



SZKOŁA GŁÓWNA HANDLOWA W WARSZAWIE
WARSAW SCHOOL OF ECONOMICS

Kolegium Gospodarki Światowej

mgr Natalia Szomko

ROZPRAWA DOKTORSKA

**Determinanty struktury kapitału
spółek notowanych na GPW
w zależności od przynależności
sektorowej**

PROMOTOR: prof. dr hab. Aleksandra Duliniec

Warszawa 2018

mgr Natalia Szomko

Determinanty struktury kapitału przedsiębiorstw notowanych na GPW w zależności od przynależności sektorowej – streszczenie

Pomimo licznych prac empirycznych i teoretycznych dotyczących problematyki determinant struktury kapitału, dotychczas nie został wypracowany konsensus co do zestawu czynników mających istotny wpływ na wskaźniki zadłużenia przedsiębiorstw. Rozbieżności w wynikach badań innych autorów wynikają między innymi z różnic w badanych zestawach determinant, sposobach ich operacjonalizacji oraz wykorzystywanych metodach badawczych. Badania empiryczne innych autorów dotyczące przedsiębiorstw prowadzących działalność w Polsce oparte były na niewielkich próbach oraz wykorzystywały mniej zaawansowane metody badawcze w porównaniu z badaniami dla rynków rozwiniętych. Dalsze badania tej problematyki dla polskich przedsiębiorstw pozwalają na dokładniejsze zrozumienie mechanizmów kształtowania struktury kapitału oraz porównanie otrzymanych wyników z rezultatami otrzymanymi w badaniach innych autorów dla innych rynków.

Wśród czynników mających wpływ na strukturę kapitału przedsiębiorstw wyróżnić można czynniki opisujące sytuację finansową przedsiębiorstwa, jego przynależność sektorową, otoczenie makroekonomiczne oraz instytucjonalne. W ramach tej pracy szczegółowej analizie poddany został wpływ przynależności sektorowej na strukturę kapitału przedsiębiorstw. W badaniach empirycznych innych autorów uwzględniany był jedynie bezpośredni wpływ przynależności sektorowej, podczas gdy oczekiwać można istnienia również wpływu pośredniego uwzględnionego w badaniu będącym przedmiotem tej pracy. W takim przypadku siła i kierunek wpływu innych czynników na wskaźniki zadłużenia będą różnić się w zależności od przynależności sektorowej.

W pracy wykorzystana została metoda hierarchicznych modeli wielopoziomowych, która pozwala na uwzględnienie zróżnicowanego wpływu badanych czynników na wskaźniki zadłużenia przedsiębiorstw pomiędzy sektorami. Wśród nowatorskich elementów pracy wskazać można również przeprowadzenie badania dla dłuższego okresu analizy oraz uwzględnienie większej liczby przedsiębiorstw. Ponadto w pracy analizowany był wpływ wybranych czynników na wskaźniki zadłużenia całkowitego oraz długoterminowego, co pozwala na porównanie zestawu determinant w zależności od przyjętego sposobu operacjonalizacji struktury kapitału.

Celem pracy jest ocena wpływu determinant struktury kapitału na wskaźniki zadłużenia przedsiębiorstw notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w zależności od sektora, w którym przedsiębiorstwo prowadzi działalność. Zgodnie z tezą pracy, wpływ wybranych czynników kształtujących strukturę kapitału spółek notowanych na GPW na ich wskaźniki zadłużenia jest uzależniony od przynależności sektorowej. W celu udowodnienia tezy pracy,

weryfikowanych było 8 szczegółowych hipotez badawczych. Pierwsza hipoteza dotyczyła znaczenia zróżnicowania wskaźników zadłużenia pomiędzy sektorami w porównaniu do ich zróżnicowania w latach. Przedmiotem hipotez od drugiej do szóstej był kierunek wpływu analizowanych czynników na wskaźniki zadłużenia przedsiębiorstw, tj. rentowności, możliwości rozwojowych, wielkości przedsiębiorstwa, materialności aktywów oraz ryzyka biznesowego, a także zróżnicowania tego wpływu pomiędzy sektorami. Zgodnie z siódmą hipotezą badawczą, uwzględnienie w badaniu czynników opisujących sytuację makroekonomiczną poprawia jakość oszacowanych modeli. Ósma hipoteza badawcza wskazywała, że modele uwzględniające zróżnicowany wpływ wybranych czynników na wskaźniki zadłużenia pomiędzy sektorami dokładniej opisują badaną zależność niż modele nieuwzględniające tego zróżnicowania.

W celu weryfikacji tezy oraz szczegółowych hipotez badawczych analizie poddane zostały dane finansowe przedsiębiorstw notowanych na GPW w latach 2002-2015 w trybie notowań ciągłych. Próba badawcza liczyła 3 817 obserwacji. Struktura kapitału mierzona była przy wykorzystaniu wskaźnika zadłużenia całkowitego oraz wskaźnika zadłużenia długoterminowego. W badaniu wykorzystane zostały metody analizy wariancji i kowariancji oraz hierarchiczne modele wielopoziomowe. Do porównania jakości modeli wykorzystane zostały kryteria informacyjne Akaike i Schwartza, test ilorazu wiarygodności oraz pierwiastek błędu średniokwadratowego.

Na podstawie wyników analizy wariancji i kowariancji stwierdzono, że zróżnicowanie wskaźników zadłużenia dla przedsiębiorstw polskich jest większe pomiędzy sektorami niż ich zróżnicowanie w latach. W następnej kolejności oszacowane zostały hierarchiczne modele wielopoziomowe. Wielkość oraz ryzyko biznesowe miały pozytywny wpływ na wskaźniki zadłużenia całkowitego, zaś rentowność - negatywny. Ponadto wpływ rentowności oraz materialności aktywów różnił się pomiędzy sektorami. W przypadku wskaźników zadłużenia długoterminowego, zaobserwowany został negatywny wpływ rentowności oraz pozytywny wpływ wielkości przedsiębiorstwa, materialności aktywów oraz ryzyka biznesowego. Ponadto wpływ wielkości oraz możliwości rozwojowych na wskaźniki zadłużenia długoterminowego różnił się pomiędzy sektorami. Wartości kryteriów informacyjnych oraz wyniki testu ilorazu wiarygodności potwierdziły, że uwzględnienie czynników makroekonomicznych, tj. tempo wzrostu PKB, wskaźnik inflacji oraz strukturę terminową stóp procentowych (różnica pomiędzy rentownością 10-letnich i 2-letnich obligacji skarbowych), poprawia jakość modelu. Stwierdzono również, że modele uwzględniające zróżnicowany wpływ badanych czynników pomiędzy sektorami dokładniej opisują kształtowanie się wskaźników zadłużenia dla przedsiębiorstw notowanych na GPW. Tym samym potwierdzona została teza pracy.

Praca składa się z trzech rozdziałów. W rozdziale pierwszym przedstawione zostały główne nurty teoretyczne w zakresie struktury kapitału – teoria hierarchii oraz teoria substytucji. Rozdział drugi zawiera pogłębiony przegląd badań empirycznych innych autorów dotyczących

przedsiębiorstw polskich oraz prowadzących działalność w innych krajach. Badania te porównane zostały pod kątem ich zakresu, analizowanych zmiennych zależnych i niezależnych oraz wykorzystanych metod badawczych. W rozdziale trzecim przedstawione zostało badanie własne będące przedmiotem pracy. Po scharakteryzowaniu etapów procesu badawczego, próba badawcza przedstawiona została przy wykorzystaniu miar statystyki opisowej. Następnie przedstawione zostały wyniki analizy wariancji i kowariancji. Wpływ wybranych czynników na wskaźniki zadłużenia przedsiębiorstw notowanych na GPW oceniony został przy wykorzystaniu hierarchicznych modeli wielopoziomowych. W szczególności oszacowane zostały modele ogólne uwzględniające wpływ wybranych determinant na wskaźniki zadłużenia, modele uwzględniające zróżnicowanie wpływu tych determinant pomiędzy sektorami oraz modele uwzględniające czynniki makroekonomiczne. W rozdziale trzecim przedstawione zostały również oszacowania pierwiastków błędów średniokwadratowych w podziale na sektory. Ostatnią część pracy stanowi podsumowanie, w którym przedstawione zostały wyniki weryfikacji szczegółowych hipotez badawczych oraz tezy pracy.