stosowanych metod zabezpieczenia się przedsiębiorstw przed ryzykiem walutowym. W Polsce na ten czynnik wskazało 71% badanych firm.

Istotnym motywem zaciągania przez polskie przedsiębiorstwa zobowiązań na rynkach zagranicznych jest koszt tego zadłużenia – niższy poziom stóp procentowych niż dla zobowiązań zaciąganych w walucie krajowej (76% wskazań). Wykorzystanie zagranicznych kredytów konsorcjalnych lub emisji euroobligacji daje też możliwość pozyskania jednorazowo znacznie większych kwot kapitału niż na rynku krajowym, co też jest czynnikiem wpływającym na wielkość zadłużenia zagranicznego polskich spółek (68% wskazań).

Uwagi końcowe

Przeprowadzone badanie ankietowe polskich spółek giełdowych jest rozwiązaniem nowatorskim na polskim rynku. Autorka dążyła do ustalenia, jakie są motywy decyzji finansowych w zakresie kształtowania wielkości zadłużenia, wyboru źródeł zaciąganych zobowiązań oraz struktury terminowej i walutowej tego zadłużenia. Osiągnięte wyniki badań są w dużym stopniu zbliżone z wynikami badań przeprowadzonymi na rynku amerykańskim i w wybranych krajach europejskich. Determinanty decyzji polskich menedżerów dotyczące wielkości zadłużenia są zbliżone do tych, które wpływają na podobne decyzje

podejmowane przez przedsiębiorstw w innych krajach (USA, Europa Zachodnia). Są to przede wszystkim elastyczność finansowa i niewystarczające wewnętrzne źródła finansowania. Stosunkowo mniejsze znaczenie w decyzjach finansowych menedżerów w polskich spółkach giełdowych ma wycena rynkowa tych spółek na giełdzie (np. przewartościowanie lub niedowartościowanie spółki, wpływ decyzji finansowych na wzrost lub spadek cen akcji itp.). Może to wynikać z faktu, że rynek giełdowy w Polsce jest niewątpliwie słabiej rozwinięty niż amerykański, brytyjski czy niemiecki, a dyrektorzy finansowi polskich spółek giełdowych są znacznie mniej doświadczeni w zarządzaniu spółkami publicznymi.

Wszystkie wyniki badań, bez względu na czas i miejsce ich przeprowadzenia dowodzą, że żadna z głównych teorii struktury kapitału i źródeł finansowania nie wyjaśnia jednoznacznie motywów decyzji w zakresie kształtowania wielkości zadłużenia i jego struktury. Ważne dla podejmowanych decyzji czynniki, jak np. elastyczność finansowa, nie znajdują odzwierciedlenia w rozważaniach teoretycznych, inne zaś, jak odsetkowe korzyści podatkowe czy koszty trudności finansowych, mają znaczenie drugorzędne, choć w teorii są wymieniane jako kluczowe (optymalizacyjna teoria substytucji).

Autorka ma świadomość, że zastosowana metoda badawcza ma swoje ograniczenia. Ostateczny kształt kwestionariusza ankietowego zawiera w dużej mierze subiektywny dobór czynników, których istotność w procesie podejmowania konkretnych decyzji mają ocenić respondenci. Być może lista tych czynników mogła być nieco szersza. Autorka kierowała się w swym wyborze wieloletnim doświadczeniem w badaniu struktury kapitału, od strony teoretycznej i praktycznej, literaturą przedmiotu, zbliżonymi badaniami przeprowadzonymi na świecie, a także faktem, że kwestionariusz ankietowy nie może być zbyt obszerny, kiedy ankietę przeprowadza się przez telefon (metoda CATI). Nie chodzi tylko o zmęczenie interlokutora, ale także koszty takiego badania. Pogłębienie wiedzy o motywach decyzji finansowych w polskich spółkach i ewentualne uzupełnienie wyników o dodatkowe czynniki byłoby możliwe np. w drodze przeprowadzenia wywiadów jakościowych z polskimi menedżerami.

Literatura

- Bancel, F., Mittoo, U.R. (2004). Cross-Country Determinants of capital Structure Choice: A Survey of European Firms. *Financial Management*, 33 (4), 103–132.
- Brounen, D., de Jong, A., Koedijk, K. (2004). Corporate Finance in Europe: Confronting Theory with Practice. *Financial Management*, 33 (4), 71–101.
- Brounen, D., de Jong, A., Koedijk, K. (2006). Capital Structure Policies in Europe. Survey Evidence. *Journal of Banking & Finance*, 30 (5), 1409–1442.
- Duliniec, A. (2011). *Finansowanie przedsiębiorstwa. Strategie i instrumenty*. Warszawa: PWE.
- Frank, M.Z., Goyal, V.K. (2009). Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important? *Financial Management*, 38 (1), 1–37.
- Graham, J.R., Harvey, C.R. (2001). The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field. *Journal of Financial Economics*, 60 (2–3), 187–243.
- Graham, J.R., Harvey, C.R. (2002). How Do CFOs Make Capital Budgeting and Capital Structure Decisions. *Journal of Applied Corporate Finance*, 15 (1), 8–23.

- Jensen, M.C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flows, Corporate Finance and Takeover. *American Economic Review*, 76 (2), 323–339.
- Miglo, A. (2011). Trade-Off, Pecking Order, Signaling, and Market Timing Models. W: H.K. Baker, G.S. Martin (red.), *Capital Structure and Corporate Financing Decisions. Theory, Evidence, and Practice* (s. 171–189). John Wiley & Sons.
- Pinegar, J.M., Wilbricht, L. (1989). What Managers Think of Capital Structure Theory: A Survey. *Financial Management*, 18 (4), 82–91.

MOTIVES OF DECISIONS ON CORPORATE DEBT. A SURVEY OF POLISH LISTED COMPANIES

Abstract: *Purpose* – Presentation of the results of the survey among CFOs in Polish listed companies to get known their motives to make decisions on the amount and structure of company's debt. The results of the Polish survey have been compared with the previous findings from the US and selected European countries and confronted with major capital structure theories.

Methodology – Survey of 200 Polish listed companies excluding banks and insurance firms. The questionnaire included questions on firm characteristics and the CFOs' views on factors related to debt decisions. Computer Assisted Telephone Interview (CATI) method was used to conduct the survey.

Findings – Firms are concerned about financial flexibility and insufficient internal funds when making decisions on debt amount. The results of Polish survey are to some extent similar to surveys conducted among American and West European CFOs and are not fully consistent with major capital structure theories.

Originality/value – That is most probably the first survey on financial decisions motives in Polish listed companies. The results make it possible to verify the main capital structure theories implications on the Polish market, which is still the emerging one.

Keywords: financial decisions, corporate debt, capital structure, survey

Cytowanie

- Duliniec, A. (2017). Motywy decyzji o zadłużeniu przedsiębiorstw. Wyniki badań polskich spółek giełdowych. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 1 (85), 237–247. DOI: 10.18276/frfu.2017.1.85-19.