

**Adam Adamczyk**

Uniwersytet Szczeciński

---

## RYZIKO BIZNESOWE A POZIOM ZADŁUŻENIA POLSKICH PRZEDSIĘBIORSTW

---

**Streszczenie:** Współczesne teorie struktury kapitału przewidują istnienie związku pomiędzy poziomem ryzyka biznesowego a wskaźnikami zadłużenia przedsiębiorstw. Jednak prowadzone badania empiryczne nie dają jednoznacznego dowodu na potwierdzenie tych predykcji. Prawdopodobną przyczyną tej sytuacji jest niewłaściwy sposób kwantyfikacji ryzyka biznesowego. Celem niniejszego artykułu jest weryfikacja tezy o istnieniu związku między ryzykiem biznesowym przedsiębiorstw a poziomem ich zadłużenia z wykorzystaniem zmiennych lepiej kwantyfikujących poziom ryzyka biznesowego niż dotychczas stosowane parametry.

**Słowa kluczowe:** teorie struktury finansowania, ryzyko biznesowe, dźwignia finansowa.

### 1. Wstęp

Problem identyfikacji czynników kształtujących strukturę kapitałową przedsiębiorstw jest zagadnieniem posiadającym wymiar nie tylko teoretyczny, ale mający również duże znaczenie praktyczne. Wiedza na temat zmiennych, które są uwzględniane przy podejmowaniu decyzji finansowych, jest istotna nie tylko dla zarządzających finansami, ale także dla innych interesariuszy przedsiębiorstw, a w szczególności dla inwestorów. Znajomość parametrów kształtujących strukturę kapitałową firm jest również istotna z punktu widzenia prowadzonej przez państwo polityki fiskalnej<sup>1</sup> i monetarnej<sup>2</sup>.

Współczesne teorie struktury kapitału wskazują na bardzo wiele czynników, które mogą potencjalnie wpływać na dobór źródeł finansowania firm. Wśród tych determinant bardzo często wymienia się ryzyko działalności biznesowej<sup>3</sup>, związane z

---

<sup>1</sup> Problem konsekwencji polityki fiskalnej dla kształtowania struktury kapitałowej, a w szczególności dla pojawienia się zjawiska nadmiernej dźwigni, przedstawili M. Gertler, R. Hubbard w artykule *Taxation, corporate capital structure, and financial distress*, "NBER Working Paper" 1989, Cambridge, no. 3202, s. 26.

<sup>2</sup> Decyzje przedsiębiorstw dotyczące poziomu zadłużenia wpływają na zagregowany popyt na kredyt.

<sup>3</sup> Pojęcie ryzyka biznesowego bywa utożsamiane w literaturze przedmiotu z pojęciem ryzyka operacyjnego, patrz np. M. Jerzemowska. Jednak ponieważ w Nowej Umowie Kapitałowej ryzyko operacyjne definiuje się w zupełnie inny sposób, w artykule konsekwentnie używane będzie pojęcie ryzyka biznesowego.

niepewnością popytu na produkty i ich ceny oraz zakresem posiadanej przez firmę kontroli nad ponoszonymi kosztami, jak też stopniem płynności przedsiębiorstwa przy wystąpieniu trudnej sytuacji finansowej [Jerzemska 1999, s. 30]. Czynniki te mogą nabierać znaczenia zwłaszcza w czasie zaburzeń gospodarczych, a także w okresach następujących bezpośrednio po nich. Zachwianie sprzedaży w okresach turbulencji gospodarczych, a w konsekwencji problem z regulowaniem stałych obciążeń związanych z finansowaniem dłużnym może bowiem 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. W rezultacie istnienia „długiej pamięci” szoku związanego z kryzysem finansowym jego konsekwencje mogą być zatem głębsze i bardziej długotrwałe.

Celem niniejszego artykułu jest weryfikacja tezy o istnieniu związku między ryzykiem biznesowym przedsiębiorstw a poziomem ich zadłużenia. Wymagać to będzie rozstrzygnięcia kwestii, jaki parametr najlepiej kwantyfikuje ryzyko biznesowe. W przypadku uzyskania potwierdzenia postawionej tezy istotne będzie również sprecyzowanie, jaki rodzaj zadłużenia jest najbardziej wrażliwy na ryzyko biznesowe przedsiębiorstwa, oraz określenie horyzontu czasowego, w którym zmienność wyników operacyjnych rzutować będzie na decyzje finansowe.

## **2. Teoretyczne aspekty związku ryzyka biznesowego i dźwigni finansowej**

Choć upłynęło już ponad 50 lat od momentu sformułowania przez F. Modiglianiego i M. Millera teorii nieistotności struktury kapitału, stanowiącej jeden z głównych filarów współczesnych finansów przedsiębiorstw, to problem czynników kształtujących strukturę kapitałową firm pozostaje nadal otwarty. Wynika to z faktu, że teoria MM nie stanowi dobrego wyjaśnienia rzeczywistości, ale jednocześnie sugeruje możliwe przyczyny swojej niedoskonałości. Odchylenia predykcji teorii MM od faktycznych zachowań przedsiębiorstw wynikają z przyjęcia przez jej autorów nierealistycznych założeń, w szczególności dotyczących: braku opodatkowania, braku kosztów transakcyjnych, wspólnego dla wszystkich przedsiębiorców celu oraz doskonałej informacji. Paradoksalnie ułomności teorii MM przyczyniły się do jej popularności, stworzyły bowiem pole do dalszych badań nad strukturą finansowania. Obecny stan wiedzy na temat kształtowania struktury kapitałowej dobrze charakteryzują dwa stwierdzenia. Według S.C. Myersa „nie ma uniwersalnej teorii tłumaczącej relację kapitału własnego i obcego i nie ma także powodu, dla którego należałoby oczekiwać istnienia takiej teorii” [Myers 2001, s. 81-102]. Natomiast M. Harris i A. Raviv twierdzą, iż istniejące modele struktury kapitału identyfikują znaczną liczbę potencjalnych determinant struktury finansowej, ale badania empiryczne nie pozwoliły jak dotąd określić, które z nich są istotne w różnych kontekstach [Harris,

Raviv 1991, s. 297-355]. Powyższe stwierdzenia można podsumować następująco: nie istnieje spójna teoria, która uwzględniałaby wszystkie najważniejsze determinanty struktury kapitału, a o tym, który z modeli najlepiej opisuje rzeczywistość, decyduje kontekst jego użycia.

Teorie opisujące strukturę finansowania przedsiębiorstw dzieli się zazwyczaj na dwie grupy. Pierwszą z nich stanowią tzw. teorie statycznej równowagi, próbujące, podobnie jak teoria MM, odpowiedzieć na pytanie, czy istnieje optymalna struktura finansowania, a jeśli tak, to od czego ona zależy. Druga grupa teorii opiera się na przeświadczeniu, iż firmy nie określają docelowej kombinacji kapitału, lecz korzystają ze źródeł finansowania według ustalonej kolejności (hierarchii). Próbując odpowiedzieć na pytanie, co warunkuje poziom zadłużenia przedsiębiorstw, należy skupić się na pierwszej grupie teorii.

Teorie statycznej równowagi rozwijane były w drodze korygowania kolejnych założeń teorii MM. W pierwszej kolejności uchylono założenie dotyczące braku opodatkowania, zauważając, że wraz ze wzrostem zadłużenia rosną korzyści wynikające z możliwości odliczenia odsetek od podstawy opodatkowania. Następnie dostrzeżono, że w przypadku wystąpienia trudności w obsłudze zadłużenia w przedsiębiorstwie mogą pojawić się istotne koszty transakcyjne określane jako koszty bankructwa. Kombinacja powyższych spostrzeżeń doprowadziła do sformułowania teorii, którą określa się jako nowoczesną tradycyjną teorię struktury kapitału.

Nowoczesna tradycyjna teoria struktury kapitału, choć bazuje na teorii MM, zakłada, że firmy wybierają optymalną kombinację długu i kapitału własnego, przy której równoważą się korzyści z wykorzystywania odsetkowej tarczy podatkowej oraz potencjalnego kosztu trudności finansowych. Dokładniej – firmy zadłużają się tak długo, jak długo wysokość dochodu pozwalać będzie na wykorzystywanie całej osłony podatkowej<sup>4</sup> lub aż koszty trudności finansowych nie przekroczą wartości tarczy odsetkowej<sup>5</sup>. Wynika stąd, że poziom zadłużenia zależeć będzie od kosztów trudności finansowych związanych z ryzykiem bankructwa. Ryzyko bankructwa uzależnione jest w znacznym stopniu od specyfiki działalności przedsiębiorstwa. Jak twierdzą R.A. Brealey i S.C. Myers, niezależnie od tego, czy dojdzie, czy nie dojdzie do bankructwa, koszty trudności finansowych są wysokie. Wystąpienie takich trudności jest bardziej prawdopodobne w przypadku firm o wysokim poziomie ryzyka biznesowego. Dlatego takie przedsiębiorstwa w mniejszym stopniu korzystają z zadłużenia [Brealey, Myers 1991, s. 448].

Powstaje jednak pytanie o to, który z parametrów mierzących poziom ryzyka biznesowego powinien być brany pod uwagę przy analizie wpływu na poziom dźwigni finansowej. W literaturze przedmiotu można odnaleźć przynajmniej kilka wskazań dotyczących rozwiązania tej kwestii. J. van Horne sugeruje, że poziom zadłużenia przedsiębiorstw powiązany jest ze zmiennością przepływów pieniężnych. Autor

<sup>4</sup> W tym nieodsetkowych tarcz podatkowych.

<sup>5</sup> *Theory of capital structure: current view.*

ten twierdzi, że im większe i im bardziej stabilne są przyszłe przepływy pieniężne, tym większa jest zdolność przedsiębiorstwa do zaciągania długu [Horne 1982, s. 285].

Do podobnego wniosku skłania wywód przeprowadzony przez A. Damodarana. Zdaniem tego autora struktura finansowania w dużym stopniu zależy od fazy cyklu życia, w której znajduje się firma. W fazie początkowej i w fazie gwałtownej ekspansji firmy korzystają z długu w niewielkim stopniu. W miarę jak wzrost spowalnia, a przepływy pieniężne z istniejących inwestycji rosną i stają się bardziej przewidywalne, firmy w coraz większym stopniu finansują się długiem.

Na inne parametry obrazujące wpływ ryzyka biznesowego na poziom zadłużenia zwrócili uwagę J. Weston i E. Brigham. Według tych badaczy stabilność sprzedaży i wskaźniki zadłużenia są bezpośrednio powiązane. Cechująca się większą stabilnością sprzedaży i zysków firma może ponosić większe stałe obciążenia z tytułu długu, będąc wyeksponowaną na niższe ryzyko niż w sytuacji, w której zyski podlegałyby okresowym spadkom [Weston, Brigham 1982].

Na zmienność przyszłych zysków jako parametru kwantyfikującego ryzyko biznesowe, a przez to oddziałującego na poziom zadłużenia wskazują M. Ferri oraz W. Jones, w ich opinii zmienność przyszłych dochodów firmy stanowi główny czynnik w estymacjach jej przyszłej zdolności do ponoszenia stałych obciążeń. W rezultacie można przewidywać, że ryzyko biznesowe jest negatywnie skorelowane z udziałem długu w strukturze finansowania firmy [Ferri, Jones 1979].

Z przytoczonych cytatów wynika, że poziom ryzyka biznesowego może być kwantyfikowany za pomocą takich parametrów, jak zmienność przychodów, zmienność zysków czy fluktuacje przepływów operacyjnych. Próbuując znaleźć związek między ryzykiem biznesowym a poziomem zadłużenia, należy stwierdzić, że każdy z tych parametrów posiada pewne cechy, które predestynują go do wykorzystania jako zmiennej tłumaczącej analizowaną relację, ale obciążony jest również pewnymi wadami.

Przyjęcie założenia, że źródłem ryzyka biznesowego są wahania przychodów, posiada zaletę wynikającą z faktu, że sprzedaż jest parametrem obrazującym bezpośredni wpływ rynku na przedsiębiorstwo. Z drugiej jednak strony o ryzyku biznesowym decydować może poziom wahań kosztów operacyjnych, których parametr ten nie uwzględnia. Z tego względu lepszą miarą ryzyka biznesowego byłyby wahania zysku operacyjnego, gdyż uwzględniają one zarówno zmiany poziomu przychodów, jak i kosztów. Fluktuacje wyniku operacyjnego oddają zatem całokształt czynników ryzyka biznesowego. Jednak z drugiej strony należy podkreślić, że amplituda fluktuacji zysku operacyjnego może wynikać zarówno z szoków zewnętrznych, jak i ze świadomych decyzji kierownictwa firmy (np. wyrażających się dążeniem do wygładzania zysku). Znacznie lepszą miarą kwantyfikującą poziom ryzyka biznesowego są wahania operacyjnych przepływów pieniężnych. Ponieważ przepływy nie są kategorią o charakterze memoriałowym, ale pieniężnym, nie będą one wrażliwe na wpływ szeroko rozumianej polityki bilansowej przedsiębiorstwa.

Najmniej właściwą zmienną objaśniającą poziom zadłużenia, a jednocześnie kwantyfikującą ryzyko biznesowe, wydaje się być zmienność zysków netto. Wynika to z faktu, że na wahania zysku netto wpływa poziom zadłużenia poprzez działanie efektu dźwigni finansowej. W konsekwencji to poziom zadłużenia może stanowić zmienną objaśniającą dla zmienności zysku netto, a nie na odwrót. Co więcej, związek zmienności zysku netto oraz wskaźników zadłużenia powinien w takim wypadku być dodatni.

### **3. Związek ryzyka biznesowego i dźwigni finansowej w badaniach empirycznych**

Z zaprezentowanych rozważań teoretycznych wynika, że w praktyce powinien być obserwowalny wyraźnie ujemny związek pomiędzy poziomem ryzyka biznesowego a poziomem zadłużenia przedsiębiorstw. Powstaje zatem pytanie, czy wyniki badań empirycznych potwierdzają te wnioski. W celu uzyskania odpowiedzi na powyższe pytanie dokonano przeglądu badań dotyczących poszukiwanego związku. Część z nich potwierdza istnienie oczekiwanej relacji. Przykładowo M. Bradley, G.A. Jarrell oraz E.H. Kim w badaniu prowadzonym na próbie 821 przedsiębiorstw w latach 1962-1981 dowiedli istnienia ujemnego związku pomiędzy odchyleniem standardowym rocznego przyrostu zysku EBITDA<sup>6</sup> odniesionego do średniej wartości aktywów a wskaźnikiem zadłużenia długoterminowego. Podobnie badania przeprowadzili A. Antoniou, Y. Guney oraz K. Paudyal, potwierdzając istnienie ujemnego związku pomiędzy zmiennością dochodu a poziomem zadłużenia, ale tylko wśród dużych przedsiębiorstw [Antoniou, Guney, Paudyal 2008]. Jednak badanie przeprowadzone przez S. Titmana oraz R. Wesselsa wykazało brak związku między poziomem ryzyka biznesowego mierzonego za pomocą odchylenia standardowego procentowej zmiany dochodu operacyjnego oraz wskaźnika zadłużenia [Titman, Wessels 1988, s. 1-19]. Do podobnych wniosków doszedł P. Bauer, badając związek między odchyleniem standardowym wskaźnika rentowności aktywów a wskaźnikami zadłużenia [Bauer 2004]. Z kolei W.S. Kim i E.H. Sorensen uzyskali wyniki świadczące o tym, że wbrew przewidywaniom teorii występuje dodatnia relacja między poziomem ryzyka operacyjnego (mierzonego za pomocą wariacji zysku EBIT) a wskaźnikami zadłużenia [Kim, Sorensen 1986].

Z przytoczonych badań wynika, że związek między poziomem ryzyka biznesowego przedsiębiorstwa a sposobem jego finansowania nie został jednoznacznie potwierdzony. Powstaje zatem pytanie o to, co jest przyczyną rozbieżności pomiędzy przewidywaniami teorii a wynikami badań empirycznych. Jedną z najbardziej prawdopodobnych odpowiedzi brzmi, że powodem tego stanu rzeczy może być niewłaściwy sposób kwantyfikacji ryzyka biznesowego.

---

<sup>6</sup> EBITDA – zysk przed amortyzacją, odsetkami i opodatkowaniem.

W celu zweryfikowania powyższej hipotezy podjęto się zbadania związku ryzyka biznesowego oraz poziomu zadłużenia, przy czym do pomiaru tego pierwszego posłużono się czterema alternatywnymi miarami opartymi na zmienności: przychodów, zysku EBITDA, przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej oraz zysku netto. Powyższe wartości zostały odniesione do sumy aktywów badanych przedsiębiorstw, dzięki czemu wyeliminowano wpływ rozmiarów poszczególnych firm na pomiar analizowanego związku. Następnie wyznaczono zmienność tych parametrów za pomocą odchylenia standardowego. Kolejnym etapem badania było wyznaczenie współczynników korelacji liniowej Pearsona dla wyznaczonych odchyleń standardowych oraz trzech wskaźników zadłużenia, tj. wskaźnika zadłużenia ogółem, wskaźnika zadłużenia długoterminowego oraz wskaźnika zadłużenia opocentowanego.

Badanie przeprowadzono na grupie polskich przedsiębiorstw notowanych na podstawowym rynku GPW oraz spółek notowanych na rynku New Connect. Dane do badania zaczerpnięto z serwisu Notoria. Jako okres badawczy przyjęto lata 2004-2008. Dobór przedziału czasowego badania podyktowany został dążeniem do utrzymania możliwie dużej próby badawczej. Jednocześnie, chcąc uniknąć ewentualnych zniekształceń analizowanej zależności skutkami kryzysu finansowego, nie objęto badaniem danych za rok 2009.

Wyniki badania zaprezentowano w trzech oddzielnych tabelach. W każdej z tabel przyjęto inny okres dla wyznaczenia zmienności parametrów stanowiących miary ryzyka biznesowego. Dzięki temu możliwe będzie określenie, czy zmiana horyzontu czasowego, w jakim analizowane jest ryzyko biznesowe, wpływa na siłę badanej zależności. W tabeli 1 przedstawiono wyniki obliczeń współczynników korelacji przy założeniu, że zmienność przychodów, przepływów i zysków wyznaczona została dla okresu pięcioletniego.

**Tabela 1.** Współczynniki korelacji liniowej dla parametrów kwantyfikujących poziom ryzyka biznesowego wyznaczonych dla okresu 2004-2008 oraz wskaźników zadłużenia

Odchylenie standardowe	Przychody/AO	EBITDA/AO	CF/AO	ZN/AO	N
Wskaźnik zadłużenia ogółem	-0,14*	0,03	-0,17*	0,06	283
Wskaźnik zadłużenia długoterminowego	-0,20*	-0,09	-0,23*	-0,09	283
Wskaźnik zadłużenia opocentowanego	-0,16*	0,04	-0,18*	0,06	283

\* Parametr istotny statystycznie na poziomie istotności 0,05.

Źródło: opracowanie własne.

Uzyskane wyniki pozwalają stwierdzić, że poziom zadłużenia przedsiębiorstw zależy zarówno od zmienności przychodów, jak i od zmienności przepływów operacyjnych. Silniejszy wpływ na zadłużenie ma ten drugi parametr. W obu przypadkach



występuje jednak istotna statystycznie ujemna zależność. Wniosek ten jest prawdziwy dla wszystkich wyznaczanych wskaźników zadłużenia, przy czym poziom ryzyka biznesowego najsilniej oddziałuje na zadłużenie długoterminowe. W przypadku obu parametrów kwantyfikujących ryzyko biznesowe wartość wskaźnika korelacji liniowej wskazuje na istnienie słabego, lecz znaczącego wpływu na poziom zadłużenia. Dwa najczęściej wykorzystywane w przytoczonych badaniach parametry kwantyfikujące poziom ryzyka biznesowego, czyli zmienność zysku operacyjnego oraz zmienność zysku netto, okazały się nie mieć istotnego statystycznie wpływu na dźwignię finansową. Otrzymane wyniki potwierdzają zatem hipotezę, że na wyniki badań związku ryzyka biznesowego oraz poziomu zadłużenia mógł wpłynąć sposób kwantyfikacji tego pierwszego. Jednocześnie nasuwa się pytanie, co przesądza o tym, że poziom przychodów oraz przepływów wpływa na wskaźnik zadłużenia firm, podczas gdy zysk EBITDA oraz zysk netto nie wpływają na udział długu w finansowaniu firm. Najbardziej prawdopodobnym wyjaśnieniem tej prawidłowości jest fakt, że zarówno wynik operacyjny, jak i zysk netto, w dużym stopniu zależą od decyzji zarządzających przedsiębiorstwem, np. będąc wynikiem prowadzonej w firmie polityki bilansowej. Natomiast przepływy pieniężne oraz poziom przychodów mają charakter obiektywny, są bowiem warunkowane jedynie oddziaływaniem rynku.

Pozostaje jeszcze rozstrzygnąć kwestie, jak długi horyzont czasowy uwzględniają przedsiębiorcy, podejmując decyzje dotyczące struktury finansowania. W tym celu dokonano analogicznych obliczeń miar zależności ryzyka biznesowego i struktury finansowania, przy czym odchylenia standardowe dla miar ryzyka biznesowego wyznaczono dla okresu czteroletniego (tab. 2) i trzyletniego (tab. 3).

**Tabela 2.** Współczynniki korelacji liniowej dla parametrów kwantyfikujących poziom ryzyka biznesowego wyznaczonych dla okresu 2005-2008 oraz wskaźników zadłużenia

Odchylenie standardowe	Przychody/ Aktywa	EBITDA/ Aktywa	CFO/ Aktywa	Zysk netto/ Aktywa	N
Wskaźnik zadłużenia ogółem	-0,12*	0,03	-0,15*	0,06	318
Wskaźnik zadłużenia długoterminowego	-0,19*	-0,08	-0,22*	-0,08	318
Wskaźnik zadłużenia oprocentowanego	-0,14*	0,04	-0,16*	0,07	318

\* Parametr istotny statystycznie na poziomie istotności 0,05.

Źródło: opracowanie własne.

Zaprezentowane w tabelach 2 i 3 wyniki pozwalają na sformułowanie wniosku, że skrócenie okresu, dla którego wyznacza się zmienność parametrów kwantyfikujących ryzyko biznesowe, zmniejsza ich zdolność do objaśniania poziomu zadłużenia.

**Tabela 3.** Współczynniki korelacji liniowej dla parametrów kwantyfikujących poziom ryzyka biznesowego wyznaczonych dla okresu 2006-2008 oraz wskaźników zadłużenia

Odchylenie standardowe	Przychody/ Aktywa	EBITDA/ Aktywa	CFO/ Aktywa	Zysk netto/ Aktywa	N
Wskaźnik zadłużenia ogółem	-0,00	0,02	-0,18*	0,05	384
Wskaźnik zadłużenia długoterminowego	-0,14*	-0,09	-0,19*	-0,08	384
Wskaźnik zadłużenia oprocentowanego	-0,00	0,04	-0,17*	0,06	384

\* Parametr istotny statystycznie na poziomie istotności 0,05.

Źródło: opracowanie własne.

Innymi słowy, przedsiębiorstwa cechuje tzw. długa pamięć, na skutek której wahania przychodów i przepływów operacyjnych w stosunkowo odległej przeszłości nadal mają wpływ na dzisiejsze decyzje finansowe przedsiębiorstw.

#### 4. Podsumowanie

Z przeprowadzonych rozważań wynika, że istnieją podstawy teoretyczne oczekiwanie istnienia związku pomiędzy poziomem ryzyka biznesowego a sposobem finansowania przedsiębiorstw. Relacja ta wynika z faktu, że ryzyko biznesowe powoduje wzrost tzw. kosztów bankructwa, które redukują poziom optymalnego wskaźnika zadłużenia przedsiębiorstw. Wniosek ten nie znajduje jednak jednoznacznego potwierdzenia we wcześniej prowadzonych badaniach empirycznych. Prawdopodobną przyczyną odchylenia przewidywań teorii oraz wyników przytoczonych badań jest niewłaściwy sposób kwantyfikacji w nich ryzyka biznesowego.

Na podstawie przeprowadzonych badań dostrzeżono, że można wykazać istnienie związku między poziomem ryzyka biznesowego a strukturą finansowania przedsiębiorstw w przypadku, gdy to pierwsze jest mierzone za pomocą zmienności przychodów oraz przepływów z działalności operacyjnej. Parametry te w przeciwieństwie do zysku operacyjnego oraz zysku netto nie ulegają zaburzeniom na skutek prowadzonej przez przedsiębiorstwa polityki bilansowej. Co więcej, poziom przepływów operacyjnych pozwala także uwzględnić wahania płynności finansowej, która stanowi istotny czynnik warunkujący poziom ryzyka bankructwa.

Opierając się na uzyskanych wynikach, zauważyć można również, że ryzyko biznesowe wpływa przede wszystkim na poziom zadłużenia długoterminowego, choć wpływ na zadłużenie ogółem i zadłużenie oprocentowane jest również istotny statystycznie. Jednocześnie dostrzeżono, że firmy w swoich decyzjach finansowych kierują się ryzykiem biznesowym postrzeganym w długim terminie. Innymi słowy, o dzisiejszym poziomie zadłużenia firm decydują wahania przychodów oraz przepływów operacyjnych, mające miejsce nawet w okresie poprzednich pięciu lat. Co



więcej, okres ten może być jeszcze dłuższy – ale nie można było tego dowieść ze względu na krótki horyzont badania.

Przedstawione rozważania teoretyczne oraz wyniki badań empirycznych prowadzą do konkluzji, iż skutki ostatniego kryzysu finansowego mogą się ujawniać jeszcze długo po ustąpieniu bezpośrednich jego objawów. Długa pamięć wywołanych kryzysem wahań popytu i wywołanego nimi pogorszenia wyników przedsiębiorstw jeszcze przez kilka kolejnych lat może wpływać na decyzje finansowe firm. W konsekwencji będzie to miało odzwierciedlenie w polityce inwestycyjnej podmiotów gospodarczych, a ostatecznie również w ich tempie rozwoju.

## Literatura

- Antoniou A., Guney Y., Paudyal K., *The determinants of capital structure*, [w]: *Capital market-oriented versus bank-oriented institutions*, "Journal of Financial and Quantitative Analysis" 2008, vol. 43.
- Bauer P., *Determinants of capital structure, empirical evidence from the Czech Republic*, "Finance a úvěr. Czech Journal of Economics and Finance" 2004, no. 54.
- Brealey R.A., Myers S.C., *Principles of Corporate Finance*, International Edition, McGraw-Hill 1991.
- Ferri M., Jones W., *Determinants of financial structure. A new methodological approach*, "Journal of Finance" 1979, vol. 34, s. 631-644.
- Harris M., Raviv A., *The theory of capital structure*, "Journal of Finance" 1991, vol. 46.
- Horne J. van, *Financial Management and Policy*, Engelwood Cliffs, Prentice Hall 1982.
- Kim W.S., Sorensen E.H., *Evidence on the impact of the agency costs of debt in corporate debt policy*, "Journal of Financial and Quantitative Analysis" 1986, no. 21.
- Myers S.C., *Capital structure*, "Journal of Economic Perspectives" 2001, vol. 15.
- Jerzemowska M., *Kształtowanie struktury kapitału w spółkach akcyjnych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999.
- Titman S., Wessels R., *The determinants of capital structure choice*, "The Journal of Finance" 1988, vol. 43, no. 1.
- Weston J., Brigham E., *Managerial Finance*, Dryden Press, Hinsdale 1982.

## BUSINESS RISK AND THE LEVEL OF LEVERAGE OF POLISH CORPORATIONS

**Summary:** On the basis of modern theory of capital structure one can assume the existence of the relation between business risk and the level of debt financing. However, the results of empirical surveys do not support such a prediction. The probable reason of this situation is a wrong method of measurement of business risk. The aim of the article is to find parameters that are better proxies for business risk and to verify once again the hypothesis that business risk affects the level of corporate leverage.