

Katarzyna Łach

Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

Kierunki badań nad determinantami struktury kapitału przedsiębiorstw w Polsce

1. Wprowadzenie

Zarządzanie strukturą kapitału przedsiębiorstwa pozostaje nadal jednym z najczęściej podejmowanych, lecz równocześnie jednym z najbardziej kontrowersyjnych zagadnień współczesnych finansów. Od końca lat 50. ubiegłego stulecia, kiedy dzięki pracom F. Modiglianiego i M. Millera powstał teoretyczny zarys związku między strukturą kapitału a wartością przedsiębiorstwa, powstała ogromna liczba publikacji naukowych rozwijających ten temat. W większości z nich dominują jednak rozważania teoretyczne. Badań empirycznych jest stosunkowo niewiele, a większość z nich przeprowadzonych zostało w Stanach Zjednoczonych. Studia literatury wskazują, że stosunkowo niewiele badań dotyczących struktury kapitału i kształtujących ją czynników zostało zrealizowanych w Polsce, na danych dotyczących przedsiębiorstw polskich.

Determinanty struktury kapitału wymieniane w licznych artykułach naukowych, jak również w niemal wszystkich podręcznikach z zakresu finansów przedsiębiorstw, stanowią pewne prawidłowości, hipotezy, które nie zawsze są weryfikowane badaniami empirycznymi. Dlatego celem niniejszego artykułu jest próba syntetycznej prezentacji wyników kilku przeprowadzonych badań empirycznych nad determinantami struktury kapitału polskich przedsiębiorstw.

2. Istota determinant struktury kapitału przedsiębiorstw

Udział poszczególnych źródeł finansowania w strukturze kapitałowej przedsiębiorstw był od wielu lat i nadal jest przedmiotem wielu dyskusji i polemik, zarówno w środowiskach biznesowych, jak i naukowych. W zakresie teorii struktury kapitału rozwinęły się nurty wskazujące na istnienie czynników, które wpływają na poziom zadłużenia w przedsiębiorstwach.

Problematyka determinant struktury kapitału jest tematem licznych opracowań, artykułów, a nawet monografii. W każdej publikacji dotyczącej struktury kapitału wymienia się mniejszy lub większy zbiór determinant jej kształtowania. Determinanty struktury kapitału są także tematem wielu publikacji zagranicznych (np. [Graham i Leary 2011; Suhaila i Mahmood 2008; Graham i Harvey 2001, 2002, 2003; Vasiliou i Daskalakis 2009; Fama i French 1998; Bancel i Mittoo 2002; Antoniou, Guney i Paudyal 2008; Huang i Song 2002]). Dogłębne studia literatury prowadzą jednak do stwierdzenia, że po pierwsze, występuje wiele nieścisłości w zakresie i rozumieniu poszczególnych czynników, a po drugie, sama istota determinant struktury kapitału nie została jednoznacznie zdefiniowana. Pojęcie determinant może być dwojako rozumiane.

Pierwsze podejście ściśle wiąże się z definicją struktury kapitału. Otóż jeśli jest nią określona proporcja między kapitałami własnymi a obcymi, to determinanty struktury kapitału określają czynniki wpływające na tę proporcję. Inaczej mówiąc, określają, co wpływa na dany poziom zadłużenia (dźwigni finansowej) w przedsiębiorstwie. Taka koncepcja jest najczęściej prezentowana w literaturze, zarówno w ujęciu teoretycznym, jak i empirycznym. Większość badań w tym zakresie polega na wyznaczeniu czynników skorelowanych z poziomem zadłużenia przedsiębiorstw.

Niektórzy autorzy przyjmują, że determinanty struktury kapitału to kryteria wyboru źródeł finansowania, rozumiane jako określona forma pozyskiwania kapitału własnego (dodatkowy kapitał podstawowy, zysk zatrzymany) lub obcego (kredyt bankowy, długo- i krótkoterminowy, pożyczka, emisja dłużnych papierów wartościowych, zobowiązania operacyjne). W tym ujęciu determinanty wpływają na podjęcie decyzji o pozyskaniu kapitału z określonego źródła (w określonej formie), kiedy zachodzi potrzeba podwyższenia kapitału przedsiębiorstwa.

W literaturze obydwie ujęcia determinant struktury kapitału są niejednokrotnie mylone. W wielu opracowaniach wymieniana jest duża liczba czynników, wyszczególnianych nieco bezkrytycznie i bez oparcia się na wynikach badań empirycznych. Często determinanty te są jedynie wspomniane, bez wskazania, w jakim kierunku i z jaką siłą oddziałują na strukturę kapitału. Mogłoby to więc sugerować, że autorzy myślą nie o czynnikach wpływających na dany poziom

zadłużenia, ale o uwarunkowaniach podejmowania decyzji o pozyskiwaniu dodatkowych kapitałów.

Powyższe okoliczności sprawiają, że w literaturze przedmiotu znaleźć można bardzo długą listę czynników określanych mianem determinant struktury kapitału. Wiele z nich pokrywa się, wiele w różnych pozycjach literatury występuje pod różnymi nazwami. W kolejnym punkcie podjęto próbę zaprezentowania poszczególnych sposobów ich klasyfikacji, jak również syntezy.

3. Klasyfikacja determinant struktury kapitału

Istnieje wiele kryteriów podziału determinant struktury kapitału. Najczęściej determinanty dzieli się według ich związku z otoczeniem przedsiębiorstwa (makro- i mikroekonomiczne) oraz możliwości reagowania na nie przez firmę (wewnętrzne i zewnętrzne). W tabeli 1 zaprezentowano różne sposoby wyodrębniania determinant w literaturze przedmiotu.

Tabela 1. Kryteria podziału determinant struktury kapitału

Kryterium	Determinanty	Wyjaśnienie
Możliwość reagowania przedsiębiorstwa na determinanty [Hamrol i Sieczko 2006; Tokarski 2006]	Wewnętrzne (endogeniczne)	Mogą być w dużej mierze kształtowane przez sam podmiot gospodarczy
	Zewnętrzne (egzogeniczne)	Obejmują zmienne, które nie mogą być przedmiotem wpływu pojedynczej firmy
Związek determinant z otoczeniem przedsiębiorstwa [Iwin-Garżyńska i Adamczyk 2009; Ickiewicz 1996; Błach 2009]	Mikroekonomiczne	Związane z otoczeniem konkurencyjnym (otoczeniem bliższym). Wynikają ze wzajemnych stosunków między podmiotami i są kształtowane w samym przedsiębiorstwie
	Makroekonomiczne	Związane z otoczeniem dalszym, makrootoczeniem przedsiębiorstwa
Możliwość skwantyfikowania determinant [Barowicz 2012]	Ilościowe	Są mierzalne i mogą być przedmiotem badań metodami ilościowymi
	Jakościowe	Są niemierzalne. W badaniach stosuje się metody jakościowe, subiektywne
Specyfika determinant [Kowalik 2009]	Prawne	Wynikają z przepisów prawa
	Ekonomiczne (finansowe)	Wynikają z sytuacji finansowej podmiotu

cd. tabeli 1

Kryterium	Determinanty	Wyjaśnienie
Sposób podejścia do wyodrębnienia determinant [Szczepaniak 2009]	Subiektywne	Wynikają ze specyfiki danego przedsiębiorstwa
	Obiektywne	Wyznaczają dostępność różnych form finansowania wszystkim podmiotom funkcjonującym we wspólnym otoczeniu
Wpływ na poziom dźwigni finansowej (zadłużenia) [Duliniec 2011]	Czynniki zachęcające do zwiększania zadłużenia	Określają korzyści płynące z dodatkowych kapitałów obcych
	Czynniki zniechęcające do zwiększania zadłużenia	Wskazują na koszty zwiększania zadłużenia

Źródło: opracowanie własne.

Poniżej zaprezentowano wynik studiów literatury z zakresu determinant struktury kapitału. Wymienione czynniki zostały w poszczególnych publikacjach opisane jako determinanty struktury kapitału. Determinanty zgrupowano według najczęściej stosowanego w literaturze kryterium, jakim jest podział na czynniki makroekonomiczne i mikroekonomiczne (tabela 2).

Tabela 2. Determinanty struktury kapitału wymieniane w literaturze przedmiotu

Determinanty mikroekonomiczne	Determinanty makroekonomiczne
Dostępność	System podatkowy
Koszt	Polityka pieniężna
Elastyczność	Uwarunkowania prawne
Ryzyko finansowe	Koniunktura gospodarcza
Ryzyko operacyjne	Rynek kapitałowy
Rentowność	Inflacja
Stabilność sprzedaży	
Płynność finansowa	
Polityka dywidend	
Postawa właścicieli	
Postawa menedżerów	
Wielkość przedsiębiorstwa	
Forma prawna przedsiębiorstwa	

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Błach 2009, s. 87–106; Łukasik 1998, s. 32–51; *Finanse spółki...* 2009, s. 127–220; Iwin-Garzyńska i Adamczyk 2009, s. 61–66; Tokarski 2006, s. 128–143; Grzywacz 2008, s. 177–199; Jajuga i Słoński 1997, s. 247–275; Jerzemowska 1999, s. 29–60; Skowronek-Mielczarek 2003, s. 133–135].

Determinanty są wzajemnie powiązane. Na przykład określona polityka pieniężna jest wynikiem aktualnej i spodziewanej inflacji, koniunktury gospodarczej. Stanowione na bieżąco prawo, również podatkowe, jest także efektem obecnej sytuacji gospodarczej, inflacji itp. Rozwój rynku finansowego zależy m.in. od obowiązującego prawa czy sytuacji gospodarczej.

Podobne powiązania zauważyć można także w odniesieniu do determinant mikroekonomicznych. Najsilniejszy związek istnieje między kosztem i dostępnością kapitału a pozostałymi czynnikami. Rentowność, stabilność sprzedaży, płynność, aktualny poziom zadłużenia (dźwignia finansowa), a więc ogólnie kondycja finansowa przedsiębiorstwa, determinują koszt pozyskanego kapitału, a także jego dostępność. Istnieje także ścisły związek między kosztem a dostępnością kapitału. Biorąc pod uwagę to, że warunkiem zasadności ekonomicznej angażowania kapitału w działalność gospodarczą jest koszt niższy niż efektywność jego wykorzystania (stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału), kapitał obciążony kosztem wyższym jest dla firmy niedostępny.

4. Przegląd badań empirycznych nad determinantami struktury kapitału polskich przedsiębiorstw

W badaniach empirycznych nad determinantami struktury kapitału przeważają dwa podejścia. Pierwsze z nich, spotykane najczęściej, polega na analizie relacji pomiędzy wybranymi czynnikami a poziomem zadłużenia za pomocą związków korelacyjnych. Czynniki te (zmienne objaśniające względem zmiennej objaśnianej, którą jest poziom zadłużenia) obliczane są jako wskaźniki odpowiednio dobranych danych ze sprawozdań finansowych przedsiębiorstw. Najczęściej są nimi:

- struktura aktywów, nazywana też specyfiką branży (rzeczowe aktywa trwałe / aktywa ogółem, oraz wartości niematerialne i prawne / aktywa),
- rentowność sprzedaży (wynik finansowy netto lub z działalności operacyjnej / przychody ze sprzedaży),
- rentowność aktywów (wynik finansowy netto lub z działalności operacyjnej / aktywa),
- płynność (aktywa obrotowe / aktywa ogółem),
- koszt kapitału (wynik finansowy netto + odsetki / kapitał własny + obcy),
- wielkość firmy (wartość przychodów ze sprzedaży lub wartość aktywów),
- perspektywy wzrostu (procentowa zmiana przychodów ze sprzedaży lub procentowa zmiana aktywów),
- unikalność produktu (koszty sprzedaży / przychody ze sprzedaży),

- nieodsetkowa tarcza podatkowa (amortyzacja / aktywa ogółem),
- efektywna stopa podatkowa (podatek dochodowy / wynik finansowy brutto),
- ryzyko operacyjne (odchylenie standardowe procentowej zmiany wartości zysków operacyjnych),
- polityka dywidend (dywidenda / wynik finansowy netto).

Wybór takich czynników ogranicza zarówno zakres, jak i przydatność wyników tych badań. Podejście takie zawęży bowiem zestaw determinant struktury kapitału do czynników wewnętrznych, wynikających ze specyfiki danego przedsiębiorstwa. Oznacza to równocześnie ignorowanie wpływu otoczenia makroekonomicznego na dobór źródeł finansowania oraz prowadzoną strategię finansowania.

Dobór zaprezentowanych powyżej czynników wpływających na strukturę finansowania wynika, zdaniem autorów tych badań, z istniejących w literaturze teorii struktury kapitału. Problem jednak w tym, że niektóre czynniki są w jednych teoriach dodatnio, a w innych ujemnie skorelowane z poziomem zadłużenia. Dodatkowym celem we wspomnianych pracach jest próba wskazania, która z opisywanych w literaturze teorii struktury kapitału najlepiej tłumaczy zachowanie polskich przedsiębiorstw.

Druga grupa prac empirycznych nad determinantami struktury kapitału polega, ogólnie rzecz biorąc, na wskazaniu na podstawie badań ankietowych, które czynniki brane są pod uwagę przy podejmowaniu decyzji finansowych przez menedżerów przedsiębiorstw. W badaniach tych poszukuje się determinant danego poziomu relacji kapitałów własnych do obcych, jak również czynników wpływających na dobór źródeł finansowania. Ankiety przeprowadzane są najczęściej wśród osób odpowiedzialnych w przedsiębiorstwie za formułowanie strategii finansowania.

Jedną z niedoskonałości takich analiz polega na tym, że determinanty są w badaniach najczęściej już zasugerowane respondentom. Kolejną jest brak możliwości udowodnienia, że czynnik uznany przez ankietowanego za istotny w procesie tworzenia strategii finansowania (struktury kapitału) był w rzeczywistości istotny i determinujący. W większości czynników brane pod uwagę w tych badaniach są jakościowe i niemierzalne lub trudne do zmierzenia za pomocą metod ilościowych. Rzeczywisty ich wpływ trudno jest więc potwierdzić. W tabeli 3 zaprezentowano wyniki wybranych badań empirycznych nad czynnikami struktury kapitału w polskich przedsiębiorstwach. Wybrane opracowania zostały opisane chronologicznie, według daty ich publikacji.

Tabela 3. Wybrane badania empiryczne nad determinantami struktury kapitału przedsiębiorstw w Polsce

Autor i rok publikacji	Okres analizy	Próba badawcza	Metoda	Wnioski
A. Skowroński, 2002	1991–1997	78 spółek giełdowych	Korelacja; zadłużenie a wskaźniki	W spółkach występuje zagrożenie kosztami agencji; wyższy udział długu obniża ich wysokość. Istnieje zależność (ujemna) między stopniem zadłużenia a rentownością sprzedaży, co potwierdza tezę teorii hierarchii źródeł finansowania. Teoria wartości likwidacyjnej znajduje potwierdzenie w polskich przedsiębiorstwach (im niższe koszty bankructwa, tym niższe zadłużenie)
A.E. Miarcka, 2004	2002	80 spółek giełdowych	Ankieta	Najistotniejszymi czynnikami kształtowania struktury kapitału są: – koszt kapitału, – dostępność kapitału, – rentowność, – ryzyko operacyjne i finansowe
B. Czaja, 2005	2000–2002	127 spółek giełdowych	Korelacja, regresja; zadłużenie a wskaźniki	Determinantami struktury kapitału są: – rentowność sprzedaży (korelacja –), – rozmiar spółki (korelacja +), – nieodsetkowa tarcza podatkowa (korelacja +)
M. Hamrol, J. Siczko, 2006	2002–2004	134 spółki giełdowe	Korelacja, regresja; zadłużenie a wskaźniki	Determinantami struktury kapitału są: – rentowność majątku (korelacja –), – rentowność sprzedaży (korelacja –)
K. Mazur, 2007	1997–2004	238 spółek giełdowych	Korelacja, regresja; zadłużenie a wskaźniki	Determinantami struktury kapitału są: – płynność finansowa (korelacja –), – rentowność sprzedaży (korelacja –)
I. Borkowska, 2007	2007	30 zakwalifikowanych z losowo wybranych 236	Ankieta	Determinantami struktury kapitału są: a) o największym znaczeniu: – dostępność kapitału, – koszt kapitału; b) o mniejszym znaczeniu: – elastyczność, – ryzyko działalności; c) o najmniejszym znaczeniu: – dźwignia finansowa; d) dodatkowo intuicja

cd. tabeli 3

Autor i rok publikacji	Okres analizy	Próba badawcza	Metoda	Wnioski
A. Zygmunt, 2009	2001–2007	1 wybrana firma produkcyjna	Korelacja, regresja; zadłużenie a wskaźniki	Determinantami struktury kapitału są: – dynamika wzrostu (aktywów) (korelacja +), – nieodsetkowa tarcza podatkowa (korelacja –)
A. Wolak-Tuzimek, 2010	2004–2006	318 losowo wybranych	Ankieta, test niezależności chi-kwadrat	Determinanty wyboru źródeł finansowania: – wielkość przedsiębiorstwa, – realizowane przychody, – osiągnany zysk, – udział kapitału własnego
Z. Wilimowska, M. Wilimowski, 2010	2003–2007	8 firm z branży motoryzacyjnej	Korelacja: zadłużenie a wskaźniki	Determinantami struktury kapitału są: – struktura aktywów (korelacja –), – płynność finansowa (korelacja –), – rentowność sprzedaży (korelacja –), – wielkość przedsiębiorstwa (korelacja +)

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Skowroński 2002, s. 59–73; Miarecka 2004, s. 65–77; Czaja 2005, s. 25–38; Hamrol i Sieczko 2006, s. 127–141; Mazur 2007, s. 21–27; Zygmunt 2009, s. 7–12; Borkowska 2007, s. 207–213; Wolak-Tuzimek 2010, s. 337–349; Wilimowska i Wilimowski 2010, s. 627–641].

Jak wynika z tabeli 3, najczęściej stosowaną metodą przywołanych badań była korelacja i regresja. Tak przeprowadzone obliczenia wskazywały konkretne czynniki wpływające na strukturę kapitału. Determinantą potwierdzoną w największej liczbie badań jest rentowność sprzedaży, mierzona zyskiem operacyjnym. We wszystkich opracowaniach stwierdzono ujemną korelację tej zmiennej z zadłużeniem przedsiębiorstw. Kolejnym czynnikiem, który wpływa na poziom kapitałów obcych przedsiębiorstw, jest płynność finansowa, im wyższy jest jej poziom, tym mniejszy udział długu. Dodatnią korelację z zadłużeniem zaobserwowano w dwóch badaniach dla parametru wielkości przedsiębiorstwa. Tak więc większe podmioty są w większym stopniu zadłużone. W stosunku do innego czynnika – nieodsetkowej tarczy podatkowej, zaobserwowano w dwóch badaniach sprzeczne wyniki. Jedno z nich potwierdziło istnienie ujemnej korelacji, drugie – dodatniej.

Koszt kapitału, czynnik wymieniany w literaturze jako podstawowa determinanta struktury kapitału, nie znalazł potwierdzenia w badaniach przy użyciu współczynników korelacji i modeli regresji. Był on wprawdzie brany pod uwagę, ale sposób jego ujęcia budzi pewne zastrzeżenia. W jednym opracowaniu uwzględniono dwie zmienne objaśniające poziom zadłużenia związane

z kosztem kapitału: koszt funduszy własnych oraz średnioważony koszt kapitału. Sposób ich obliczenia nie został jednak szczegółowo opisany. W dwóch innych badaniach empirycznych analizowano zależność między zadłużeniem a kosztem kapitału wyrażonym jako relacja zysku netto powiększonego o odsetki do wartości aktywów ogółem przedsiębiorstwa. Taki wskaźnik zakładałby, po pierwsze, że cały zysk jest wypłacany w formie dywidendy, a po drugie, uwzględnienie rzeczywiście poniesionych kosztów kapitału (choć w dużym przybliżeniu), a nie kosztu kapitału dostępnego na rynku (rynkowe stopy procentowe). Badania nad wpływem kosztu kapitału na poziom zadłużenia przedsiębiorstw nie wykazały istnienia takiej zależności. Warto jednak podkreślić, że we wszystkich badaniach ankietowych koszt kapitału był zawsze wskazywany jako istotna determinanta struktury źródeł finansowania.

Jak wcześniej wspomniano, celem wielu prac było wskazanie, według której teorii struktury kapitału menedżerowie polskich przedsiębiorstw kształtują źródła finansowania. Choć w żadnym opracowaniu nie stwierdzono pełnego potwierdzenia danej koncepcji, teoria hierarchii źródeł finansowania sygnalizowana była jako najbardziej odpowiadająca zmianom struktury kapitału polskich przedsiębiorstw.

5. Podsumowanie

Prowadzone w Polsce badania nad determinantami struktury kapitału są nieliczne i o niewielkim zasięgu (niewielka próba badawcza). Znaczna ich część dotyczy stosunkowo wczesnego okresu transformacji polskiej gospodarki, w którym występowały specyficzne warunki prowadzenia działalności gospodarczej, a istniejące uwarunkowania makroekonomiczne ograniczały dostęp do kapitałów zewnętrznych. Dodatkowo w tym okresie wiedza zarządzających na temat istotności prowadzenia przemyślanej strategii finansowania przedsiębiorstw była niewielka. Przeprowadzone badania dotyczyły stosunkowo krótkich okresów, najczęściej obejmujących trzy lata, najdłuższy okres badań wynosił osiem lat.

Do próby badawczej najczęściej brano spółki giełdowe, których w strukturze podmiotów gospodarczych funkcjonujących w Polsce jest bardzo niewiele. Warto podkreślić także fakt, że spółki giełdowe to specyficzne przedsiębiorstwa, w których świadomość konieczności prowadzenia przemyślanej strategii finansowania jest z pewnością większa niż w przeciętnej, większej firmie. Wyniki takich badań, a więc określone determinanty struktury kapitału, nie mogą być przeniesione na całą populację przedsiębiorstw.

W większości opracowań badano te same zmienne objaśniające (determinanty struktury kapitału), odczytywane i obliczane na podstawie sprawozdań finansowo-

wych analizowanych spółek. Zmienne te stanowiły wskaźniki opisujące sytuację finansową przedsiębiorstw oraz specyfikę branży, w której działają. Czynniki te zaliczyć można do tzw. wewnętrznych (mikroekonomicznych) determinant struktury kapitału. W badaniach w ogóle nie uwzględniano wpływu czynników makroekonomicznych.

W poszczególnych badaniach struktura kapitału, a więc zmienna objaśniana, była inaczej formułowana. Po pierwsze, analizowano różne wskaźniki: relację kapitałów obcych do sumy bilansowej, relację kapitału obcego do własnego oraz kapitału własnego do obcego. Po drugie, poszczególne grupy kapitałów były różnie definiowane. Kapitałami obcymi w części badań były wszystkie zobowiązania i rezerwy na zobowiązania, innym razem – same zobowiązania oprocentowane. W jednym opracowaniu za kapitały obce przyjęto wyłącznie zobowiązania długoterminowe. Kapitały własne także ujmowano dwojako. Najczęściej była to księgowo wartość funduszy własnych, w pewnym jednak podejściu wzięto pod uwagę również rynkową wartość kapitału własnego. Odmienne zdefiniowane zmienne objaśniane prowadzić mogą do różnych wyników badań.

W odniesieniu do badań ankietowych warto podkreślić, że na ich wyniki niejednokrotnie wpływ mają określone kompetencje respondentów (ich wiedza finansowa). Mogą one także być subiektywne i zniekształcone. Dyrektor finansowy przedsiębiorstwa czy inna osoba odpowiadająca na pytania zawarte w ankietach może podawać jako czynniki uwzględniane przez siebie w prowadzonej polityce finansowej zgodnie z wiedzą teoretyczną, a nie stanem faktycznym. Badania nad determinantami struktury kapitału nie są więc łatwe, powyższe jednak wnioski stanowić powinny istotne argumenty za koniecznością prowadzenia dalszych badań empirycznych nad strukturą kapitału polskich przedsiębiorstw oraz determinującymi ją czynnikami.

Literatura

- Antoniou A., Guney Y., Paudyal K. [2008], *The Determinants of Capital Structure: Capital Market Oriented versus Bank Oriented Institution*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis”, nr 43(1), Cambridge University Press.
- Bancel F., Mittoo U.R. [2002], *The Determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms*, AFA 2003 Washington, DC Meetings; EFMA 2002 London Meetings, Working Paper Series, www.ssrn.com.
- Barowicz M. [2012], *Empiryczna identyfikacja wybranych determinant struktury kapitałowej*, Praca doktorska, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Kraków 2012.
- Błach J. [2009], *Ewolucja teorii struktury kapitału*, „Finanse”, nr 1(1).
- Borkowska I. [2007], *Kryteria wyboru źródeł finansowania przedsiębiorstw w aspekcie metodologicznej racjonalności podejmowania decyzji finansowych [w:] Strategie*

- wzrostu wartości przedsiębiorstwa, red. E. Urbańczyk, Kreos: Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.
- Czaja B. [2005], *Zastosowanie teorii struktury kapitału na polskim rynku kapitałowym*, Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego, nr 2, Gdańsk.
- Duliniec A. [2005], *Determinanty polityki finansowej przedsiębiorstwa*, e-finanse Finansowy Kwartalnik Internetowy, www.e-finanse.com, nr 1.
- Duliniec A. [2011], *Finansowanie przedsiębiorstwa. Strategie i instrumenty*, PWE, Warszawa.
- Fama E.F., French K.R. [1998], *Taxes, Financing Decisions, and Firm Value*, „The Journal of Finance”, vol. 53, nr 3.
- Finanse spółki akcyjnej* [2009], red. J. Ostaszewski, T. Cicirko, K. Kreczmańska-Gigol, P. Russel, Difin, Warszawa.
- Graham J.R., Harvey C.R. [2001], *The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field*, „Journal of Financial Economics”, vol. 60.
- Graham J.R., Harvey C.R. [2002], *How Do CFOs Make Capital Budgeting and Capital Structure Decisions?* „The Journal of Applied Corporate Finance”, vol. 15, nr 1.
- Graham J.R., Harvey C.R. [2003], *The Theory and Practice of Corporate Finance: The Data*, Working Paper Series, May 12, www.ssrn.com.
- Graham J.R., Leary M.T. [2011], *A Review of Empirical Capital Structure Research and Directions for the Future*, „Annual Review of Financial Economics”, vol. 3.
- Grzywacz J. [2008], *Kapitał w przedsiębiorstwie i jego struktura*, SGH, Warszawa.
- Hamrol M., Sieczko J. [2006], *Czynniki kształtujące strukturę kapitału polskich spółek giełdowych*, Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego, nr 1, Gdańsk.
- Huang S.G.H., Song F.M. [2002], *The Determinants of Capital Structure: Evidence from China*, HIEBS (Hong Kong Institute of Economics and Business Strategy), Working Paper Series, www.ssrn.com.
- Ickiewicz J. [1996], *Pozyskiwanie i struktura kapitału a długookresowe cele przedsiębiorstwa*, SGH, Warszawa.
- Iwin-Garzyńska J., Adamczyk A. [2009], *Wybrane zagadnienia finansów przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa.
- Jajuga T., Słoński T. [1997], *Finanse spółek. Długoterminowe decyzje inwestycyjne i finansowe*, Wydawnictwo AE we Wrocławiu, Wrocław.
- Jerzemowska M. [1999], *Kształtowanie struktury kapitału w spółkach akcyjnych*, PWN, Warszawa.
- Kowalik M. [2009], *Determinanty struktury finansowej przedsiębiorstw*, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa”, nr 7.
- Łukasik G. [1998], *Polityka pozyskiwania kapitału przez przedsiębiorstwa w warunkach rozwoju rynku finansowego*, Wydawnictwo AE w Katowicach, Katowice.
- Mazur K. [2007], *Determinanty struktury kapitału polskich spółek*, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa”, nr 8.
- Miarecka A.E. [2004], *Dostępność kapitału jako ważna determinanta rozwoju organizacji gospodarczych [w:] Finansowe uwarunkowania rozwoju organizacji gospodarczych*, red. J. Turyn, W. Szczęsny, Difin, Warszawa.

- Skowronek-Mielczarek A. [2003], *Małe i średnie przedsiębiorstwa. Źródła finansowania*, C.H. Beck, Warszawa.
- Skowroński A. [2002], *Czynniki kształtujące strukturę kapitału polskich przedsiębiorstw w świetle badań empirycznych* [w:] *Kapitałowa strategia przedsiębiorstwa*, red. J. Sobiech, Wydawnictwo AE w Poznaniu, Poznań.
- Suhaila M.K., Mahmood W.M. [2008], *Capital Structure and Firm Characteristics: Some Evidence from Malaysian Companies*, Working Paper Series, www.ssrn.com.
- Szczepaniak P. [2009], *Struktura kapitałowa przedsiębiorstwa a cele właścicieli na przykładzie polskich spółek giełdowych*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, nr 61, Wrocław.
- Tokarski A. [2006], *Strategie finansowania działalności przedsiębiorstw produkcyjnych*, Wydawnictwo Adam Marszałek, Toruń.
- Vasiliou D., Daskalakis N. [2009], *Institutional Characteristics and Capital Structure: A Cross-national Comparison*, „Global Finance Journal”, vol. 19.
- Wilimowska Z., Wilimowski M. [2010], *Wpływ czynników mikroekonomicznych na zarządzanie strukturą kapitałową polskich przedsiębiorstw* [w:] *Komputerowo zintegrowane zarządzanie*, t. 2, red. R. Knosala, Oficyna Wydawnicza Polskiego Towarzystwa Zarządzania Produkcją, Opole.
- Wolak-Tuzimek A. [2010], *Analiza kapitału własnego i obcego w przedsiębiorstwie przy wykorzystaniu testu niezależności chi-kwadrat* [w:] *Kierunki zmian w finansach przedsiębiorstwa*, red. J. Sobiech, Wydawnictwo AE w Poznaniu, Poznań.
- Zygmunt A. [2009], *Analiza oddziaływania zewnętrznych i wewnętrznych czynników na strukturę kapitału przedsiębiorstwa (w wybranym przedsiębiorstwie produkcyjnym)* [w:] *Nauka i praktyka – staże zawodowe w przedsiębiorstwach*, Politechnika Opolska, Akademicki Inkubator Przedsiębiorczości.

Trends in Research of Capital Structure Determinants in Companies Operating in Poland

Capital structure and its determinants constitute one of the most frequently and most significant areas discussed in financial literatures. However, the majority of publications are dedicated to theoretical considerations. Few empirical research studies refer to the cases of Polish companies. Corporate finance manuals offer a large number of capital structure determinants which can be a basis for identifying certain regularities and formulating hypotheses. Not all of them, however, are verified by empirical research. This paper attempts to present a synthetic analysis of the results of several research studies in this area. Most of the research is based on correlation and regression methods. The results indicate that profitability and financial liquidity are the major capital structure determinants in Polish companies. The hypothesis that the cost of capital, frequently referred to in literatures as the most significant factor, is not confirmed by the conducted analyses. Although the available results of research do not fully confirm any capital structure concepts proposed in literatures, it can be suggested that the theory of the hierarchy of the sources of financing is the one that best describes changing debt levels in Polish companies.

Katarzyna Łach – magister, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Wydział Finansów, Katedra Finansów Przedsiębiorstw.

Zainteresowania naukowo-badawcze: źródła finansowania działalności gospodarczej, struktura kapitału i jej determinanty, wpływ polityki pieniężnej na finanse przedsiębiorstw.

e-mail: lachk@uek.krakow.pl

