

Agnieszka Hajduk

# DETERMINANTY STRUKTURY KAPITAŁU PRZEDSIĘBIORSTWA NA PRZYKŁADZIE RYNKÓW ROZWIJAJĄCYCH SIĘ

## STRESZCZENIE

Jednym z kluczowych zagadnień dotyczących struktury kapitałowej przedsiębiorstwa jest analiza czynników, które wywierają wpływ na decyzje podmiotu w zakresie wyboru sposobu długoterminowego finansowania swojej działalności. Liczne teorie struktury kapitału wskazują na wiele czynników, mogących mieć wpływ na poziom zadłużenia przedsiębiorstwa. Rozpoznanie tego zagadnienia pozwala zarządzającym podmiotem gospodarczym na podejmowanie bardziej świadomych decyzji w zakresie wyboru źródeł finansowania. Stąd, zarówno na rynku międzynarodowym, jak i polskim, prowadzone były badania empiryczne w zakresie czynników, decydujących o wyborze określonej struktury kapitałowej przedsiębiorstwa. W niniejszym artykule zaprezentowano metody badawcze najczęściej stosowane w obszarze analizy determinant struktury kapitałowej oraz dokonano przeglądu rezultatów badań nad czynnikami, kształtującymi strukturę kapitału przedsiębiorstwa w wybranych krajach, należących do tzw. rynków rozwijających się, w tym również w Polsce.

**Słowa kluczowe:** struktura kapitału, źródła finansowania, determinanty struktury kapitału.

## Wstęp

Istotnym zagadnieniem w obszarze kształtowania struktury kapitału przedsiębiorstwa jest analiza czynników, które wywierają wpływ na decyzje podmiotu w zakresie wyboru sposobu długoterminowego finansowania swojej działalności. Funkcjonujące teorie struktury kapitału wskazują na wiele czynników

mogących mieć wpływ na poziom zadłużenia przedsiębiorstwa. Przeprowadzone dotąd badania empiryczne w zakresie czynników kształtujących strukturę kapitału podmiotu gospodarczego wskazują na złożoność problemu, wynikającą z wielości czynników oraz ich wzajemnego powiązania. Analiza dokonanych badań nie pozwala na sformułowanie jednoznacznych wniosków. Badający ten sam czynnik otrzymywali często sprzeczne wyniki, w zależności od kryteriów doboru podmiotów do analizy, liczebności próby, okresu prowadzonych badań, specyfiki branży. W związku z tym kontynuacja badań czynników mających wpływ na wybór źródeł finansowania jest zasadna. W artykule przeprowadzono analizę wybranych badań empirycznych w zakresie determinant struktury kapitałowej przedsiębiorstwa, koncentrując się na podmiotach funkcjonujących w tzw. krajach rozwijających się, czyli państwach o słabszej aktywności rynków finansowych.

## 1. Klasyfikacja czynników kształtujących strukturę kapitału przedsiębiorstwa

Czynniki kształtujące strukturę kapitału przedsiębiorstwa są klasyfikowane w literaturze przedmiotu według licznych kryteriów. Biorąc pod uwagę możliwość reagowania podmiotu na dany czynnik, można wyodrębnić czynniki zewnętrzne (egzogogeniczne) oraz wewnętrzne (endogeniczne) [Jerzemska, 1999: 51; Kłosowska i in., 2006: 25]. Czynniki zewnętrzne to te, na które podmiot gospodarczy nie ma wpływu, najczęściej związane z dalszym otoczeniem przedsiębiorstwa, tzw. makrootoczeniem. Determinanty struktury kapitałowej przedsiębiorstwa związane z makrootoczeniem firmy są określane często jako zmienne makroekonomiczne. Wśród nich najczęściej wymienia się [Gajdka, 2002: 295]:

- inflację,
- system podatkowy,
- sytuację na rynku kapitałowym,
- politykę rządu,
- specyfikę branży.

Jako czynniki wewnętrzne klasyfikuje się zmienne, które są zależne od specyfiki podmiotu gospodarczego, mogą być zatem kształtowane przez przedsiębiorstwo. Czynniki te są powiązane zazwyczaj z otoczeniem bliższym przedsiębiorstwa (otoczeniem konkurencyjnym), stąd noszą również nazwę zmiennych mikroekonomicznych. Czynniki wewnętrzne również charakteryzują się ogromną różnorodnością i wielością, często stanowią łańcuch powiązanych wzajemnie wielkości. Do wewnętrznych (mikroekonomicznych) determinant struktury kapitałowej przedsiębiorstwa można zaliczyć [Bhaduri, 2002: 659]:

- wielkość przedsiębiorstwa,
- rentowność podmiotu,
- rodzaj wytwarzanego produktu,
- rodzaj aktywów,

- odsetkowe i nieodsetkowe tarcze podatkowe,
- jakość kierownictwa,
- koszt kapitału,
- formę organizacyjno-prawną podmiotu,
- dostawców kapitału.

Uwzględniając kryterium specyfiki determinant struktury kapitałowej można wyodrębnić czynniki prawne oraz ekonomiczne [Jędrzejczak-Gas, 2013: 585; Kowalik, 2009]. Czynniki prawne wynikają z obowiązujących w danym kraju aktów prawnych. Do tej kategorii zalicza się: formę organizacyjno-prawną podmiotu (odmienny jest dostęp do kapitału dla spółek kapitałowych w porównaniu ze spółkami osobowymi), dostępność przedsiębiorstw do różnych form finansowania zewnętrznego własnego i obcego czy konstrukcję podatku dochodowego. Determinanty ekonomiczne są ściśle związane z sytuacją finansową podmiotu gospodarczego. Można do nich zaliczyć w szczególności: efektywność osiąganą przez przedsiębiorstwo, planowane tempo rozwoju, skłonność zarządzających do podejmowania ryzyka, koszt kapitału zaangażowanego w firmie, przedmiot działania przedsiębiorstwa [Kowalik, 2009].

Czynniki kształtujące strukturę kapitału są kwalifikowane także według możliwości ich skwantyfikowania. Wyróżnia się tu determinanty ilościowe, które są mierzalne i mogą być przedmiotem badań metodami ilościowymi oraz determinanty jakościowe, niemierzalne, analizowane przy wykorzystaniu metod jakościowych, subiektywnych [Łach, 2012: 187]. Znaczna część czynników oddziałujących na strukturę kapitału przedsiębiorstwa jest mierzalna, jednak można wskazać nieliczne determinanty jakościowe, np. jakość zarządzania spółką. Istnieją także czynniki psychologiczne wpływające na decyzje zarządzających podmiotem gospodarczym, tzw. menedżerski konserwatyzm lub agresywność [Kędzior, 2006: 163]. Niektórzy z menedżerów stosują strategię podwyższonego ryzyka, inni preferują politykę konserwatywną. Poziom zadłużenia w przedsiębiorstwie będzie zależał między innymi od cech charakteru czy stosunku do ryzyka zarządzających firmą.

Czynniki kształtujące strukturę kapitałową przedsiębiorstwa można również rozpatrywać w kontekście wpływu tych zmiennych na poziom zadłużenia przedsiębiorstwa. Duliniec proponuje podział na czynniki zachęcające do zwiększania zadłużenia (m.in. odsetkowe korzyści podatkowe, efekty dźwigni finansowej, utrzymanie kontroli nad przedsiębiorstwem przez obecnych właścicieli) oraz czynniki zniechęcające do powiększania dźwigni finansowej (m.in. ryzyko bankructwa i koszty trudności finansowych, konieczność utrzymania elastyczności finansowej i ratingu kredytowego, utrzymanie zdolności do wypłaty stabilnych dywidend) [Duliniec, 2011: 95–97].

W tabeli 1 zaprezentowano syntetyczną klasyfikację czynników kształtujących strukturę kapitału, uwzględniającą podstawowe kryteria podziału.

**Tabela 1.** Klasyfikacja determinant struktury kapitału

Kryterium	Determinanty	Wyjaśnienie
Możliwość reagowania przedsiębiorstwa na determinanty	Mikroekonomiczne (wewnętrzne)	Kształtowane przez samo przedsiębiorstwo, związane z otoczeniem bliższym
	Makroekonomiczne (zewnętrzne)	Nie mogą być przedmiotem wpływu pojedynczej firmy, związane z makrootoczeniem podmiotu
Specyfika determinant	Prawne	Wynikają z przepisów prawa
	Ekonomiczne	Wynikają z sytuacji finansowej podmiotu
Możliwość skwantyfikowania determinant	Ilościowe	Mierzalne, mogą być przedmiotem badań metodami ilościowymi
	Jakościowe	Niemierzalne, badane za pomocą metod jakościowych
Wpływ na poziom zadłużenia	Zachęcające do zwiększania zadłużenia	Określają korzyści płynące z dodatkowych kapitałów obcych
	Zniechęcające do zwiększania zadłużenia	Wskazują na mankamenty zwiększania zadłużenia

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [Łach, 2012: 187–189; Harris, Raviv, 1991: 299].

Przegląd literatury przedmiotu pozwala na konkluzję, że badający determinanty struktury kapitałowej najczęściej akcentują zmienne mikroekonomiczne, kształtowane przez sam podmiot gospodarczy, zależne od jego specyfiki [Hajduk, 2005: 141]. Zgodnie z tym podejściem, według Titmana i Wesselsa [1988] oraz Chang'a, A.Lee, Ch.Lee [2009] do czynników kształtujących strukturę kapitału przedsiębiorstw należy zaliczyć: przynależność branżową, nieodsetkowe tarcze podatkowe, strukturę majątku, zmienność zysku, perspektywy rozwoju, nietypowość produkcji, rentowność przedsiębiorstwa, wielkość firmy.

Przedstawiona klasyfikacja czynników kształtujących strukturę kapitału podmiotów gospodarczych wskazała na ich mnogość oraz różnorodność. Wiele czynników jest wzajemnie ze sobą powiązanych, co powoduje, że problem ten jest złożony a analiza zmiennych potencjalnie mogących mieć wpływ na poziom zadłużenia przedsiębiorstwa generuje szereg trudności. Jednak rozpoznanie tego zagadnienia pozwala zarządzającym podmiotem gospodarczym na podejmowanie bardziej świadomych decyzji w zakresie wyboru źródeł finansowania. Stąd, zarówno na rynku międzynarodowym, jak i polskim, prowadzone były badania empiryczne dotyczące m.in. czynników decydujących o wyborze określonej struktury kapitałowej przedsiębiorstwa.

## 2. Metody badawcze w obszarze analizy determinant struktury kapitałowej przedsiębiorstwa

Wraz z rozwojem koncepcji teoretycznych w literaturze przedmiotu zaprezentowano liczne badania empiryczne, zmierzające do weryfikowania istniejących teorii struktury kapitału, w tym czynników mających wpływ na decyzje dotyczące kształtowania tej struktury. Analizy empiryczne w zakresie czynników determinujących strukturę kapitału przedsiębiorstwa prowadzone były przy wykorzystaniu dwóch metod badawczych:

1. badania ilościowo-statystycznego,
2. badania ankietowego.

W badaniach statystycznych najczęściej wykorzystywano analizę korelacji i regresji. Czynniki potencjalnie mogące oddziaływać na strukturę kapitału były dobierane do badań na podstawie merytorycznych przesłanek, wynikających z teorii struktury kapitału. Następnie determinanty wybrane do analizy, zwane zmiennymi objaśniającymi (zmiennie niezależne, regresory, predyktory, zmiennie egzogeniczne) ilustrowano adekwatnymi wskaźnikami, obliczanymi dla poszczególnych przedsiębiorstw na podstawie danych finansowych, zaczerpniętych ze sprawozdań finansowych badanych podmiotów. Zastosowanie metod ekonometryczno-statystycznych w zarządzaniu finansami posiada wiele zalet [Gruszczyński, 2012: 80–84]. Badania ilościowe dają możliwość ustalenia statystycznych prawidłowości dla określonego rynku, sektorów i przedsiębiorstw. Stanowią zatem narzędzie uogólniania wiedzy o relacjach między różnymi kategoriami w finansach. Metody statystyczne pozwalają na porównywanie badanych zjawisk, tak w czasie, jak i w przestrzeni. Umożliwiają prognozowanie: w kwestii pojedynczej spółki, sektora czy całego rynku. Dzięki badaniom tego typu, powstaje obiektywna wiedza, która jest podstawą odkrywania prawd i formułowania prawidłowości o badanym zjawisku.

Z drugiej strony, z badaniami statystycznymi wiążą się pewne trudności oraz zagrożenia. Jednym z nich jest wzajemne powiązanie niektórych czynników [Łach, 2012: 189]. Związki przyczynowo-skutkowe obejmują zarówno czynniki natury makro-, jak i mikroekonomicznej. Przykładowo poziom inflacji czy koniunktury gospodarczej kształtuje stopy procentowe na rynku pieniężnym, oddziałując również na rynek kapitałowy. Z drugiej strony rozwój rynku finansowego jest m.in. podyktowany obowiązującym prawem. Sięgając do czynników mikroekonomicznych, np. akty prawne wyznaczają dostęp do poszczególnych form finansowania przedsiębiorstwa, regulują wysokość obciążeń podatkowych, wpływając na opłacalność finansowania długiem. Te elementy kształtują koszt pozyskanego finansowania. Ponadto koszt kapitału zależy od kondycji finansowej podmiotu gospodarczego, jego rentowności, płynności finansowej, stabilności sprzedaży. Obok problemu wzajemnego powiązania między poszczególnymi determinantami struktury kapitałowej, w literaturze przedmiotu akcentuje się dylemat związany z nieliniowością związków między czynnikami kształtującymi strukturę kapitału a poziomem zadłużenia [Fattouh, i in., 2008: 417–438].

Oznacza to, że poszczególne determinanty struktury kapitałowej mogą wykazywać powiązanie z poziomem zadłużenia spółki o różnej sile, a nawet odmiennym kierunku – w zależności od innych charakterystyk przedsiębiorstwa.

Niebezpieczeństwem w badaniach ilościowych może być błąd doboru próby, tzw. niereprezentatywność próby. Zwykle badania dotyczą dużych przedsiębiorstw, zwykle notowanych na giełdzie, ze względu na dostępność ich danych finansowych. Modele ekonometryczne, zbudowane na bazie informacji o tych spółkach, nie powinny być uogólniane na wszystkie przedsiębiorstwa. Dylematem w badaniach statystycznych jest problem brakujących zmiennych. Często, z powodu braku danych, nie można w modelu uwzględnić wielu ważnych zmiennych. Nawet dla spółek giełdowych trudno pozyskać wiele ważnych danych ilościowych. Kolejnym zagrożeniem dla zbudowania dobrego modelu ekonometrycznego jest błąd pomiaru zmiennych. Modele mikroekonometrii finansowej z konieczności często korzystają ze zmiennych zastępczych, reprezentujących określone kategorie występujące w modelach behawioralnych. Takie zmienne zastępcze zazwyczaj gorzej opisują zjawiska rzeczywiste, lecz ich przyjęcie często w ogóle umożliwia uwzględnienie tych wielkości w modelu. Warto podkreślić, że operowanie dużymi zbiorami mikrodanych w mikroekonometrii daje dużą elastyczność przy specyfikacji modelu, jednakże swoiste cechy poszczególnych jednostek w badanej próbie mogą mocno zniekształcić badane relacje między zmiennymi. W związku z tym przekonujące udowodnienie nawet prostych hipotez badawczych bywa trudne. Przy czym częstą cechą analiz statystyczno-ekonometrycznych w finansach przedsiębiorstw jest ich unikalność w odniesieniu do miejsca i czasu. To stwarza problem związku z teoriami, jednocześnie stanowi wyzwanie w zakresie klarownej interpretacji oraz teoretycznego wydźwięku uzyskiwanych wyników.

Odmienną metodą badawczą, znajdującą zastosowanie w empirycznej weryfikacji czynników kształtujących strukturę kapitału były badania ankietowe. Zazwyczaj przeprowadzano je wśród osób odpowiedzialnych w przedsiębiorstwie za formułowanie strategii finansowania, a więc menedżerów finansowych. W badaniach tego typu również poszukiwano odpowiedzi na pytanie, które czynniki są brane pod uwagę przy podejmowaniu decyzji finansowych. Badania ankietowe pozwalają nie tylko na ustalenie faktów, ale dają również możliwość badania opinii, spostrzeżeń na temat analizowanych zjawisk [Szreder, 2010]. Wśród zalet badań ankietowych wymienia się niskie koszty przygotowania ankiety oraz możliwość pomiaru dużej grupy respondentów. Jednak tego typu badania, szczególnie w zakresie zarządzania finansami przedsiębiorstwa, charakteryzują się niskim odsetkiem zwrotów. Mankamentem badań ankietowych jest również niski stopień kontroli próby. Badający nie ma pewności, czy kwestionariusz został wypełniony rzetelnie. Może się zdarzyć, że respondent udzielił odpowiedzi na pytanie, które stanowiło dla niego strefę niewiedzy. Błędne wypełnienie ankiety daje zafałszowane wyniki badania. Ponadto badanie ankietowe nie stwarza możliwości oszacowania błędu popełnionego w przenoszeniu wyników na całą zbiorowość. Według Szredera [2010: 177] źródłem błędów w badaniach opinii może

być sama kolejność stawianych pytań. Niedoskonałością badań ankietowych w zakresie czynników kształtujących strukturę kapitału jest fakt, że determinanty w kwestionariuszu są najczęściej zasugerowane respondentom. W badaniach takich nie ma możliwości udowodnienia, że czynnik uznany przez ankietowanego za ważny w procesie decyzyjnym, odnoszącym się do struktury kapitału firmy, był w rzeczywistości istotny (subiektywizm respondenta) [Łach, 2012: 190].

Wybierając metodę badań, ale także oceniając wyniki badań prezentowane w literaturze przedmiotu, należy mieć na względzie mocne i słabe strony poszczególnych metod badawczych.

### 3. Rezultaty badań nad czynnikami kształtującymi strukturę kapitału przedsiębiorstwa na rynkach rozwijających się

Zainteresowanie problematyką struktury kapitału najwcześniej pojawiło się w publikacjach amerykańskich gdyż nowoczesna teoria finansów powstała w Stanach Zjednoczonych, a stamtąd została zaadoptowana do innych obszarów geograficznych [Megginson, 1997: 3]. Pierwsze wyniki badań empirycznych pojawiły się w latach 80. ubiegłego wieku. Były to m.in. badania Marsh'a [1982], Bradley'a, Jarrella i Kim'a [1984], Kester'a [1986], Friend'a i Langa [1988], Titmana i Wessels'a [1998]. Kolejne lata owocowały licznymi pracami naukowymi z obszaru teorii struktury kapitału, co dowodzi istotności problemu.

Badania ilościowe prowadzone w zakresie empirycznej weryfikacji czynników kształtujących strukturę kapitału przedsiębiorstw były prowadzone w dwóch głównych nurtach: na rynkach rozwiniętych (*development market*) oraz tzw. rynkach wschodzących, rozwijających się (*emerging market*), czyli gospodarkach o słabszej aktywności rynków finansowych, mniej rozwiniętej bazie instytucjonalnej, prawnej i organizacyjnej<sup>1</sup>. Niniejsza analiza dotyczy badań ilościowych przeprowadzonych właśnie na rynkach wschodzących, takich jak: Polska, Czechy, Słowacja, Rosja, Chiny, Turcja, Indie, Tajwan, Tajlandia, Malezja, Brazylia, Nigeria, Zimbabwe.

W tabeli 2 zestawiono rezultaty wybranych badań ilościowo-statystycznych w zakresie czynników kształtujących strukturę kapitału przedsiębiorstw na rynkach wschodzących, przeprowadzonych po roku 2000. W analizowanych badaniach najczęściej brany pod uwagę zmiennymi były:

- rentowność przedsiębiorstwa,
- udział rzeczowych aktywów trwałych w majątku (struktura majątku),
- wielkość przedsiębiorstwa,
- możliwości rozwoju.

Biorąc pod uwagę wyłącznie wyniki statystycznie istotne, w krajach rozwijających się zaobserwowano podobne zależności struktury kapitału od rentowności

<sup>1</sup> Podziału krajów na rynki rozwinięte i wschodzące dokonano na podstawie klasyfikacji MSCI (Morgan Stanley Capital International Standards), <http://www.msci.com>

(zależność ujemna) i struktury majątku firmy (zależność dodatnia). We wszystkich analizowanych krajach, poza Indiami i Zimbabwe, przedsiębiorstwa bardziej zyskowe w mniejszym stopniu wykorzystywały zadłużenie. Może to sugerować, że podmioty te chętniej korzystały z finansowania swej działalności kapitałem własnym, pochodzącym z wypracowanych zysków. Natomiast podmioty o większym udziale rzeczowych aktywów trwałych w strukturze majątku wykazywały wyższy stopień udziału zadłużenia w swoim kapitale. Może to wskazywać, że duża baza trwałego majątku stanowiła dobre zabezpieczenie kolejnych pożyczek, stąd podmioty te mogły sobie pozwolić na wyższy poziom zadłużenia. Od tej reguły odstępstwa wykazały tylko dwa kraje: Polska i Brazylia, gdzie zaobserwowano ujemną zależność między strukturą majątku a strukturą kapitału.

W zakresie czynnika wielkość przedsiębiorstwa, częściej pojawiła się dodatnia relacja (ujemna dotyczyła wyłącznie Indii oraz Nigerii). Oznacza to, że podmioty o większych rozmiarach (mierzonych zazwyczaj wartością sprzedaży lub wartością majątku) wykazywały wyższy udział zadłużenia w strukturze kapitałów.

**Tabela 2.** Wybrane badania ilościowo-statystyczne w zakresie czynników kształtujących strukturę kapitału przedsiębiorstw na rozwijających się rynkach zagranicznych, gdzie: (+) zależność dodatnia, (-) ujemna

Autor badań (rok publikacji)	Państwo	Okres badawczy	Liczba badanych firm	Determinanty struktury kapitałowej											
				Wielkość	Rentowność	Struktura majątku	Nieods. tarcze podat.	Możliwości rozwoju	Płynność	Zmienność zysków	Wypłacana dywidenda	Poziom inflacji	Podatek dochodowy		
L.Czerwotka (2017)	Polska	1998 2013	44	+	-	-	+			-					
A.Bayrakdaroglu, I.Ege, N.Yazici (2013)	Turcja	2000 2009	242	+	-	+ <sup>ni</sup>	+ <sup>ni</sup>	+ <sup>ni</sup>					-		+
K.TAviral, K.Raveesh (2013)	Indie	2002 2009	90	-	+	+	-	+							
D.H.Chen, Y.F.Huang (2013)	Tajwan	1990 2005	642	+	-	+		-							
M.Mustapha, H.Ismail, B.Minai (2011)	Malezja	b.d.	235	+	-	+		+			- <sup>ni</sup>				
S.R.Oyesola (2007)	Nigeria	1990 2004	50	-	+ <sup>ni</sup>	+	+	- <sup>ni</sup>				+			
N.Delcoure (2007)	Czechy	1996 2002	22	+	-	+	+	- <sup>ni</sup>			+ <sup>ni</sup>				+
N.Delcoure (2007)	Słowacja	1996 2002	13	+	-	+	+	- <sup>ni</sup>			- <sup>ni</sup>				+
N.Delcoure (2007)	Rosja	1996 2002	33	+	-	+	+	+ <sup>ni</sup>			-				+



J.Chen, R.Strange (2005)	Chiny	2003	972	- <sup>ni</sup>	-	+ <sup>ni</sup>		+		+ <sup>ni</sup>			- <sup>ni</sup>
A.Booth, V.Aivazian, A. Demirguc (2001)	Brazylia	1985 1991	49	+	-	-				-			-
A.Booth, V.Aivazian, A.Demirguc (2001)	Zimbabwe	1980 1988	48		+	+		-		-			
Y.Wiwattanakantang (1999)	Tajlandia	1986 1990	270	+	-	+	-	-		+			

<sup>ni</sup> – wyniki statystycznie nieistotne lub niejednoznaczne

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [Czerwotka, 2017: 51–63; Bayrakdaroglu i in., 2013, Aviral, Raveesh, 2010; Chen, i in., 2013; Mustapha i in., 2011; Oyesola, 2007: 16–28; Delcoure, 2007: 400–415; Chen, Strange, 2005: 11–35; Booth i in.: 87–130; Wiwattanakantang, 1999: 371–403].

W odniesieniu do zmiennej możliwości rozwoju natomiast nie można wskazać dominującej zależności, gdyż w trzech krajach była ona dodatnia (Indie, Malezja, Chiny), a w trzech – ujemna (Tajwan, Zimbabwe, Tajlandia). Warto odnotować, że badający wpływ możliwości rozwoju firmy na strukturę kapitału uzyskiwali bardzo często wyniki statystycznie nieistotne (por. tab. 2).

Poza wymienionymi powyżej czterema czynnikami kształtującymi strukturę kapitału przedsiębiorstw, przedmiotem nieco mniej licznych analiz były zmienne:

- nieodsetkowa tarcza podatkowa,
- ryzyko prowadzonej działalności,
- opodatkowanie podatkiem dochodowym od osób prawnych.

Wśród badań dotyczących wpływu nieodsetkowej tarczy podatkowej na strukturę kapitału wyniki odnotowane były zazwyczaj istotne statystycznie. W przedsiębiorstwach funkcjonujących na rynkach wschodzących była to najczęściej zależność dodatnia, oznaczająca, że podmioty wykorzystujące w większym stopniu nieodsetkowe tarcze podatkowe wykazywały wyższe zadłużenie w strukturze kapitałowej. Tylko w dwóch badanych państwach (Indiach i Tajlandii) odnotowano ujemną zależność w zakresie czynnika nieodsetkowa tarcza podatkowa.

W zakresie czynnika określanego ryzykiem prowadzonej działalności analizowane badania empiryczne nie wskazały wyraźnych zależności. Znacząca część wyników była statystycznie nieistotna w poszczególnych państwach. Odnotowano cztery wyniki statystycznie istotne, przy czym pojedyncza zależność dodatnia (Tajlandia) i trzykrotna relacja ujemna (Rosja, Brazylia, Zimbabwe).

Wpływ opodatkowania przedsiębiorstw na decyzje dotyczące struktury kapitału był częstym przedmiotem badań na rynkach rozwijających się. Odnotowano tam dominującą dodatnią zależność między stopą podatku dochodowego od osób prawnych a zadłużeniem podmiotów gospodarczych (Czechy, Słowacja, Rosja, Turcja). Obraz ten pozwala sformułować uwagę, że oszczędności podatkowe mają duże znaczenie dla spółek funkcjonujących na rynkach wschodzących.

W grupie czynników bardzo rzadko poddawanych analizie empirycznej znalazły się: wypłacana dywidenda, poziom inflacji oraz płynność przedsiębiorstwa.

Stąd trudno formułować wnioski na temat wpływu tych czynników na strukturę kapitału. Na rynkach wschodzących dywidenda była tylko raz przedmiotem analizy – w Nigerii, gdzie uzyskano zależność dodatnią. Odnotowano również pojedynczy przypadek badania wpływu poziomu inflacji na strukturę kapitału, w Turcji – zależność ujemna pomiędzy stopą zadłużenia a stopą inflacji. Natomiast zależność struktury kapitału od płynności wykazano wyłącznie w Polsce – wynik ujemny. Oznacza to, że polskie spółki o niskim poziomie płynności wykazywały wyższy wskaźnik zadłużenia. Może z tego wynikać problem z terminowym regulowaniem zobowiązań przez te firmy.

## Zakończenie

Na podstawie przeprowadzonej rewizji badań empirycznych w zakresie czynników kształtujących strukturę kapitału podmiotów gospodarczych na rynkach rozwijających się trudno wskazać stałe tendencje w kształtowaniu się struktury kapitałowej przedsiębiorstw. Podobnie niełatwo zbudować listę uniwersalnych czynników mających wpływ na poziom struktury kapitału. Wyniki badań wskazują, że nie istnieje ogólny model struktury kapitału. Budowane modele są skazane, gdyż w badanych zbiorowościach występują podmioty charakteryzujące się bardzo osobliwymi cechami, które trudno uchwycić, a w konsekwencji niełatwo eliminować. Ponadto badane przedsiębiorstwa funkcjonują w określonym miejscu i niepowtarzalnym czasie, co stanowi poważną trudność w zbudowaniu ogólnego modelu struktury kapitału. Jednak przeprowadzona analiza wykazała, że dla trzech czynników (rentowność przedsiębiorstwa, jego wielkość i struktura majątku) otrzymano stosunkowo zbieżne rezultaty w badanych państwach. Badający te determinanty odnotowali, że mniejsze zadłużenie wykazywały przedsiębiorstwa większe i bardziej zyskowne. A podmioty posiadające spory udział aktywów trwałych w majątku wykazywały wyższy stopień zadłużenia. Może to wskazywać na zachowawcze strategie finansowania podmiotów w krajach rozwijających się, czy na wykorzystywanie w pierwszej kolejności własnych kapitałów do finansowania działalności gospodarczej.

## Literatura

- Aviral K.T., Raveesh K., 2010, *Determinants of capital structure: comparison of empirical evidence for the use of different estimators*, MPRA Paper, 48612.
- Bayrakdaroglu A., Ege I., Yazici N., 2013, *A Panel Data Analysis of Capital Structure Determinants: Empirical Results from Turkish Capital Market*, „International Journal of Economics and Finance”, No. 5(4).
- Bhaduri S.N., 2002, *Determinants of capital structure choice: a study of the Indian corporate sector*, „Applied Financial Economics”, No. 12.

- Booth L., Aivazian V., Demircuc-Kunt A., Maksimovic V., 2001, *Capital Structure in Developing Countries*, „The Journal of Finance”, No. 56(1).
- Bradley M., Jarrell G.A., Kim E.H., 1984, *On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence*, „The Journal of Finance”, No. 39(3).
- Chang Ch., Lee A.C., Lee Ch.F, 2009, *Determinants of capital structure choice: A structural equation modeling approach*, „The Quarterly Review of Economics and Finance”, No. 49(2).
- Chen D.H., Chen Ch.D., Huang Y.F., 2013, *Panel data analyses of the pecking order theory and the market timing theory of capital structure in Taiwan*, „International Review of Economics and Finance”, No. 27.
- Chen J., Strange R., 2005, *The Determinants of Capital Structure: Evidence from Chinese Listed Companies*, „Economic Change and Restructuring”, No. 38(1).
- Czerwonka L., 2017, *Struktura kapitału polskich spółek w świetle wybranych teorii*, „Współczesna Gospodarka”, nr 8(1).
- Delcours N., 2007, *The determinants of capital structure in transitional economies*, „International Review of Economics and Finance”, nr 16.
- Duliniec A., 2011, *Finansowanie przedsiębiorstwa. Strategie instrument*, Warszawa, PWE.
- Fattouh B., Harris L., Scaramozzino P., 2008, *Non-Linearity in the Determinants of Capital Structure: Evidence from UK Firms*, „Empirical Economics”, No. 34(3).
- Friend I., Lang L., 1988, *An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure*, „The Journal of Finance”, No. 43(2).
- Gajdka J., 2002, *Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*, Łódź: Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego.
- Gruszczyński M., 2012, *Empiryczne finanse przedsiębiorstw*, Difin, Warszawa.
- Hajduk A., 2005, *Uwarunkowania struktury kapitałowej a polska praktyka gospodarcza*, (w:) *Finanse przedsiębiorstwa. Monografie i opracowania naukowe Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie*, red. J. Ostaszewski, Oficyna Wydawnicza, Warszawa.
- Harris M., Raviv A., 1991, *The Theory of Capital Structure*, „Journal of Finance”, No. 46(1).
- Kester W.C., 1986, *Capital and Ownership Structure: A Comparison of United States and Japanese Manufacturing Corporations*, „Financial Management”, No. 15(1).
- Kłósowska B., Tokarski A., Tokarski M., Chojnacka E., 2006, *Strategie finansowania działalności przedsiębiorstw*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków.
- Jerzemowska M., 1999, *Kształtowanie struktury kapitału w spółkach akcyjnych*, PWN, Warszawa.
- Jędrzejczak-Gas J., 2013, *Struktura kapitału w małych i średnich przedsiębiorstwach*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego”, nr 766, Finanse, Rynki finansowe, Ubezpieczenia, nr 62.
- Kędzior M., 2006, *Wpływ struktury kapitału na wartość przedsiębiorstwa*, „Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Krakowie”, nr 702.
- Kowalik M., 2009, *Determinanty struktury finansowej przedsiębiorstw*, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa”, nr 7.
- Łach K., 2012, *Kierunki badań nad determinantami struktury kapitału przedsiębiorstw w Polsce*, „Zeszyty Naukowe Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego”, nr 12.
- Marsh P., 1982, *The Choice Between Equity and Debt: An Empirical Study*, „The Journal of Finance”, No. 37(1).
- Megginson W.L., 1997, *Corporate Finance Theory*. New York: Addison-Wesley.
- Mustapha M., Ismail H., Minai B., 2011, *Determinants of Debt Structure: Empirical Evidence from Malaysia*, II International Conference on Business and Economic Research.

- Oyesola R.S., 2007, *An Empirical Analysis of the Capital Structure of Selected Quoted Companies in Nigeria*, „The International Journal of Applied Economics and Finance”, No. 1(1).
- Szreder M., 2010, *Metody i techniki sondażowych badań opinii*, PWE, Warszawa.
- Titman S., Wessels R., 1988, *The Determinants of Capital Structure Choice*, „Journal of Finance”, No. 43(1).
- Wiwattanakantang Y., 1999, *An empirical study on the determinants of the capital structure of Thai firms*, „Pacific-Basin Finance Journal”, No. 7(3–4).

## DETERMINANTS OF THE ENTERPRISE'S CAPITAL STRUCTURE – THE EXAMPLE OF EMERGING MARKETS

### SUMMARY

One of the key issues of the enterprise's capital structure is the analysis of the factors that influence the decision of the entity to choose sources of financing its business. Numerous capital structure theories point to a number of determinants that may affect the level of corporate debt. Recognizing this issue allows the managing business entity to make more informed decisions about the source of funding. Hence, both on the international and Polish markets, empirical research on the determinants of the enterprise's capital structure was conducted. This article presents the most commonly used research methods in the area of capital structure's determinants analysis. The paper presents also results of empirical research in this area which took place in the emerging market, among others in Poland.

**Keywords:** capital structure, sources of financing, determinants of capital structure.