


MAŁGORZATA KOWALIK

Determinanty struktury długu przedsiębiorstw


<https://doi.org/10.33141/po.2013.02.04>
Przeгляд Organizacji, Nr 2 (877), 2013, ss. 20-24
www.przeглядorganizacji.pl

©Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierownictwa (TNOiK)

Wprowadzenie

 kształtowana struktura finansowa w przedsiębiorstwie jest efektem decyzji podejmowanych przez zarządzających w zakresie finansowania działalności przedsiębiorstw kapitałem własnym i kapitałem obcym. Decyzje te podejmowane są, uwzględniając wiele czynników zarówno o charakterze makroekonomicznym, jak i tych wynikających z samych przedsiębiorstw. W literaturze przedmiotu wskazuje się przede wszystkim na bardzo liczne czynniki kształtujące strukturę finansową, natomiast w niniejszym artykule podjęto próbę identyfikacji determinant struktury długu w przedsiębiorstwach. Zagadnienie to jest bowiem niezmiernie istotne nie tylko dla zarządzających przedsiębiorstwami, ale także dla inwestorów czy pozostałych interesariuszy.

Czynniki kształtujące strukturę długu w przedsiębiorstwie

 przedsiębiorstwa, wykorzystując do finansowania swojej działalności kapitał obcy, pozyskują go z różnych źródeł i od różnych podmiotów. Poszczególne rodzaje długu można zatem sklasyfikować w oparciu o zróżnicowane kryteria, ale najczęściej w tym celu bierze się pod uwagę czas pozostawania tego kapitału w dyspozycji przedsiębiorstwa. W skład zatem zobowiązań i rezerw na zobowiązania zgodnie z układem bilansu wchodzi: rezerwy na zobo-

wiązania, zobowiązania długoterminowe, zobowiązania krótkoterminowe oraz rozliczenia międzyokresowe. Kapitał obcy zatem generalnie można podzielić na długoterminowy i krótkoterminowy, oprocentowany i nieoprocentowany (np. zobowiązania handlowe).

Struktura kapitału obcego ukształtowana w przedsiębiorstwie jest zdeterminowana wieloma czynnikami. Charakteryzując te determinanty struktury długu, nie sposób nie wspomnieć, iż wiele z nich jest także czynnikami wpływającymi na kształtowanie się struktury finansowej w przedsiębiorstwie. Jedną z podstawowych determinant struktury finansowej, a zarazem struktury długu, jest niewątpliwie koszt pozyskiwanego kapitału obcego, na który zwrócono uwagę w pierwszej kolejności.

Koszt kapitału

W krajach o rozwiniętym rynku kapitałowym zaciąganie długu przez przedsiębiorstwa dokonuje się przede wszystkim w drodze emisji obligacji (średnio- i długoterminowych papierów dłużnych), rzadziej zaś poprzez zaciąganie kredytu bankowego. Przedsiębiorstwa decydują się na wykorzystanie obligacji jako źródła finansowania swojej działalności przede wszystkim ze względu na często niższy koszt pozyskania w ten sposób kapitału w porównaniu z kredytem bankowym, albo dłuższy termin spłaty, okres karencji i kapitalizacji odsetek. Jeżeli przedsiębiorstwo wykorzystuje kredyty bankowe, koszt kapitału obcego określa wówczas efektywna stopa oprocentowania uży-

skanego kredytu. W sytuacji pozyskania kapitału obcego poprzez sprzedaż papierów dłużnych koszt tego kapitału zależy od rentowności obligacji. Kupując obligacje, inwestorzy biorą pod uwagę rentowność tej inwestycji, na którą składa się nie tylko nominalne oprocentowanie obligacji, ale również różnica pomiędzy ceną zakupu a ceną jej odsprzedaży przez inwestora na rynku kapitałowym.

Faktyczny koszt długu jest mniejszy od realizowanej przez inwestorów stopy zwrotu ze względu na korzyści wynikające ze zmniejszenia obciążeń podatkowych przedsiębiorstwa. Oprocentowanie długu stanowi bowiem, zgodnie z przepisami prawnymi dotyczącymi podatku dochodowego, koszt uzyskania przychodów, czyli jest kosztem zmniejszającym podstawę opodatkowania. Rzeczywisty koszt długu dla przedsiębiorstwa jest zatem wyznaczany przez stopę jego oprocentowania i stopę opodatkowania zysku. Dług jest zatem dla przedsiębiorstwa jednym z tańszych źródeł finansowania.

Przedsiębiorstwo, mając dostęp do różnych źródeł finansowania działalności, powinno dążyć do optymalizacji swojego zadłużenia z jednoczesną minimalizacją kosztów finansowania działalności. Koszt kapitału jest zatem niezwykle ważną determinantą uwzględnianą w doborze źródeł finansowania przez przedsiębiorstwa.

Wyniki badań prezentowane w literaturze przedmiotu [Prędkiewicz, 2008, s. 206] potwierdzają, iż podstawowym kryterium wyboru obcych źródeł finansowania jest koszt pozyskanego kapitału, a następnie, np. w sektorze MŚP, czas ubiegania się o niego. Szczególnie upla-

sowanie się na drugim miejscu „czasu ubiegania się o kapitał” potwierdza, że problemy finansowe w MŚP są rozwiązywane na bieżąco, a kierownictwo działa za zasadzie „straży pożarnej”, bez przemyślanej strategii działania. Wiele działań w zakresie kształtowania struktury finansowej w tej grupie przedsiębiorstw nie jest zatem planowane, a planowanie, co należy podkreślić, jest przecież podstawą efektywnego zarządzania.

Wielkość przedsiębiorstwa

Stopień dostępności określonych źródeł finansowania jest zróżnicowany w zależności od wielkości przedsiębiorstwa. W literaturze przedmiotu można się bowiem spotkać z poglądem, że małe przedsiębiorstwa unikają zadłużenia długoterminowego. Sami przedsiębiorcy wskazują również kapitał własny jako główne źródło finansowania działalności. Szczególnie wyróżniającą się grupą są mikroprzedsiębiorstwa, które unikając zadłużenia, finansują się głównie kapitałem własnym. Z drugiej strony wiele podmiotów z tej grupy zadłuża się bardziej niż średnie i małe przedsiębiorstwa. Wyniki badań prezentowanych w literaturze [Prędkiewicz, 2008, s. 202] potwierdzają powyższe stwierdzenia, że wraz ze wzrostem wielkości przedsiębiorstwa zwiększa się udział zobowiązań długoterminowych w zobowiązaniach ogółem. Wnioski w stosunku do udziału kredytów i pożyczek krótkoterminowych w zobowiązaniach są identyczne jak w przypadku zobowiązań długoterminowych.

Przedsiębiorstwa duże, zatrudniające 50 i więcej pracowników w większości korzystają natomiast z kredytów i pożyczek udzielanych przez banki. Dla tych firm wymagania stawiane przez banki i fundusze pożyczkowe są zdecydowanie mniej uciążliwe. Rzadziej natomiast z tej formy finansowania korzystają firmy małe – kredyty i pożyczki udzielone tym podmiotom to niecałe 20% portfela kredytowego banków i funduszy pożyczkowych. Wynika to przede wszystkim z relatywnie mniejszych wartościowo potrzeb tej grupy przedsiębiorstw, ale także z niedopasowania przede wszystkim oczekiwań banków do możliwości małych przedsiębiorców w zakresie zabezpieczeń czy sposobów dokumentowania ich działalności (rozbudowane wy-

mogi formalne banków). Zauważalny jest jednak dialog pomiędzy bankami a sektorem MŚP. Banki dostrzegają ten segment klientów – wydzielając dla nich osobne produkty, ale także rozwijają swoje techniki scoringowe i ratingowe, dzięki którym ocena MŚP staje się łatwiejsza, mniej pracochłonna i kosztowna. W konsekwencji powinna się zwiększyć dostępność kredytów także dla tej grupy klientów [Zarzecki i in., 2009, s. 538 - 539].

Wielkość przedsiębiorstwa wydaje się też istotną determinantą, jeżeli chodzi o korzystanie z kredytów handlowych. Przedsiębiorstwa duże mają większą siłę przetargową w relacjach z kontrahentami w stosunku do niewielkiego odbiorcy dóbr czy usług. Można zatem przypuszczać, że im większe przedsiębiorstwo, tym dłuższy cykl płacenia zobowiązań [Prędkiewicz, 2008, s. 204].

Stadium rozwoju przedsiębiorstwa

Zdaniem A. Damodarana struktura finansowania w dużym stopniu zależy od fazy cyklu życia, w której znajduje się przedsiębiorstwo. Cykl życia przedsiębiorstwa dzieli się najczęściej na cztery podstawowe fazy: powstawania i początkowego rozwoju, wzrostu, dojrzałości oraz schyłku działalności. W fazie początkowej i w fazie gwałtownej ekspansji przedsiębiorstwa korzystają z długu w niewielkim stopniu. W miarę jak wzrost spowalnia, a przepływy pieniężne z istniejących inwestycji rosną i stają się bardziej przewidywalne, przedsiębiorstwa w coraz większym stopniu finansują się długiem.

Zmiany w stadium rozwoju przedsiębiorstw odpowiadają zatem zmianom w dostępie do źródeł finansowania oraz zmianom struktury ich kapitału.

Wiele małych i mikrofirm we wczesnych stadiach rozwoju nie jest w stanie zapewnić poręczenia pożyczki czy kredytu, pomimo dobrych pomysłów znajdujących odzwierciedlenie w kreowaniu nadwyżek i w biznesplanach tych firm. W konsekwencji nie mogą skorzystać z formy finansowania obcego w postaci pożyczki, przeważnie też są za słabe, żeby pozytywnie przejść ocenę banku. W związku z powyższym muszą szukać finansowania np. wśród właścicieli – dotychczasowych i/lub nowych, w tym funduszy *private equ-*

ity [Zarzecki i in., 2009, s. 540]. Wraz ze wzrostem przedsiębiorstwa mierzonym wzrostem aktywów czy wzrostem sprzedaży zwiększa się bowiem zapotrzebowanie na środki finansowe.

Na powyższą zależność wskazują również A.N. Berger i G. Udell [Berger, Udell, 1998, s. 622], stwierdzając, że nowe przedsiębiorstwa opierają zwykle swą działalność na zasobach ich właścicieli, gdyż są mało transparentne informacyjnie. Umiarkowany rozwój przedsiębiorstwa otwiera mu drogę do większej liczby dostępnych form finansowania, a co za tym idzie – do aktywnego kształtowania swej struktury kapitałowej. Dojrzewanie firmy daje możliwość obserwacji przez potencjalnych inwestorów jej dokonań, perspektyw, szans i zagrożeń, co obniża poziom asymetrii informacyjnej, a tym samym koryguje warunki wykorzystania krótkoterminowych form finansowania. Finansowaniu krótkoterminowych potrzeb w przedsiębiorstwach mogą służyć m.in.: zobowiązania bieżące wobec dostawców (kredyt kupiecki), pracowników i instytucji publiczno-prawnych, krótkoterminowe kredyty bankowe i inne pożyczki krótkoterminowe (w tym z funduszy pożyczkowych), faktoring czy krótkoterminowe papiery dłużne.

Źródła te w większości przypadków stają się podstawowym sposobem finansowania potrzeb kapitałowych przy ograniczonym dostępie do kredytu długoterminowego i wykorzystania *equity finance*.

Na podstawie powyższych rozważań można zauważyć, iż w początkowym stadium rozwoju przedsiębiorstwa rzadziej wykorzystują kapitał obcy do finansowania swojej działalności i głównie korzystają wówczas z kredytów krótkoterminowych oraz z kredytów handlowych. W miarę dalszego rozwoju przedsiębiorstwa, podejmowania przez niego nowych inwestycji, finansowanie długiem jest bardziej dostępne i pożądane. Kapitał obcy pozyskiwany w tym celu jest głównie z kredytów i pożyczek średnioterminowych, jak również dostępna staje się emisja krótkoterminowych papierów wartościowych. Przedsiębiorstwa rozwijające się, ze znanym ryzykiem i historią biznesową, z określoną strategią i perspektywami rozwoju, częściej pozyskują kapitał na rynku publicznym, emitują obligacje średnioterminowe czy długoterminowe.



W przedsiębiorstwach przechodzących przez kolejne stadia swojego rozwoju zmienia się zatem nie tylko struktura finansowa, ale także struktura kapitału obcego, którym finansowana jest ich działalność. Stadium rozwoju przedsiębiorstwa wywiera zatem istotną rolę w kształtowaniu się struktury długu tych podmiotów.

Sytuacja finansowa i zdolność kredytowa przedsiębiorstwa

Zdolność kredytowa przedsiębiorstwa, jak i jego wypłacalność odgrywają istotną rolę w kształtowaniu się struktury długu. W sytuacji gdy przedsiębiorstwo jest wypłacalne, nie ma problemów z utrzymaniem płynności finansowej, banki chętnie współuczestniczą w finansowaniu działalności takich podmiotów, udzielając im kredytów i pożyczek czy zachęcając do pozyskania kapitału obcego poprzez emisję papierów dłużnych.

Natomiast w okresie gdy przedsiębiorstwo ma problemy płatnicze oraz nie posiada wystarczających zabezpieczeń, by uzyskać kredyt bankowy, wzrasta szczególnie znaczenie kredytu kupieckiego jako źródła finansowania działalności. W sytuacji gdy bank odmawia udzielenia kredytu, najczęściej robi to dostawca, który raczej nie ocenia tak wnikliwie i zarazem rzetelnie sytuacji finansowej swoich odbiorców. Banki bowiem mają dużo lepszy dostęp do informacji o kliencie, jak również dysponują wyszkolonymi analitykami, którzy potrafią szybko dostrzec kłopoty finansowe przedsiębiorstwa.

Procedura pozyskiwania kapitału

Zainteresowanie pozyskiwaniem kapitału obcego poprzez emisję obligacji wśród polskich przedsiębiorstw wzrasta, ale jednak wciąż jest niewielkie. Przyczyn niewielkiego zainteresowania polskich przedsiębiorstw obligacjami można wymienić kilka. Wydaje się, że najważniejszą z nich jest fakt, że emisja obligacji jest postrzegana jako proces bardziej skomplikowany niż pozyskiwanie kapitałów z innych źródeł. W zasadzie można go porównać tylko z emisją akcji na giełdzie. Ponadto obiektywną barierą są stosunkowo wysokie kwoty emisji, których nie można dzielić na przykład na transze uruchamiane

w zależności od programu inwestycyjnego przedsiębiorstwa. Poza tym ponieważ obligacja trafia na rynek kapitałowy, to od jego zmiennych nastrojów będzie zależało powodzenie emisji. W czasach dekonjunktury i kryzysu emitent może mieć problemy ze sprzedażą swoich papierów, albo może się okazać, że są one znacznie droższe niż oczekiwano. Pewnym, często wykorzystywanym zabezpieczeniem w tej sytuacji jest gwarancja objęcia całej lub części emisji przez bank [Zarzecki i in., 2009, s. 540 - 541].

Wobec powyższego decyzja o wykorzystaniu obligacji jako źródła finansowania powinna mieć konkretne umotywowanie. Często jest nim niższy koszt w porównaniu z kredytem bankowym albo dłuższy termin spłaty, okres karencji i kapitalizacji odsetek. Ponadto nabywcy obligacji z reguły mniej niż inni kapitałodawcy zewnętrzni są zainteresowani ingerowaniem w bieżące zarządzanie spółką, co może dla niektórych podmiotów ceniących niezależność być dobrym rozwiązaniem.

Wśród przedsiębiorstw w Polsce popularnym źródłem finansowania obcego jest niewątpliwie kredyt handlowy. Można przypuszczać, że mają na to istotny wpływ właśnie ograniczone do minimum formalności – jest to bowiem praktycznie umowa, często słowna albo wyrażona na dokumencie zapłaty, co do terminu uregulowania zobowiązania.

Alternatywę dla kredytu obrotowego w pewnych sytuacjach stanowi także faktoring. Wprawdzie jest od niego nieco droższy, ale nie wymaga ustanawiania zabezpieczeń, a w związku z tym ponoszenia ich kosztów, poza tym w przeciwieństwie do kredytu nie powoduje zwiększania zadłużenia, więc nie zmniejsza przyszłej zdolności kredytowej przedsiębiorstwa.

Korzystanie ponadto z usług firm leasingowych staje się coraz bardziej popularne z uwagi także na uproszczoną procedurę pozyskiwania kapitału, nie zawsze wymagane zabezpieczenie oraz korzyści podatkowe. Polski rynek leasingu jest jednym z najdynamiczniej rozwijających się rynków w Europie. Niektórzy wskazują, że w wielu krajach wśród klientów firm leasingowych przeważają dynamicznie rozwijające się firmy z sektora MŚP [Mikołajczyk, 2007, s. 162].

Cykl koniunkturalny

Występujące zaburzenia gospodarcze znajdują swoje odzwierciedlenie w funkcjonowaniu przedsiębiorstw, a zwłaszcza w wahanach realizowanej sprzedaży. W konsekwencji zachwiania przychodów ze sprzedaży może pojawiać się problem z regulowaniem stałych obciążeń związanych z finansowaniem dłużnym, co może powodować, że zarządzający finansami przez dłuższy okres unikać będą źródeł ryzyka finansowego, minimalizując poziom zadłużenia. Konsekwencje takiej reakcji mogą znajdować swoje odzwierciedlenie w polityce inwestycyjnej przedsiębiorstw i warunkować ich długoterminowy rozwój.

Kryzys gospodarczy determinuje przedsiębiorstwa do korzystania z wewnętrznych źródeł finansowania w stopniu większym niż ze źródeł zewnętrznych. Kryzys gospodarczy skutkuje bowiem zmniejszeniem podaży pieniądza na rynku, banki zaostrzają politykę kredytową wobec przedsiębiorstw ze względu na negatywną perspektywę rozwoju sytuacji gospodarczej. W czasach kryzysu banki oczekują także większego zabezpieczenia kredytu, zwiększają pozaodsetkowe koszty kredytu, chociażby za rozpatrzenie wniosku czy też prowizje, marże kredytowe. Banki obniżają także maksymalną dostępną kwotę kredytu, ograniczając tym samym przedsiębiorstwom możliwość korzystania z tych kredytów. W dobie spowolnień gospodarczych nie należy zatem spodziewać się nadmiernych uproszczeń procedur związanych z udzieleniem kredytu, zwłaszcza tych w zakresie zabezpieczeń wymaganych przez banki.

W czasie kryzysu gospodarczego procedury kredytowe zaostrzają także firmy leasingowe – wzrasta oprocentowanie leasingu, marże, dodatkowe zabezpieczenia oraz konieczność posiadania wyższego wkładu własnego – oznacza to wyższe ceny dla korzystających z leasingu. Wynikiem tego jest zmniejszenie udziału leasingu w finansowaniu inwestycji przedsiębiorstw.

W okresie kryzysu gospodarczego część przedsiębiorstw w poszukiwaniu funduszy korzysta także z usług faktora. Wzmożony popyt na te usługi może doprowadzić jednakże do podwyższenia i tak już wysokiej ich ceny, która najczęściej i tak jest wyższa

od oprocentowania kredytów czy pożyczek bankowych. Aktywność inwestycyjna przedsiębiorstw jest zatem znacznie niższa w czasach spowolnień gospodarczych i jeszcze dodatkowo jest ograniczana poprzez utrudniony dostęp do coraz droższego kapitału.

W czasie ograniczonego dostępu do kapitału przedsiębiorstwa zwiększają swoją aktywność w zakresie wykorzystywania kredytu kupieckiego. Dochodzi zatem do wzrostu zobowiązań z tytułu dostaw i usług, co może pogarszać stopniowo płynność finansową przedsiębiorstw, aż pojawią się problemy z jej utrzymaniem i dochodzi do powstawania nadmiernych zatorów płatniczych, które skutecznie utrudniają prowadzenie działalności gospodarczej. Wzrasta zatem ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej, które z kolei podwyższa koszt kapitału dla przedsiębiorstw.

W okresach z kolei dobrej koniunktury gospodarczej zwiększa się zapotrzebowanie na dodatkowe fundusze, bowiem przedsiębiorstwa intensywniej rozwijają się, podejmują inwestycje prowadzące do wzrostu sprzedaży i zysku. Ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej jest mniejsze w porównaniu z okresami spowolnień czy kryzysów gospodarczych, podaż pieniądza na rynku jest większa, banki chętniej udzielają kredytów, a przedsiębiorstwa chętniej sięgają po obce źródła finansowania.

Przepływy pieniężne z działalności

Wśród determinant struktury długu, a zarazem struktury finansowej przedsiębiorstw nie sposób pominąć przepływów pieniężnych z działalności. Wskazywane są one m.in. przez Emery i Finnerty [Emery, Finnerty, 1991, s. 465], którzy wymieniają adekwatność przepływów pieniężnych dla pokrycia przyszłego zadłużenia i jego obsługi jako istotny czynnik wpływający na kształtowanie struktury kapitału. Określając determinanty kapitału obcego, można zauważyć, że nie tylko poziom, ale i struktura długu zależą od kształtowania się zwłaszcza przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej, chociaż nie bez znaczenie są przepływy z działalności inwestycyjnej i finansowej. Jak zauważają bowiem Flannery i Watson Hankins [Flannery,

Watson Hankins, 2007, s. 15] poziom wolnych środków pieniężnych jest determinowany w dużej mierze polityką dywidend, polityką inwestycji oraz zyskowością przedsiębiorstwa. Im większe są stałe wydatki w postaci dywidend czy inwestycji, tym mniejszy wolny strumień gotówki i mniejsza zdolność do utrzymania elastyczności finansowej. Im większa zyskowość i większe wolne przepływy pieniężne, tym przedsiębiorstwo będzie potrzebowało mniej finansowania zewnętrznego i będzie ponosiło niższe koszty finansowania, co z pewnością przyspiesza możliwość dostosowania struktury kapitału do zakładanego celu. Poziom generowanych wolnych przepływów pieniężnych będzie zatem wpływał na dostosowywanie do docelowej struktury kapitału [Kubiak, 2012, s. 309].

W literaturze przedmiotu można ponadto odnaleźć przynajmniej jeszcze kilka wskazań, że poziom zadłużenia przedsiębiorstw powiązany jest ze zmiennością przepływów pieniężnych. Przykładowo J. van Horne [Horne, 1982, s. 285] twierdzi, że im większe i im bardziej stabilne są przyszłe przepływy pieniężne, tym większa jest zdolność przedsiębiorstwa do zaciągania długu. Do podobnego wniosku skłania wywód przeprowadzony przez A. Damodarana, przytaczany już wcześniej, w którym stwierdza on, iż w miarę jak przepływy pieniężne z istniejących inwestycji rosną i stają się bardziej stabilne, przewidywalne, przedsiębiorstwa w coraz większym stopniu zaczynają się finansować długiem.

Podsumowanie

Współczesne teorie struktury kapitału wskazują na bardzo wiele czynników, które mogą potencjalnie wpływać na dobór źródeł finansowania przedsiębiorstw. W artykule podjęto próbę wskazania czynników i ich wpływu na kształtowanie się struktury długu w przedsiębiorstwach. Niezwykle trudno jednak jest dokonać identyfikacji czynników kształtujących strukturę długu, a tym bardziej problematyczne jest wskazanie najbardziej istotnych determinant wpływających na kształtowanie się tej struktury. Przedsiębiorstwa pozostają pod nieustannym wpływem otoczenia, a sytuacja gospodarcza, cykle ko-

niunkturalne znajdują odzwierciedlenie w ich funkcjonowaniu, także w doborze źródeł finansowania. Przedsiębiorstwa korzystają z różnych form zadłużenia i zależne jest to od wielkości i stopnia rozwoju firmy, sytuacji finansowej i zdolności kredytowej oraz od kształtowania się przepływów pieniężnych z działalności. Rozważając finansowanie się różnymi rodzajami kapitału obcego, przedsiębiorstwa uwzględniają ponadto koszt pozyskiwanego kapitału oraz procedurę związaną z pozyskiwaniem kapitału. Przedsiębiorstwa dążą zatem do osiągnięcia optymalnej struktury finansowej, którą tworzy również struktura długu. Podsumowując, można stwierdzić, że tematyka poruszona w niniejszym artykule jest złożona, a wiedza na temat zmiennych, które są uwzględniane przy podejmowaniu decyzji finansowych, jest istotna nie tylko dla zarządzających, ale także dla interesariuszy przedsiębiorstw, a w szczególności dla inwestorów.

DR MAŁGORZATA KOWALIK

Katedra Ekonomiki
i Organizacji Przedsiębiorstw
Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie

BIBLIOGRAFIA

- [1] BERGER A.N., UDELL G., *The Economics of Small Business Finance: The Role of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle*, „Journal of Banking and Finance” August 1998, 22/ 6-8.
- [2] EMERY D.R., FINNERTY J.D., *Principles of Finance with Corporate Application*, West Publishing Company, 1991.
- [3] FLANNERY M., WATSON HANKINS K., *A Theory of Capital Structure Adjustment Speed*, 2007, http://www.fma.org/Orlando/Papers/capstr_adj_paper.pdf
- [4] HORNE J., *Financial Management and Policy*, Engelwood Cliffs, Prentice Hall 1982.
- [5] KUBIAK J., *Wykorzystanie rachunku przepływów pieniężnych do analizy struktury kapitału*, w: D. ZARZECKI (red.), *Zarządzanie finansami*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego”



- nr 689, „Finanse, rynki finansowe, ubezpieczenia” nr 50, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2012.
- [6] MIKOŁAJCZYK B., *Infrastruktura finansowa MŚP w krajach Unii Europejskiej*, Difin, Warszawa 2007.
- [7] PRĘDKIEWICZ K., *Praktyka zarządzania zobowiązaniami w sektorze MŚP, w: Współczesne problemy analizy ekonomicznej przedsiębiorstwa*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” nr 9 (1209), Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2008.
- [8] ZARZECKI D., KISIELEWSKA M., GRUDZIŃSKI M., *Finansowanie działalności gospodarczej w Polsce*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” nr 533, „Finanse, rynki finansowe, ubezpieczenia” nr 16, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2009.

DETERMINANTS OF THE DEBT STRUCTURE OF COMPANIES

SUMMARY

The article attempts to identify the factors and their influence on the debt structure in enterprises. One of the key determinants of the financial structure and, at the same time, the debt structure is undoubtedly the cost of foreign capital, to which attention has been drawn in the first place. Next, it has been indicated that the structure of the debt depends on the size of an enterprise, the development stage of an enterprise, its financial situation and the creditworthiness as well as on the cash flow from operations. In addition, the enterprises financing activities with debt take into account the complexity of procedures regarding obtaining capital. Moreover, it has been noted that the economic cycle has a significant impact on the availability of foreign capital and its cost.

Key words: financing of enterprise, debt determinants