

Strategie zerowej i obniżonej dźwigni finansowej w polskich przedsiębiorstwach giełdowych

Michał Szudejko*

Streszczenie: Celem artykułu jest prezentacja wyników badań dotyczących stosowania zerowej lub obniżonej dźwigni finansowej przez polskie spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW).

Badanie zostało przeprowadzone przy pomocy analizy porównawczej oraz modelu regresji logistycznej. Uzyskane wyniki wskazują, że o ile strategia zerowej dźwigni ma raczej charakter incydentalny, związany prawdopodobnie z trudnościami w pozyskaniu finansowania dłużnego, o tyle strategia obniżonej dźwigni może być wynikiem świadomej decyzji przedsiębiorstwa.

W świetle dokonanego przeglądu literatury wydaje się, że większość rozważań teoretycznych i ilościowych koncentruje się na rozwiniętych rynkach. W związku z tym, przedstawione badania są jednymi z pierwszych, które analizują wymienione koncepcje w odniesieniu do polskich realiów.

Słowa kluczowe: dźwignia finansowa, stopień dźwigni finansowej, zerowa dźwignia finansowa, obniżona dźwignia finansowa, teoria hierarchii źródeł finansowania, struktura kapitału

Wprowadzenie

We współczesnej teorii finansów przedsiębiorstw ważką rolę odgrywa dyskusja na temat struktury kapitału, w ramach której ugruntowały się koncepcje takie jak teoria statycznej substytucji czy hierarchii źródeł finansowania. Tym niemniej, realia działalności gospodarczej sprzyjają pojawianiu się trendów wykraczających poza utarte ramy, takich jak mechanizmy strategii zerowej lub obniżonej dźwigni finansowej. Realizując te strategie, przedsiębiorstwa konsekwentnie pomijają dług jako źródło finansowania. Zagadnienie zerowej i/lub obniżonej dźwigni jest dopiero rozpoznawane przez literaturę i według najlepszej wiedzy autora nie było dotąd przedmiotem badań w Polsce.

Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie wyników badań nad stosowaniem takich strategii przez polskie przedsiębiorstwa. Przyjęto następujące tezy badawcze:

1. Przedsiębiorstwa w sposób konsekwentny stosują strategię zerowej lub obniżonej dźwigni finansowej.
2. Stosowanie strategii zerowej lub obniżonej dźwigni finansowej ma charakter świadomej decyzji przedsiębiorstwa i nie wynika z ograniczeń w możliwościach pozyskania finansowania dłużnego.

* mgr Michał Szudejko, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, al. Niepodległości 162, 02-554 Warszawa, e-mail: szudejko.michal@wp.pl.

Artykuł ma następującą strukturę. W pierwszej części opisane są koncepcje dźwigni finansowej oraz efektu dźwigni finansowej. W części drugiej dokonano skróconego przeglądu literatury światowej opisującej zjawisko zerowej lub obniżonej dźwigni. Części 3–6 zawierają opis badań wraz z charakterystyką przyjętej metodologii oraz interpretacją wyników. Klasyfikacja JEL artykułu to G32 (*Research...* 2015).

1. Pojęcia dźwigni finansowej i efektu dźwigni finansowej oraz kontrowersje im towarzyszące

W teorii finansów funkcjonuje szereg wariantów interpretacji pojęcia dźwigni finansowej oraz jej wpływu na wyniki przedsiębiorstwa. Jednym z nich jest określenie dźwigni finansowej jako zależności pomiędzy stopą zysku (ROI)¹, poziomem zadłużenia oraz wpływem wyniku nieoperacyjnego przedsiębiorstwa a stopą zwrotu kapitału netto (ROE)². Z tej perspektywy, efekt dźwigni finansowej jest wyznaczany jako miara elastyczności wyniku netto przedsiębiorstwa³ względem zmian wyniku operacyjnego (Ostaszewski i in. 2009: 185–187).

Nieco inną interpretację dźwigni finansowej przedstawia J. Grzywacz, określając ją jako efekt kształtowania proporcji pomiędzy kapitałami własnymi i obcymi, skutkujący wzrostem poziomu rentowności uzyskiwanej z pierwszej z wymienionych kategorii (Grzywacz 2008: 99).

A. Duliniac opisuje mechanizm dźwigni finansowej jako narzędzia ukierunkowanego na kształtowanie wskaźnika ROE poprzez zwiększanie lub zmniejszanie zadłużenia. Efekt dźwigni finansowej to relacja zwrotu z kapitału zainwestowanego (ROIC)⁴ do ROE (Duliniac 2011: 89–90).

W literaturze określa się również dźwignię finansową w odniesieniu do struktury kapitału przedsiębiorstwa. Dźwignia finansowa może być zdefiniowana jako np. relacja długu do całkowitego kapitału firmy lub jej kapitału własnego (Berent 2013b: 26).

Występująca w literaturze definicja efektu (mechanizmu) dźwigni finansowej obrazuje relację dźwigni finansowej do ryzyka, które jest nią spowodowane⁵ (Berent 2013b: 36).

Podsumowaniem stanu literatury może być stwierdzenie, iż dźwignia finansowa jest narzędziem wykorzystywanym przez przedsiębiorstwa do podnoszenia ROE poprzez wykorzystanie kapitałów obcych⁶.

¹ Mierzonego przy pomocy współczynnika określającego rentowność majątku spółki, tj. ROI (*Return on Investment*).

² *Return on Equity*.

³ Obejmującego zarówno wynik z działalności operacyjnej, jak i nieoperacyjnej.

⁴ *Return on Invested Capital*.

⁵ Zamiennie literatura określa tę kategorię jako ryzyko finansowe.

⁶ Takie stwierdzenie stoi w zgodzie z teorią hierarchii źródeł finansowania, w myśl której przedsiębiorstwa w pierwszej kolejności preferują samofinansowanie, a zewnętrzne źródła finansowania stanowią opcję drugiego i kolejnych wyborów.

Wyjaśnienia wymagają pojęcia kapitałów obcych oraz kapitałów własnych. Kapitały własne mogą być rozumiane jako strumień finansowy udostępniony przez właścicieli przedsiębiorstwa (Chojnacka 2012: 27). Kapitały obce są udostępniane przez wierzycieli, na określony okres i na ogół na określony cel⁷, mogą mieć charakter krótko- bądź długoterminowy (Chojnacka 2012: 30).

Brak jednoznaczności pojęć związanych z dźwignią finansową sprawia, iż są one poddawane w ostatnich latach krytyce. Jest to szczególnie istotne, jeżeli wziąć pod uwagę fakt, iż stanowią one jeden z fundamentów współczesnych finansów (Żwirbła 2007: 196). W rezultacie pojawiają się próby stworzenia usystematyzowanego podejścia do kategorii mechanizmu dźwigni finansowej i jej samej. Na przykład A. Żwirbła stwierdza, że efekt dźwigni finansowej występuje wtedy, gdy zadłużenie w firmie zmienia jej rentowność. Parametr stopnia dźwigni finansowej oznacza, iż zmiany zysku operacyjnego skutkują zmianami wyniku brutto. Ryzyko finansowe oznacza, że koszt odsetek skutkuje spadkiem ROE (Żwirbła 2007: 209–214).

Krytyki pojęcia dźwigni finansowej dokonuje także w cyklu artykułów T. Berent. Stwierdza on, iż stopień dźwigni finansowej traci na wartości biznesowej ze względu na brak spójności koncepcyjnej. Poprzez dekompozycję poszczególnych składowych teorii występujących w literaturze dokonuje próby ich ulepszenia, np. zastępując poziom rentowności poziomem majątności spółki, jak również opierając kalkulację o wartości rynkowe. Niemniej jednak, poziom dźwigni finansowej pozostaje wciąż miernikiem obciążonym licznymi wadami (Berent 2013a: 99–126).

2. Strategie zerowej i obniżonej dźwigni finansowej

Koncepcje struktury kapitału można podzielić na dwie grupy:

- teorie rynku doskonałego,
- teorie rynku niedoskonałego.

Druga z wymienionych grup obejmuje przede wszystkim:

- teorie statyczne (m.in. koncepcja substytucji źródeł finansowania),
- teorie dynamiczne (w szczególności oparte o regułę asymetrii informacji) (Barowicz 2014: 70).

W ostatnich latach obserwowane jest zjawisko wymykające się aktualnemu stanowi wiedzy teoretycznej. Rosnąca liczba przedsiębiorstw rezygnuje z wykorzystania zadłużenia w swojej strukturze kapitału. Jedną z pierwszych publikacji dotyczących tego fenomenu jest artykuł B.A. Minton oraz K.H. Wruck, opisujący firmy stale utrzymujące niski poziom zadłużenia. W ocenie autorek, firmy te postępują w zgodzie z koncepcją hierarchii źródeł finansowania. Modele ich działalności gospodarczej wiążą się z istotnymi wpływami

⁷ Lub wiele celów, w tym tzw. ogólne cele korporacyjne. Przykładem prezentacji sposobu dystrybucji środków pozyskanych ze źródeł zewnętrznych jest komunikat spółki TVN SA dotyczący emisji obligacji podporządkowanych w 2012 r. (por. *Relacje Inwestorskie...* 2015).

i saldami gotówki, co pozwala na przejściowe podtrzymywanie takiej strategii finansowania (Minton, Wruck 2011).

Analizę firm o zerowym lub bardzo niskim poziomie zadłużenia przeprowadzili I.A. Strebulaev oraz B. Yang. Ocenili oni strategię zerowej dźwigni finansowej jako trwałą politykę firm, które w ich ocenie są bardziej rentowne, płacą wyższe podatki, emitują mniej akcji oraz cechują się wyższymi saldami gotówki. Realizacji strategii zerowej dźwigni finansowej sprzyjają również: wyższy udział we własności firmy kadry zarządzającej, okresy sprawowania urzędu przez prezesów oraz własność w rękach rodziny. Podejmowanie takiej strategii wymyka się „tradycyjnym” koncepcjom struktury kapitału (Strebulaev, Yang 2013).

E. Devos i in. stwierdzają, że strategia niskiej dźwigni finansowej jest raczej kwestią przypadku i braku dostępu do źródeł finansowania dłużnego. Odrzucają oni kwestie podatkowe oraz mechanizmy nadzoru właścicielskiego jako czynniki skłaniające firmy do powzięcia tego typu strategii. Z drugiej strony, strategii tej sprzyja dążenie firm do utrzymania finansowej elastyczności. Firmy często pozyskują dług w celu sfinansowania inwestycji (Devos i in. 2010).

W. Bessler i in. obserwują rosnący udział firm utrzymujących obniżony poziom dźwigni finansowej. Zauważają oni, iż firmy najczęściej decydują się na tego typu strategię w obliczu ograniczeń w możliwości pozyskania zadłużenia i raczej na krótki okres (Bessler i in. 2012).

V.A. Dang identyfikuje dwie grupy firm realizujących strategię zerowej dźwigni. Dla jednej z nich powodem takiego stanu rzeczy są trudności w pozyskiwaniu finansowania dłużnego. Czynnikiem motywującym drugą z grup są potencjalne konflikty interesów pomiędzy wierzycielami a akcjonariuszami oraz dążenie do samofinansowania⁸ (Dang 2013).

3. Opis metody badawczej wraz z uzasadnieniem jej wyboru

W badaniu wykorzystano analizę porównawczą oraz analizę regresji i oparto je o wartości księgowe. Badanie porównawcze przeprowadzono przy pomocy zestawienia średnich wartości wskaźników, istotności różnic, pomiędzy którymi weryfikowano przy pomocy testu *t*-studenta. Innym wykorzystanym narzędziem jest model regresji logistycznej. Ma on zastosowanie w przypadku zero-jedynkowego charakteru zmiennej. W niniejszym artykule poprzez wartość 1 identyfikowane są sytuacje, w których firma stosuje strategię zerowej lub obniżonej dźwigni finansowej (Danieluk 2010). Ponadto, regresję logistyczną stosuje się, gdy częstość wystąpienia zjawiska opisanego jako 1 jest inna niż 50% (Gruszczyński 2012: 52). Regresja logistyczna wykorzystuje uogólnioną metodę najmniejszych kwadratów lub metodę największej wartości. Zmienna (Y) objaśniana ma charakter dychotomiczny.

⁸ I pozostawienie możliwości finansowania długiem na bliżej nieokreślą przyszłość.

Wzór określający prawdopodobieństwo (P), iż zmienna Y przyjmie wartość 1, wygląda następująco:

$$P(Y = 1) = \frac{1}{1 + e^{(-b_0 + \sum(b_i x_i))}}$$

Zmienna objaśniająca X może mieć charakter jakościowy lub ilościowy (Gruszczyński, Podgórska 1996: 140–141).

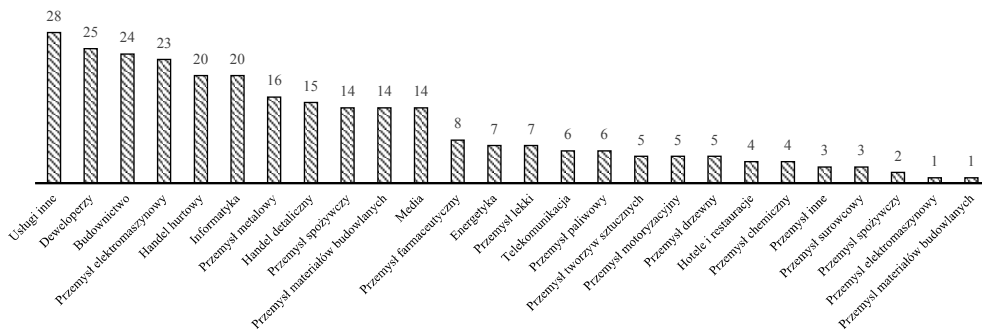
Utrudnieniem w zastosowaniu modelu regresji logistycznej jest fakt, iż użyte w niniejszym badaniu dane cechują się silną korelacją pomiędzy poszczególnymi latami⁹. Aby zminimalizować wpływ tego obciążenia, zastosowano odporne błędy standardowe, zgrupowane na poziomie spółki (Cameron, Miller 2013).

W pracach wykorzystano aplikację Gretl w wersji 1.9.92 oraz Microsoft Excel 2010.

4. Charakterystyka próby badawczej

Badaniem objęto sprawozdania finansowe spółek polskich notowanych na GPW. Analizowany okres obejmuje sprawozdania roczne (skonsolidowane i jednostkowe) opublikowane w latach 2004–2013. Z próby wykluczono spółki zagraniczne, spółki z branż finansowych oraz spółki, w przypadku których w poszczególnych latach wystąpiły ujemne kwoty kapitałów własnych. Jako źródło danych wykorzystano bazę GiełdowyRadar.pl (Quant Research). Łącznie próba dla wszystkich analizowanych lat objęła 2240 sprawozdań finansowych.

Spółki objęte badaniem były zróżnicowane pod względem branżowym. W uzyskanej próbie największą liczebnością cechowały się podmioty z branż: usługowej, deweloperskiej, budownictwa i przemysłu elektromaszynowego.



Rysunek 1. Struktura branżowa sprawozdań spółek objętych badaniem (dla roku 2013)

Źródło: opracowanie własne.

⁹ W skutek czego błędy standardowe estymatorów nie są najmniejsze z możliwych, a jakość objaśniania uzyskanego modelu przeszacowana (por. Górecki 2015).

5. Wyniki badania – stosowanie strategii zerowej i obniżonej dźwigni

Wzorując się na propozycji I.A. Strebulaeva oraz B. Yanga, przyjęto następujące definicje stosowania przez spółki strategii zerowej lub niskiej dźwigni finansowej:

ZL¹⁰ – firmy, które nie posiadają zadłużenia.

ZLTD – firmy, które nie posiadają zadłużenia o charakterze długoterminowym¹¹.

AZL – firmy, w przypadku których relacja całkowitego długu do wartości księgowej aktywów nie przekracza w danym roku 5%¹².

NPND – firmy, które w danym roku cechują się ujemnym poziomem zadłużenia netto¹³.

Zgodnie z analizą przedstawioną w tabeli 1, strategia całkowitego wykluczenia finansowania dłużnego dotyczy niewielkiej części analizowanej próby, przy czym liczba spółek stosująca tę strategię, jest relatywnie stała. Z drugiej strony, przedsiębiorstwa częściej decydują się na finansowanie działalności przy pomocy długu krótkoterminowego. Obserwacja wskaźnika AZL sugeruje, iż przedsiębiorstwa relatywnie często decydują się na finansowanie z minimalnym udziałem długu, jak również cechują się skłonnością do utrzymywania podwyższonego poziomu gotówki, bez względu na obciążenia odsetkowe. Ponadto, częstości spółek stosujących strategię zerowej dźwigni maleją do lat 2009–2011, po czym wzrastają¹⁴.

Tabela 1

Częstości występowania strategii zerowej dźwigni w poszczególnych latach (%)

Rok	ZL	ZLTD	AZL	NPND
2004	8	19	31	37
2005	11	17	29	37
2006	8	19	29	37
2007	6	15	30	39
2008	4	15	28	35
2009	3	12	23	30
2010	3	9	23	32
2011	2	11	23	29
2012	5	14	23	29
2013	5	15	19	26

Źródło: opracowanie własne.

¹⁰ Odpowiednio: ZL (*Zero Leverage*), ZLTD (*Zero Long-Term Debt*), AZL (*Almost Zero Leverage* – tłum. „nie-mal” zerowa dźwignia) oraz NPND (*Non Positive Net Debt*).

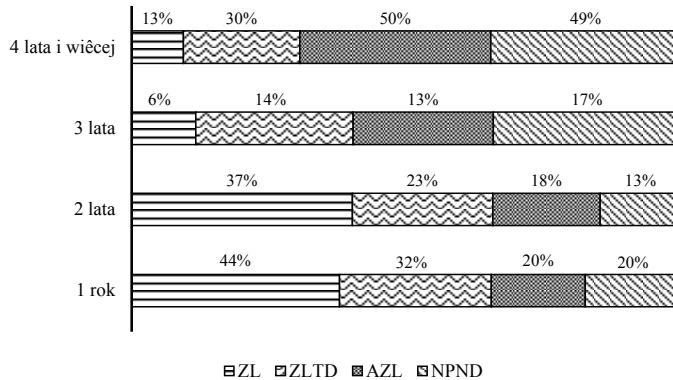
¹¹ Tj. o zapadalności dłuższej niż jeden cykl obrotowy przedsiębiorstwa.

¹² Przedział prawostronnie domknięty.

¹³ Jak wskazują Strebulaev i Yang, wystąpienie ujemnego poziomu zadłużenia sugeruje większą preferencję firm w stronę utrzymywania gotówki kosztem spłaty zadłużenia (Strebulaev, Yang 2013: 4–5).

¹⁴ Podobne zjawisko pokazała analiza przeprowadzona dla spółek norweskich. Może mieć ono związek z okresem tzw. kryzysu finansowego i konieczności przetasowań w strukturach kapitału w reakcji na zmiany w otoczeniu rynkowym (por. Bruskeland, Johansen 2013: 34).

Jako strategię zerowej lub niskiej dźwigni finansowej przyjęto każdorazowo brak lub niski poziom zadłużenia w strukturze pasywów. Istotną kwestią jest weryfikacja, czy strategia ta była przez przedsiębiorstwo kontynuowana w dłuższym horyzoncie czasowym niż 1 rok, czy też była jednorazowym zdarzeniem.



Rysunek 2. Czas utrzymywania strategii zerowej/obniżonej dźwigni

Źródło: opracowanie własne.

Zgodnie z analizą zaprezentowaną na rysunku 2, spółki najczęściej utrzymują zerowy poziom zadłużenia całkowitego i długoterminowego w przedziale od roku do dwóch lat. Z kolei, jeżeli spółka stosuje strategię niskiego zadłużenia lub ujemnego długu netto, robi to na ogół dłużej niż 3–4 lata, co sugeruje konsekwencję w tym działaniu.

Spółki stosujące strategię zerowej lub obniżonej dźwigni finansowej porównano z podmiotami niestosującymi tej strategii dla zmiennych opisanych w tabeli 2.

Tabela 2

Definicje zmiennych objaśniających użytych w badaniu

Zmienna (skrót)	Definicja	Uzasadnienie dla zmiennej
1	2	3
Rentowność kapitałów własnych (ROE)	Relacja zysku netto do kapitałów własnych	Kształtowanie ROE jest jednym z podstawowych mierników efektywności stosowania lub nie dźwigni finansowej przez przedsiębiorstwo
Całkowite aktywa (AS)	Logarytm* sumy całkowitych aktywów spółki	Rozróżnienie w poziomach wielkości spółek. Firmy większe cechują się większymi możliwościami pozyskiwania zadłużenia**.
Wiek (A)	Wiek spółki (w latach) od momentu podjęcia działalności	Ocena, na ile wiek spółki, związany np. z usztywnieniem (lub nie) obowiązujących w niej procedur wpływa na strategię finansowania

1	2	3
Udział aktywów trwałych w bilansie (TA)	Relacja aktywów trwałych (netto) do całkowitych aktywów	Ocena, czy posiadanie aktywów dużej wartości podnosi skłonność (zdolność) do pozyskiwania długu
Środki pieniężne (C)	Logarytm sumy środków pieniężnych	Ocena skłonności do „magazynowania” wolnych środków pieniężnych
Dywidenda (D)	Logarytm poziomu dywidendy	Ocena skłonności podmiotu do redystrybucji środków pieniężnych do akcjonariuszy, co zwiększa zapotrzebowanie na dodatkowe finansowanie
Nakłady inwestycyjne (CPX)	Logarytm poziomu nakładów na zakup aktywów trwałych	Miara innowacyjności lub oceny możliwości kontynuacji działalności w przyszłości (ze względu na reinwestycje)
Udział dominującego akcjonariusza (SH)	Udział największego inwestora w strukturze akcjonariatu spółki	Ocena, czy koncentracja lub rozproszenie akcjonariatu może znaleźć odzwierciedlenie w wyborze strategii finansowania długiem
Branża (I)	Przynależność branżowa spółki	Struktura finansowa jest nierzadko uzależniona od branży firmy

* Operacja logarytmowania ma za zadanie wyskalowanie zmiennych objaśniających do zbliżonego poziomu. Alternatywną metodą jest np. skalowanie *per capita* – w przypadku danych finansowych np. w relacji do przychodów, aktywów czy kapitałów własnych (por. *Multiple...* 2015).

** Tzw. wyższą pojemnością zadłużeniową (por. Myers 1983).

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 3

Analiza porównawcza dla zmiennych objaśniających (definicje ZL i AZL)

Rok	Średnia arytmetyczna				Test <i>t</i> -studenta*		Wartość <i>p</i>	
	ZL	NZL	AZL	NAZL	ZL do NZL	AZL do NAZL	ZL do NZL	AZL do NAZL
ROE	-0,47	0,06	-0,14	0,05	-2,57	-1,17	0,01	0,12
A	27,76	28,01	30,06	25,87	-0,17	3,61	0,43	0,00
AS	4,93	5,54	5,20	5,63	-16,52	-14,36	0,00	0,00
TA	0,43	0,51	0,46	0,53	-7,58	-8,30	0,00	0,00
C	3,70	4,16	3,99	4,15	-9,60	-4,14	0,00	0,00
D	1,35	1,43	1,61	1,22	-0,84	4,75	0,20	0,00
CPX	3,42	4,09	3,74	4,17	-13,09	-10,43	0,00	0,00

* W pierwszej kolejności zweryfikowano równość wariancji przy pomocy testu *F*-Snedecora, następnie zastosowano test *t*-studenta zakładający odpowiednio równość i nierówność wariancji dla próby. Testy przeprowadzono przy 5% poziomie istotności, wykorzystując w tym celu aplikację Microsoft Excel.

Źródło: opracowanie własne.

Zgodnie z wynikami przedstawionymi w tabeli 3, przedsiębiorstwa stosujące strategię zerowej dźwigni cechują się statystycznie istotnie mniejszym rozmiarem i mniejszym udziałem aktywów trwałych w bilansie. Ponadto, dysponują mniejszymi saldami gotówki oraz mniejszym budżetem nakładów inwestycyjnych. Może to oznaczać, iż ich sytuacja finansowa jest nieco gorsza niż przedsiębiorstw stosujących dźwignię. Co więcej, przedsiębiorstwa stosujące strategię zerowej dźwigni całkowitej są mniej rentowne niż przedsiębiorstwa stosujące zerową dźwignię długoterminową. Przedsiębiorstwa stosujące strategię

obniżonej dźwigni są starsze od firm jej niestosujących, natomiast nie odbiegają w sposób statystycznie istotny od innych przedsiębiorstw pod względem salda posiadanej gotówki. Może to wskazywać, że strategia ta to świadomy wybór, a nie konieczność dla firmy.

6. Wyniki badania – model logistyczny

Kolejnym etapem badania było przeprowadzenie analizy regresji. W badaniu uwzględniono zmienne opisane w tabeli 2. W tabeli 4 przedstawiono wyniki analizy regresji logistycznej dla wszystkich badanych zmiennych. Istotność zmiennych oznaczono symbolem „*¹⁵”.

Tabela 4

Wyniki analizy logistycznej

	ZL			ZLTD			AZL			NPND		
	współ- czynnik	war- tość <i>p</i>	istot- ność	współ- czynnik	war- tość <i>p</i>	istot- ność	współ- czynnik	war- tość <i>p</i>	istot- ność	współ- czynnik	war- tość <i>p</i>	istot- ność
const	6,19	<0,00	***	4,80	<0,00	***	6,66	<0,00	***	8,71	<0,00	***
ROE	-0,00	0,78		-0,28	0,02	**	0,02	0,08	*	0,02	0,01	**
A	0,01	0,04	**	0,01	0,01	**	0,01	0,01	***	0,01	0,00	***
AS	-2,25	<0,00	***	-0,92	0,00	***	-2,59	<0,00	***	-4,92	<0,00	***
AT	-0,60	0,50		-1,98	0,00	***	-0,39	0,51		-0,50	0,44	
C	0,75	0,02	**	0,01	0,96		1,56	<0,00	***	4,15	<0,00	***
D	0,14	0,08	*	0,13	0,03	**	0,24	<0,00	***	0,23	<0,00	***
CPX	-0,16	0,45		-0,25	0,07	*	-0,17	0,19		-0,13	0,40	
SH	0,20	0,79		-0,87	0,14		0,15	0,77		-0,08	0,89	
I	-0,04	0,12		-0,01	0,46		-0,02	0,16		-0,03	0,08	*

Źródło: opracowanie własne.

W przypadku przedsiębiorstw stosujących strategię zerowej dźwigni całkowitej lub długoterminowej występuje negatywna relacja pomiędzy rozmiarem firmy oraz udziałem aktywów trwałych w jej bilansie. Z drugiej strony, występuje słaba dodatnia relacja z wiekiem firmy. W przypadku zerowej dźwigni długoterminowej występuje również ujemna relacja z poziomem rentowności, co oznaczałoby, że wzrost rentowności zmniejsza prawdopodobieństwo niekorzystania z finansowania o długoterminowym charakterze. Wzrost prawdopodobieństwa stosowania takiej strategii zwiększa się jednak wraz z poziomem wypłacanej dywidendy. Zależności te mogą wskazywać na występujące w przypadku tych firm ograniczenia w pojemności zadłużeniowej w porównaniu do firm posiadających zadłużenie lub też presję ze strony akcjonariuszy na samofinansowanie i przekazywanie im nadwyżki finansowej nieobciążonej kosztem odsetek.

¹⁵ Wielokrotność tych symboli oznacza odpowiednio istotność statystyczną przy poziomach 10%, 5% i 1%.

Cechą odróżniającą firmy stosujące strategię obniżonej dźwigni finansowej lub ujemnego zadłużenia netto jest dodatni związek z posiadanym saldem gotówki, co może przekładać się na wniosek, iż ta strategia w większym stopniu wynika ze świadomych i ciągłych starań firmy. Taka, a nie inna zależność, wraz ze słabą dodatnią relacją z poziomem rentowności może też wskazywać, że firmy z tej grupy postępują zgodnie z teorią hierarchii źródeł finansowania.

Tabela 5

Ocena dopasowania modeli

Ocena dopasowania	ZL	ZLTD	AZL	NPND
McFadden R-kwadrat*	0,18	0,14	0,21	0,41
Skorygowany R-kwadrat	0,15	0,13	0,20	0,40

* Inaczej pseudo R-kwadrat: jest to odpowiednik wskaźnika R-kwadrat dla modelu regresji logistycznej. Oznacza to jakość dopasowania prawdopodobieństwa zaistnienia zmiennej objaśnianej względem zmiennych objaśniających (por. Allison 2013).

Źródło: opracowanie własne.

W tabeli 5 zaprezentowano wyniki oceny dopasowania modeli. Ocena ta umiarkowanie objaśnia uzyskane modele i wskazuje, iż konieczne jest poszerzenie spektrum zmiennych do analizy zjawiska będącego przedmiotem rozważań (Hu i in. 2006: 847–860).

Uwagi końcowe

W świetle przeprowadzonej analizy można stwierdzić, że częściowo zostały potwierdzone obie postawione tezy. Przedsiębiorstwa w Polsce w sposób konsekwentny i świadomy stosują strategię obniżonej dźwigni finansowej. Konserwatywna polityka finansowania w ich przypadku nie jest zjawiskiem krótkoterminowym, a trwającym co najmniej kilka lat i nie wynika z braku możliwości pozyskiwania środków z innych źródeł, w szczególności z działalności operacyjnej. Wyniki analizy sugerują też, iż przedsiębiorstwa stosują tę strategię, równoległe postępując w zgodzie z teorią hierarchii źródeł finansowania.

W odróżnieniu, stosowanie strategii zerowej dźwigni ma na ogół krótkoterminowy, incydentalny charakter, wynikający prawdopodobnie z ograniczeń w możliwości pozyskiwania finansowania.

Przedstawione badanie posiada jednak ograniczenia. Pierwszym jest zawężenie próby badawczej do przedsiębiorstw notowanych na GPW. Ponadto, w literaturze są zaprezentowane bardziej rozbudowane metody badawcze, których zastosowanie wymaga przyjęcia znacznie większej próby. Ograniczenia te wyznaczają kierunki dalszych badań.

Literatura

- Allison P. (2013), *What Is the Best R-Squared for Logistic Regression?*, www.statisticalhorizons.com/r2logistic (12.01.2015).
- Barowicz M. (2014), *Determinanty struktury kapitałowej przedsiębiorstwa. Podejście empiryczne*, Edu-Libri, Kraków–Legionowo.
- Berent T. (2013a), *Financial Leverage: The Case Against DFL*, „*Ekonomista*” nr 1, s. 99–126.
- Berent T. (2013b), *Ogólna teoria dźwigni finansowej*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Bessler W., Drobetz W., Haller R., Meier I. (2012), *The International Zero-Leverage Phenomenon*, <http://ssrn.com/abstract=2034353>.
- Bruskeland F., Johansen A.C.C. (2013), *The Zero Leverage Mystery. An Empirical Study of Norwegian Firms*, Norwegian School of Economics, Bergen.
- Cameron A.C., Miller D.L. (2013), *A Practitioner's Guide to Cluster-Robust Inference*, http://cameron.econ.ucdavis.edu/research/Cameron_Miller_Cluster_Robust_October152013.pdf (7.01.2015).
- Chojnacka E. (2012), *Struktura kapitału spółek akcyjnych w Polsce w świetle teorii hierarchii źródeł finansowania*, CeDeWu, Warszawa.
- Dang V.A. (2013), *An Empirical Analysis of Zero-Leverage Firms: New Evidence from the UK*, www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1057521913001282 (10.12.2014).
- Danieluk B. (2010), *Zastosowanie regresji logistycznej w badaniach eksperymentalnych*, „*Psychologia społeczna*” t. 2–3 (14), s. 199–216.
- Devos E., Dhillon U., Jagannathan M., Krishnamurthy S. (2010), *Why Are Firms Unlevered*, <http://ssrn.com/abstract=1107839> (9.12.2014).
- Duliniec A. (2011), *Finansowanie przedsiębiorstwa. Strategie i instrumenty*, PWE, Warszawa.
- Ekonometria* (1996), red. M. Gruszczyński, M. Podgórska, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa.
- Górecki B.R. (2015), *Podstawowy kurs nowoczesnej ekonometrii*, <http://uczelniauwarszawska.pl/upl/1223105394.pdf>, (16.01.2015).
- Gruszczyński M. (2012), *Empiryczne finanse przedsiębiorstw. Mikroekonometria finansowa*, Difin, Warszawa.
- Grzywacz J. (2008), *Kapitał w przedsiębiorstwie i jego struktura*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa.
- Hu B., Shao J., Palta M. (2006), *Pseudo-R2 in Logistic Regression Model*, „*Statistica Sinica*” vol. 16, s. 847–860.
- Minton B.A., Wruck K.H. (2011), *Financial Conservatism: Evidence on Capital Structure from Low Leverage Firms*, <http://webkuliah.unimedia.ac.id/ebook/files/financial-conservative.pdf> (9.12.2014).
- Multiple Regression Basics* (2015), <http://people.stern.nyu.edu/wgreene/Statistics/MultipleRegressionBasicsCollection.pdf> (13.01.2015).
- Myers S.C. (1983), *The Capital Structure Puzzle*, „*The Journal of Finance*” vol. 39, no. 3, s. 575–592.
- Ostaszewski J., Cicirko T., Kreczmańska-Gigol K., Russel P. (2009), *Finanse spółki akcyjnej*, Difin, Warszawa.
- Relacje Inwestorskie TVN SA*. (2015), <http://investor.tvn.pl/publikacje-aktualnosci/grupa-tvn-oglasza-warunki-emisji-obligacji-senior-notes-oprocentowanych-7375-o-wartosci-430-milionow-euro-wymagalnych-w-2020-r,97720.html> (6.12.2014).
- Research Classified by Journal of Economic Literature (JEL) codes* (2015), <https://ideas.repec.org/JEL/G32.html> (16.01.2015).
- Strebulaev I.A., Yang B. (2013), *The Mystery of Zero-Leverage Firms*, „*Journal of Financial Economics*” vol. 109, s. 1–23.
- Żwirbla A. (2007), *Dźwignia finansowa – próba krytyki oraz syntezy poglądów (artykuł dyskusyjny)*, „*Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*” t. 41 (97), Warszawa, s. 195–222.

STRATEGIES OF ZERO AND ALMOST ZERO FINANCIAL LEVERAGE IN POLISH LISTED COMPANIES

Abstract: The purpose of the paper is to present results of research on application of zero and almost zero financial leverage strategies by Polish companies listed on the Warsaw Stock Exchange.

The research was conducted using comparative analysis and logistic regression model. The results indicate that zero leverage strategy more often than not is of incidental nature, and is probably related to difficulties in getting debt financing. However, almost zero leverage strategy may be an outcome of conscious decision of a company.

In light of the literature review performed it seems that most of theoretical and quantitative research concentrates on developed markets. Hence the research presented in the paper is one of the first to analyze the concepts mentioned regarding the Polish realm.

Keywords: financial leverage, degree of financial leverage, zero financial leverage, almost zero financial leverage, pecking order theorem, capital structure

Cytowanie

Szudejko M. (2015), *Strategie zerowej i obniżonej dźwigni finansowej w polskich przedsiębiorstwach giełdowych*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 854, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 73, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 99–110; www.wneiz.pl/frfu.