

Adrian Kamela

Uczelnia Techniczno-Handlowa
im. Heleny Chodkowskiej w Warszawie
<https://orcid.org/0000-0001-5069-9639>

Zadłużenie przedsiębiorstwa a jego rozwój

Streszczenie

Głównym celem prezentowanych badań jest ocena tego, czy finansowanie dłużne może wspierać rozwój przedsiębiorstwa. Analizowano wykorzystanie wybranych rodzajów finansowania dłużnego (w tym hybrydowego). Rozwój przedsiębiorstwa w przeprowadzonym badaniu jest utożsamiany z przechodzeniem do kolejnych faz cyklu jego życia. Wykorzystane metody badawcze obejmują: a) przegląd krajowych i zagranicznych pozycji literatury przedmiotu; b) badanie empiryczne – przeprowadzone metodą sondażu diagnostycznego. Do analizy zgromadzonych danych wykorzystana została metoda równań strukturalnych. Cele pracy zostały osiągnięte poprzez weryfikację hipotez badawczych: głównej i pobocznych, postawionych na podstawie dokonanej analizy literatury przedmiotu. Wyniki badań pozwoliły zweryfikować pozytywnie główną hipotezę badawczą mówiącą, że „im częstsze wykorzystanie finansowania dłużnego, tym dalsza faza cyklu życia przedsiębiorstwa”, biorąc pod uwagę cel wykorzystywania finansowania dłużnego. Oznacza to, że wykorzystanie finansowania dłużnego wspiera rozwój przedsiębiorstwa rozumiany jako przechodzenie do kolejnych faz cyklu jego życia.

Słowa kluczowe: źródła finansowania, finansowanie dłużne, rozwój przedsiębiorstwa

Kody klasyfikacji JEL: G30, G32, O16

1. Wprowadzenie

Wzrost (rozwój) przedsiębiorstwa jest głównym tematem literatury z zakresu przedsiębiorczości czy zarządzania strategicznego [D'Annunzio, Carattoli, Dupleix, 2015, s. 30]. Dla przedsiębiorstwa wzrost jest dowodem zwrotu z inwestycji poniesionej przez przedsiębiorcę oraz samorealizacji [Gancarczyk, Zabala-Iturriagagoitia, 2015, s. 3]. Samo pojęcie wzrostu czy też rozwoju przedsiębiorstwa jest trudne do jednoznacznego zdefiniowania. Może być rozumiane bardzo szeroko i interpretowane na różne sposoby.

Aby móc się rozwijać, przedsiębiorstwa potrzebują odpowiednich do tego warunków. Wiele czynników ma wpływ na możliwości rozwojowe przedsiębiorstw. Jednym z nich, który odgrywa istotną rolę, jest dostęp do różnych form finansowania umożliwiający realizację zaplanowanych inwestycji. Przedsiębiorstwa, podejmując decyzję o rozpoczęciu przedsięwzięcia inwestycyjnego, muszą określić, w jaki sposób zostanie ono sfinansowane. Zazwyczaj środki własne są niewystarczające i konieczne staje się wykorzystanie finansowania obcego. Przedsiębiorstwa mają do dyspozycji wiele rodzajów finansowania, wśród których finansowanie dłużne jest jednym z najbardziej popularnych. Badania przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce [GUS, 2021a]¹ wskazują, że przedsiębiorstwa chętnie sięgają po dłużne instrumenty finansowe (prawie 90% badanych przedsiębiorstw wskazało ich wykorzystywanie w celu finansowania majątku, tj. po stronie pasywnej bilansu przedsiębiorstwa). Największe pod względem wartości udziały instrumentów finansowych należały do kategorii „kredyty i pożyczki do spłaty” – 47,3% wartości – oraz „zobowiązania z tytułu emisji własnych obligacji” – 21,6% [GUS, 2021a].

Należy podkreślić, że aby móc rozważać rozpoczęcie inwestycji, przedsiębiorstwo powinno być w stabilnej kondycji finansowej i mieć dobrą płynność finansową. Do regulowania sytuacji finansowej w krótkim okresie również może posłużyć finansowanie dłużne, np. w postaci kredytu kupieckiego.

Jednocześnie trzeba mieć na uwadze fakt, że finansowanie dłużne powinno mieć swoje granice. Wyznaczenie bezpiecznego poziomu zadłużenia w przedsiębiorstwie jest zagadnieniem kluczowym. Ma na celu zapobiec sytuacji, w której przedsiębiorstwo stanie się niewypłacalne i zbankrutuje.

Głównym celem niniejszego artykułu jest ocena tego, czy finansowanie dłużne może wspierać rozwój przedsiębiorstwa. Analizowano wykorzystanie wybranych rodzajów finansowania dłużnego (w tym hybrydowego). Rozwój przedsiębiorstwa w przeprowadzonym badaniu jest utożsamiany z przechodzeniem do kolejnych faz cyklu jego życia. Koncepcja ta jest jedną z najpopularniejszych i często wykorzystywanych do analizowania zagadnień związanych z rozwojem teorii przedsiębiorstw w obszarze ekonomii i finansów [Mączyńska, 2011].

Artykuł składa się z następujących części: Punkt drugi obejmuje analizę zagadnień dotyczących finansowania dłużnego oraz rozwoju przedsiębiorstw w literaturze przedmiotu.

¹ Badanie przeprowadzono w 2020 r. wśród przedsiębiorstw niefinansowych, działających w wybranych sektorach PKD, z których największą grupę (blisko 50% podmiotów) stanowiły przedsiębiorstwa zajmujące się przetwórstwem przemysłowym.

Zidentyfikowano szereg zależności, które w dalszych krokach posłużyły do wyprowadzenia hipotez badawczych weryfikowanych w przeprowadzonych badaniach empirycznych. Zostały one przedstawione w punkcie trzecim. Kolejny punkt – czwarty – opisuje metody wykorzystane podczas przeprowadzonych badań oraz próbę badawczą. Uwzględniona została także charakterystyka przedsiębiorstw przemysłowych jako głównego obiektu zainteresowania w prezentowanych badaniach. W punkcie piątym przedstawiony został model badawczy. Punkt szósty poświęcony jest wynikom badań własnych. Zaprezentowano również wnioski płynące z przeprowadzonych badań.

Niniejszy artykuł powstał w oparciu o rozprawę doktorską Autora pt. *Zadłużenie przedsiębiorstwa przemysłowego a jego rozwój*, przygotowaną pod kierunkiem naukowym dr hab. K. Kreczmańskiej-Gigol, prof. SGH w Kolegium Zarządzania i Finansów Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie [Kamela, 2023]. W ramach rozprawy przeprowadzone zostały omówione w niniejszym artykule badania własne.

2. Przegląd literatury

2.1. Finansowanie dłużne przedsiębiorstwa a faza cyklu jego życia

Jednym z czynników warunkujących dostępność finansowania dłużnego dla przedsiębiorstw jest faza cyklu jego życia. Każde przedsiębiorstwo przechodzi przez poszczególne fazy w swoim tempie, a ich długość również nie jest jednakowa, jednakże każda z faz charakteryzuje się zróżnicowanym poziomem i dynamiką przychodów i kosztów oraz potrzebami inwestycyjnymi, co związane jest z niejednorodnym zapotrzebowaniem na kapitał. Kapitał obcy jako jedno z głównych źródeł finansowania pojawia się dopiero na etapie dojrzałości oraz schyłku przedsiębiorstwa. We wcześniejszych etapach jego udział jest stosunkowo niewielki, głównie ze względu na wysoki koszt dla przedsiębiorstwa, ale także ubogą ofertę sektora bankowego dla nowo powstałych przedsiębiorstw. Dla banków ryzyko działalności przedsiębiorstwa na tym etapie jest postrzegane jako duże [Szyguła, 2012, s. 20; Duliniec, 2007, s. 104, 114]. Zewnętrzny kapitał może pochodzić od osób i instytucji, które mają dostateczną wiedzę o szansach sukcesu projektu lub dostrzegają w nim możliwość nadzwyczajnego zarobku i akceptują wysoki stopień ryzyka. Poszerzenie oferty kapitałów obcych następuje po uruchomieniu działalności i ujawnieniu zdolności do wytwarzania zysków w dłuższym okresie. Wówczas pojawiają się możliwości korzystania z nowoczesnych form finansowania, jak np. leasing [Bławat, 2004, s. 31–32]. Zależność ta dotyczy także kredytów handlowych [Bilski, Stawasz, 2006, s. 26]. Również wybór i wykorzystanie instrumentów finansowania hybrydowego powinny być dostosowane do etapu rozwoju przedsiębiorstwa [Oliwa, Spoz, Ziolo, 2018, s. 157].

Inne badania wykazały ciekawą zależność, że najniższe zadłużenie odnotowały przedsiębiorstwa znajdujące się w fazie dojrzałości i w fazie spadku (kryzysu), co może świadczyć o wzroście samodzielności finansowej przedsiębiorstw. W największym stopniu z kapitału

obcego korzystały przedsiębiorstwa znajdujące się w fazie wzrostu, które prowadziły intensywną działalność inwestycyjną [Żurakowska-Sawa, 2010, s. 171–181]. Wnioski te są odmienne od przedstawionych wcześniej.

Z powyższego wynika, że istnieje związek między wykorzystaniem finansowania dłużnego oraz fazą cyklu życia przedsiębiorstwa. Jednak kierunek oddziaływania nie jest jednoznaczny i różni się między przeprowadzonymi badaniami.

2.2. Ocena sytuacji finansowej przedsiębiorstwa a finansowanie dłużne

Podjmowanie decyzji dotyczących przyszłości przedsiębiorstwa oraz dostosowywanie się do zmian zachodzących w gospodarce jest coraz trudniejsze i bardziej skomplikowane. Ważnym problemem w tym zakresie staje się ocena kondycji finansowej przedsiębiorstwa. Jest ona niezbędna nie tylko do bieżącego zarządzania przedsiębiorstwem, planowania, ale również pozwala na identyfikację sygnałów, które mogą zapowiadać zbliżający się upadek przedsiębiorstwa [Żurakowska-Sawa, 2010, s. 171–181].

Główną przyczyną niewykorzystywania kapitałów obcych jest niechęć do ich pozyskiwania. Wynika ona z obawy mikroprzedsiębiorców, że ich sytuacja finansowa nie jest wystarczająco dobra, by zostali uznani za wiarygodnych kredytobiorców. Mikroprzedsiębiorcy obawiają się też, że ewentualne pogorszenie się ich sytuacji finansowej spowoduje, że wystąpią problemy w spłacie pozyskanych kapitałów dłużnych. Warto podkreślić, że mikroprzedsiębiorcy są świadomi korzyści płynących z wykorzystywania kapitałów obcych (poprawa płynności, przyspieszenie rozwoju przedsiębiorstwa). Uzyskane wyniki badań są spójne z dostrzeżonym zjawiskiem „zniechęconego kredytobiorcy” (*discouraged borrowers*) [Wrońska-Bukalska, Wilkowska, 2017]².

Ponad połowa małych przedsiębiorstw podaje słabą historię kredytową oraz słabą kondycję finansową jako główne powody obaw o odrzucenie wniosku kredytowego [Cavalluzzo, Wolken, 2002].

Przedsiębiorstwa w lepszej sytuacji finansowej cechuje silniejsze przekonanie o własnej wartości i rzadziej obawiają się one możliwości negatywnego zweryfikowania zdolności kredytowej przez bank, a zatem rzadziej obserwuje się wśród nich postawę pasywności kredytowej (zjawisko wyjaśniające niechęć do ubiegania się o kredyt) [Sawicka, Tymoczko, 2014, s. 5, 42].

W badaniach przeprowadzonych wśród banków stwierdzono, że przy pozyskiwaniu finansowania najbardziej doskwiera przedsiębiorstwom brak odpowiednich zabezpieczeń oraz zła kondycja finansowa. Aż 80% banków wskazało, że nieodpowiednia kondycja podmiotu stoi na przeszkodzie w pozyskaniu finansowania [Bilski, Stawasz, 2006, s. 213].

² Zniechęcony kredytobiorca – przedsiębiorstwa, które nie aplikują o kredyt, mimo że takie finansowanie byłoby im potrzebne, a jednocześnie posiadają korzystne perspektywy rozwoju i znajdują się w dobrej sytuacji ekonomicznej, za: Sawicka i Tymoczko [2014, s. 5].

Inne badania potwierdziły, że skłonność do wykorzystania kredytu przez przedsiębiorców jest wyraźnie skorelowana z sytuacją finansową kierowanych przez nich podmiotów. Wykazały jednak, że faktyczna częstość korzystania z kredytu nie jest silnie zależna od stanu przedsiębiorstwa. Co ciekawe, stwierdzono, że pozytywne nastawienie do kredytu zdaje się wzrastać wraz ze spadkiem możliwości finansowych przedsiębiorstwa i pogarszaniem się jego kondycji. Kredyt staje się w tym przypadku pewnego rodzaju deską ratunku dla tonących przedsiębiorstw. Otwarte pozostaje pytanie, czy to właśnie kredyt nie był przyczyną złej sytuacji badanych przedsiębiorstw [Orechwa-Maliszewska, Kopczuk, 2003, s. 191].

Należy jednak zauważyć, że postrzeganie własnego biznesu nie zawsze ma związek z faktyczną sytuacją finansową podmiotu [Wrońska-Bukalska, Wilkowska, 2017]. Badania brytyjskich małych i średnich przedsiębiorstw wykazały, że podmiotów zniechęconych do aplikowania o kredyt bankowy było dwa razy więcej niż tych, których wnioski kredytowe zostały odrzucone [Freel i in., 2012]. Powyższe może sugerować, że własna ocena sytuacji finansowej dokonywana przez przedsiębiorstwa może być niewłaściwa, a przede wszystkim często zaniżana.

Na podstawie powyższego można stwierdzić, że ocena sytuacji (kondycji) finansowej przedsiębiorstwa odgrywa istotną rolę w podejmowaniu decyzji o wykorzystaniu przez nie finansowania dłużnego. Z większości badań wynika, że im lepsza kondycja finansowa podmiotu, tym chętniej wykorzystują one finansowanie dłużne.

2.3. Wielkość przedsiębiorstwa a finansowanie dłużne

Największe możliwości, jeśli chodzi o wykorzystanie zewnętrznych źródeł finansowania obcego, mają duże przedsiębiorstwa osiągające dobre wyniki finansowe, wyrażane za pomocą wskaźników zyskowności, płynności czy zdolności kredytowej. Duże i średnie przedsiębiorstwa niefinansowe w Polsce nie napotykają istotnych barier w dostępie do finansowania [Boguszewski, 2016, s. 4]. Małe, nowo powstające przedsiębiorstwa mają trudności w pozyskiwaniu finansowania obcego [Szyszko, Szczepański, 2003, s. 142]³, w tym bankowego [Sawicka, Tymoczko, 2014, s. 42].

Głównymi przyczynami takiego stanu rzeczy, zwłaszcza w kontekście dostępności kredytów bankowych, są brak historii kredytowej (krótka obecność na rynku) oraz wiarygodności spowodowanej brakiem odpowiedniego zabezpieczenia kredytu [Bartlett, Bateman, Vehovec, 2002, s. 8]. Barierą jest również złożoność wniosków kredytowych oraz stosowanie uproszczonych form opodatkowania, a tym samym prowadzenie uproszczonej księgowości [Lewandowska, 2009]. Dodatkowo trudności w pozyskiwaniu finansowania zewnętrznego przez małe przedsiębiorstwa związane są m.in. z brakiem odpowiednich informacji o możliwościach

³ W zakresie dostępności kredytów inwestycyjnych por. także Rygielska i Wolska [2015, s. 51–65].

pozyskiwania takiego finansowania rozwoju [Smolarek, Dzieńdziora, 2011], a także stosunkowo wyższym kosztem finansowania [Holmes, Kent, 1991].

Należy jednak zaznaczyć, że chodzi głównie o dostęp do kredytów inwestycyjnych, który w warunkach polskich dla małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP) jest ograniczony. Skorzystanie z kredytów obrotowych nie powinno jednak stanowić problemu już po kilku miesiącach prowadzenia działalności [Panfil, 2008, s. 211].

Badania naukowe i potwierdzająca je praktyka gospodarcza wskazują, że dostępność do różnorodnych źródeł finansowania rośnie wraz ze wzrostem wielkości przedsiębiorstwa [Szyguła, 2012, s. 20; Duliniec, 2007, s. 104, 114].

Wiele badań potwierdza pozytywny związek dźwigni finansowej oraz wielkości przedsiębiorstwa [Huang, Song, 2006; Beck, Demirgüç-Kunt, Maksimovic, 2008]. Wielkość przedsiębiorstwa wywiera istotny wpływ na strukturę źródeł jego finansowania. Małe jednostki gospodarcze w Polsce w większym stopniu finansują swój majątek z kapitału własnego, a w mniejszym stopniu wykorzystują do tego celu źródła w postaci krótkoterminowych czy długoterminowych kapitałów obcych, niż przedsiębiorstwa duże bądź średnie. Z badań wynika ponadto, że małe przedsiębiorstwa mają mocno ograniczony dostęp do długoterminowych kapitałów obcych bądź też ich właściciele celowo unikają tego źródła finansowania [Figura, 2016].

Wyniki badań małych spółek amerykańskich pokazują podobne zależności. Głównymi źródłami finansowania działalności są: kapitał pochodzący od właściciela, banki komercyjne oraz wierzyciele udzielający kredytu handlowego. Te trzy źródła stanowią 70% sumy finansowania małych przedsiębiorstw [Berger, Udell, 1998].

Pozytywnym trendem w Polsce jest udzielanie pożyczek w dominującym stopniu mikroprzedsiębiorcom. Fundusze pożyczkowe ułatwiają głównie najmniejszym przedsiębiorcom pozyskiwanie dodatkowych środków finansowych na rozwój. Pomagają też tworzyć tym przedsiębiorcom historię kredytową, co pozwala im w przyszłości sięgać po kredyty do sektora bankowego [Skowronek-Mielczarek, Bachnik, 2006].

Można jednak spotkać też badania wskazujące na negatywny związek między zadłużeniem a wielkością przedsiębiorstwa. Może ono być wynikiem wysokich kosztów transakcyjnych ponoszonych zwłaszcza przez małe przedsiębiorstwa przy emisji długoterminowych instrumentów finansowych. Koszty transakcyjne są jednak stosunkowo niewielkie w porównaniu z innymi determinantami struktury kapitału. Ich istotność wykazana w przeprowadzonym badaniu może wskazywać na fakt, że różne wady i zalety związane z dźwignią finansową (a więc też z wyborem struktury kapitału) mogą nie mieć szczególnego znaczenia i wydają się niewielkie [Titman, Wessels, 1988].

W zdecydowanej większości cytowanych badań wykazywany jest pozytywny związek między wielkością przedsiębiorstwa a wykorzystywaniem przez nie finansowania dłużnego.

2.4. Forma prawna przedsiębiorstwa a finansowanie dłużne

Dostępność do zewnętrznych źródeł finansowania obcego i jego różnych form jest zróżnicowana dla poszczególnych typów prawnych przedsiębiorstw. Spośród przedsiębiorstw osiągających wysoką efektywność najłatwiej jest uzyskać kapitał obcy spółkom, których akcje notowane są na giełdzie [Szyszko, Szczepański, 2003, s. 142].

Badania prowadzone w Wielkiej Brytanii dowodzą, że najlepszą formą organizacyjno-prawną dla małych i średnich przedsiębiorstw są spółki z ograniczoną odpowiedzialnością. Ich właściciele korzystają z przywileju ograniczenia odpowiedzialności i jednocześnie cieszą się większym zaufaniem banków w porównaniu z przedsiębiorstwami jednoosobowego właściciela [Bławat, 2004, s. 28]. Z perspektywy dawcy kapitału należy stwierdzić, że banki preferują współpracę ze spółkami akcyjnymi i spółkami z ograniczoną odpowiedzialnością. Prowadzenie przez przedsiębiorstwo działalności w formie spółki kapitałowej wymaga w kontaktach kredytowych z bankiem szczegółowych sprawozdań finansowych oraz ułatwia kontrolę [Bilski, Stawasz, 2006, s. 209]. Rodzaj wykorzystywanego finansowania dłużnego jest zależny od formy prawnej przedsiębiorstwa. Na przykład w przypadku instrumentów hybrydowych występuje obowiązek posiadania formy prawnej w postaci spółki kapitałowej [Oliwa, Spoz, Ziolo, 2018, s. 157].

Podsumowując, należy stwierdzić, że forma prawna przedsiębiorstwa warunkuje korzystanie z finansowania dłużnego.

2.5. Cel finansowania dłużnego a jego rodzaje

Finansowanie działalności przedsiębiorstwa można rozpatrywać w dwóch perspektywach – krótkoterminowej (finansowanie bieżącej działalności) oraz długoterminowej (finansowanie inwestycji). Finansowanie bieżącej działalności odpowiada za kapitał obrotowy, a jego podstawowym celem jest zmniejszenie luki w bieżącej płynności finansowej. Finansowanie inwestycyjne zapewnia kapitał niezbędny do zaopatrzenia przedsiębiorstwa w konieczne aktywa (środki trwałe i technologie) [Grzywacz, 2019, s. 109; Zelek, 2013, s. 11]. Z punktu widzenia stabilności przedsiębiorstw ważna jest nie tylko wielkość i struktura źródeł finansowania, ale także ich przeznaczenie – źródła finansowania potrzebne są zarówno na utrzymanie majątku, jak i na prowadzenie działalności podmiotu [Grzywacz, 2016, s. 24].

Podobnej klasyfikacji źródeł kapitału w przedsiębiorstwie można dokonać, opierając się na powodzie finansowania. Należy tu wymienić finansowanie pierwotne, finansowanie działalności bieżącej oraz finansowanie rozwoju firmy. Ten podział jest ściśle związany z kryterium faz cyklu życia przedsiębiorstwa, ponieważ powód finansowania zależy od sytuacji, w jakiej przedsiębiorstwo znajduje się w danej chwili: czy dopiero powstaje, czy normalnie funkcjonuje, czy też podejmuje rozwój poprzez realizację inwestycji [Rogowski, 2018, s. 212]. Jeśli chodzi o finansowanie inwestycji, wśród głównych źródeł pozyskiwania kapitału obcego

wymienia się kredyty, pożyczki oraz obligacje korporacyjne [Rogowski, 2018, s. 215; Grzywacz 2019, s. 143].

Wobec powyższego można stwierdzić, że cel finansowania odgrywa istotną rolę w wyborze odpowiedniego źródła finansowania. W zależności od tego, na co będzie przeznaczone finansowanie, przedsiębiorstwo powinno się zdecydować na wybór konkretnej jego formy. Z uwagi na swoją charakterystykę i specyficzne cechy każde źródło finansowania dłużnego powinno być wykorzystywane w celu, do realizacji którego jest przeznaczone. Można zatem stwierdzić, że istnieje zależność między celem a rodzajem finansowania dłużnego.

2.6. Wielkość przedsiębiorstwa a faza cyklu jego życia

Każde przedsiębiorstwo, powstając i rozwijając się, przechodzi różne etapy rozwoju w swoim cyklu życia. Różne fazy determinują wielkość przedsiębiorstwa oraz jego strukturę organizacyjną [Skawińska, 2007, s. 369]. W literaturze występują różne sposoby definiowania faz rozwoju organizacji i wzrostu jej wielkości (rozmiarów) [Bielski, 2004, s. 85; por. także Daft, 2010, s. 341; Suszyński, 2013, s. 139, 144]. Można zatem stwierdzić, że istnieje zależność między wielkością przedsiębiorstwa a fazą cyklu jego życia.

2.7. Wielkość przedsiębiorstwa a ocena jego sytuacji finansowej

Ciekawą kwestią pojawiającą się w badaniach jest utożsamianie wielkości przedsiębiorstwa z jego reputacją. Jeśli przyjąć takie założenie, koncentracja długu bankowego różni się ze względu na wielkość podmiotu. Różnice w charakterystykach między przedsiębiorstwami o różnych rozmiarach sugerują, że ich możliwości pożyczkowe zmieniają się wraz z ich wzrostem [Hooks, 2003].

Badania wskazują, że wielkość przedsiębiorstwa ma dodatnie i statystycznie istotne znaczenie dla poziomu wskaźników określających jego sytuację finansową, podkreślając przewagę konkurencyjną dużych przedsiębiorstw nad przedsiębiorstwami małymi [Odalo, Achoki, Njuguna, 2016]. Wiele badań potwierdza, że wielkość przedsiębiorstwa ma istotny pozytywny wpływ na jego wyniki finansowe (sytuację finansową) [Ghafoorifard i in., 2014; Ehi-Oshio, Adeyemi, Enofe, 2013]. Zwraca się uwagę na fakt, że duże przedsiębiorstwa mają przewagę konkurencyjną nad małymi podmiotami, ponieważ dysponują szeroką gamą zasobów, a także korzystają z ekonomii skali, dzięki czemu są w lepszej pozycji do konkurowania na rynku [Omondi, Muturi, 2013].

Analizowano również wpływ kondycji finansowej (bądź jej brak) na wyniki przedsiębiorstwa w zakresie produktywności, zatrudnienia, eksportu, inwestycji i przetrwania. Stwierdzono, że brak kondycji finansowej w trakcie ostatniego kryzysu finansowego był kluczowym czynnikiem ograniczającym wydajność podmiotu. Zwłaszcza stopień dźwigni finansowej

i zdolność jej wykorzystania do obsługi niespłaconego zadłużenia hamuje wzrost wydajności przedsiębiorstwa, dynamikę eksportu, zatrudnienia i inwestycji. Ponadto wydajność małych i średnich przedsiębiorstw pod względem eksportu i zatrudnienia zostały uznane za najbardziej dotknięte przez problemy finansowe. Świadczy to o słabszej sile mniejszych podmiotów w negocjowaniu restrukturyzacji zadłużenia z bankami oraz pozyskiwania krótkoterminowej płynności na finansowanie bieżącej działalności. To jeszcze bardziej zwiększa ich ograniczenia w zakresie płynności. Wysoka dźwignia prawdopodobnie doprowadzi mniejsze przedsiębiorstwa do zwolnień i redukcji eksportu w okresie załamania gospodarczego [Damijan, 2018].

Można stwierdzić, że wielkość przedsiębiorstwa korzystnie wpływa na ocenę jego sytuacji finansowej, tj. im większe przedsiębiorstwo, tym lepsza ocena jego kondycji finansowej.

2.8. Branża przedsiębiorstwa a finansowanie dłużne

Badania wykazały również znaczący wpływ specyfiki prowadzonej działalności gospodarczej na strukturę źródeł finansowania. Dotyczy to zarówno zobowiązań długo-, jak i krótkoterminowych. W najmniejszym stopniu zobowiązania długoterminowe są wykorzystywane do finansowania aktywów przez przedsiębiorstwa handlowe. Wśród przedsiębiorstw świadczących usługi transportowe najwyższy odsetek stanowiły przedsiębiorstwa wykorzystujące zewnętrzny kapitał obcy. Z kolei w przypadku małych podmiotów gospodarczych najwyższe wartości wskaźnika obciążenia przedsiębiorstwa zobowiązaniami długoterminowymi stwierdzono wśród przedsiębiorstw wytwarzających energię elektryczną [Figura, 2016].

Z finansowania prowadzonej działalności zobowiązaniami krótkoterminowymi w największym stopniu korzystają przedsiębiorstwa budowlane i handlowe. W przypadku małych podmiotów gospodarczych wysoki poziom obciążenia przedsiębiorstwa zobowiązaniami krótkoterminowymi jest zauważalny dodatkowo wśród podmiotów świadczących usługi transportowe. Duże i średnie przedsiębiorstwa dostarczające energię, a w przypadku sektora MŚP – świadczące usługi zdrowotne, charakteryzują się z kolei najniższym odsetkiem zobowiązań krótkoterminowych w swoich pasywach [Figura, 2016].

W literaturze przedmiotu podkreśla się, że możliwości poszerzania (zdywersyfikowania) źródeł finansowania są uzależnione m.in. od fazy rozwoju przedsiębiorstwa, jego wielkości oraz branży, w której funkcjonuje (perspektywy, rentowność branży, długość cyklu obiegu gotówki) [Filip, Kata, 2017]. Inne badania wykazały, że branża i wielkość przedsiębiorstwa zostały uznane za czynniki mające znaczący wpływ na strukturę finansowania dłużnego pod względem zarówno jej składu, jak i zapadalności [Rastogi, Jain, Yadav, 2006].

Analiza wykorzystania pożyczek wskazuje, że są one najczęściej zaciągane na cele inwestycyjne. Rozpatrując sektor działania pożyczkodawcy, najczęściej pożyczek jest udzielanych przedsiębiorcom zajmującym się działalnością handlową i usługową. Obie struktury są dla gospodarki korzystne, oznaczają bowiem aktywność w sektorach mających duże znaczenie dla rozwoju gospodarczego, zaś potrzeby kapitałowe, zgłaszane w formie zapotrzebowania

na pożyczki wykorzystywane do finansowania inwestycji, mogą świadczyć o pewnym przyspieszeniu tempa rozwoju. Co prawda, wśród udzielanych pożyczek dominują te mniejsze wartościowo, do 10 tys. zł, która to kwota nie daje możliwości realizowania dużych przedsięwzięć inwestycyjnych. Raczej jest to szukanie wsparcia na bieżącą działalność lub rozpoczęcie i rozruch działalności [Skowronek-Mielczarek, Bachnik, 2006].

Po analizie literatury można stwierdzić, że branża, w której działa przedsiębiorstwo, ma wpływ na wykorzystywanie przez nie finansowania dłużnego.

2.9. Branża przedsiębiorstwa a jego rozwój

Badania wskazują, że jedną z wewnętrznych determinant rozwoju przedsiębiorstwa, czyli związanych z samym przedsiębiorstwem, jest branża, w której ono działa [Kamińska, 2011, s. 58]. Należy zwrócić uwagę, że specyfika danej branży decyduje o tym, które z czynników wewnętrznych tkwiących w przedsiębiorstwie oraz mechanizmów i uwarunkowań zewnętrznych istniejących w otoczeniu mają największą siłę oddziaływania na konkurencyjność przedsiębiorstwa, która z kolei daje zdolność do rozwoju, osiągania korzyści i zysków [Mitek, Miciuła, 2012]. Badania przedsiębiorstw szwedzkich wskazały, że branża, do której przypisane jest dane przedsiębiorstwo, wpływa na jego wzrost [Kachlami, Yazdanfar, 2016]. Wobec powyższego należy stwierdzić, że branża przedsiębiorstwa ma wpływ na czynniki związane z jego rozwojem.

3. Hipotezy badawcze

Na podstawie przeprowadzonych badań literaturowych postawiono szereg hipotez, których prawdziwość została zweryfikowana w badaniu empirycznym. Hipoteza główna brzmi: H_{GL} : **Im częstsze wykorzystanie finansowania dłużnego, tym dalsza faza cyklu życia przedsiębiorstwa.**

Należy zwrócić uwagę, że odnosząc się do wykorzystywania finansowania dłużnego, w powyższej hipotezie analizowane są zarówno cele, na które jest ono przeznaczone, jak i jego różne rodzaje. Częstotliwość wykorzystywania została określona według pięciostopniowej skali: nigdy, rzadko, czasem, często, bardzo często.

Rzeczony rozwój przedsiębiorstwa jest utożsamiany z cyklem życia przedsiębiorstwa i przechodzeniem do kolejnych jego faz. W badaniu wykorzystana została teoria cyklu życia przedsiębiorstwa według Aswatha Damodarana [2016], która obejmuje pięć etapów:

- *startup* – początkowy etap, tuż po rozpoczęciu działalności; na ogół jest to prywatny biznes finansowany ze środków właściciela i ewentualnie kredytu bankowego; przedsiębiorstwo ma ograniczony wybór odnośnie do źródeł finansowania, a jego głównym celem jest pozyskanie klientów i pełne ugruntowanie na rynku,

- ekspansja (*expansion*) – gdy przedsiębiorstwu uda się zdobyć klientów i ukształtować pozycję na rynku, jego potrzeby finansowe wzrastają, ponieważ celem przedsiębiorstwa jest rozszerzenie działalności; w związku z dużymi potrzebami inwestycyjnymi przepływy pieniężne generowane w przedsiębiorstwie są zazwyczaj niewystarczające i na tym etapie właściciele poszukują finansowania w ramach kapitałów *private equity* lub *venture capital* lub przekształcają formę prawną przedsiębiorstwa, aby móc emitować akcje,
- szybki wzrost (*high growth*) – w przypadku przekształcenia w spółkę publiczną wybór źródeł finansowania zwiększa się; chociaż przychody rosną szybko, przepływy pieniężne mogą okazać się niewystarczające do sfinansowania potrzeb reinwestycyjnych; spółki publiczne dążą do zwiększenia emisji akcji, a jeśli korzystają z długu, to zazwyczaj z obligacji zamiennych,
- stabilny wzrost (*mature growth*) – w momencie, gdy wzrost utrzymuje się na tym samym poziomie, przedsiębiorstwa odnotowują dwa zjawiska: zyski i przepływy pieniężne rosną szybko jako efekt wcześniejszych decyzji inwestycyjnych, a potrzeba inwestowania w nowe projekty zmniejsza się; efektem jest większy udział finansowania wewnętrznego oraz zmiana rodzaju wykorzystywanego finansowania zewnętrznego – przedsiębiorstwa częściej wykorzystują dług w formie kredytu bankowego lub obligacji korporacyjnych w celu finansowania swoich potrzeb inwestycyjnych,
- spadek (*decline*) – przedsiębiorstwa na tym etapie odnotowują spadek przychodów i zysków, jako że znajdują się w momencie swojej dojrzałości i nowi konkurenci zaczynają przejmować zyski; trwające inwestycje prawdopodobnie będą nadal generowały przepływy pieniężne, jednakże w zwolnionym tempie, a nowe potrzeby inwestycyjne przedsiębiorstwa są niewielkie; podmioty zaczynają wycofywać się z zadłużenia oraz skupują akcje, w pewnym sensie powoli dochodzi do ich samodzielnej likwidacji.

Autor przyjął jako hipotezę główną (H_{GL}) zależność odwrotną niż wynikająca z przytoczonej literatury [Szyguła, 2012, s. 20; Duliniec, 2007, s. 104, 114, Bławat, 2004, s. 31–32; Bilski, Stawasz, 2006, s. 26; Oliwa, Spoz, Zioło, 2018, s. 157; Żurakowska-Sawa, 2010]. Zbadano wpływ wykorzystywania finansowania dłużnego przez przedsiębiorstwo na fazę cyklu jego życia. Jest to swoiste *novum* w podejściu do badania tych zagadnień. Sprawdzenie tego typu zależności i zbadanie, czy wykorzystywanie finansowania dłużnego może wspierać rozwój przedsiębiorstwa, wydaje się słuszne. Wykorzystanie finansowania dłużnego, zwłaszcza w celach inwestycyjnych, ma za zadanie ekspansję działalności przedsiębiorstwa, np. poprzez zakup nowych składników aktywów (urządzeń, maszyn) czy rozszerzenie oferty wytwarzanych produktów albo wejście na nowe rynki zbytu. Wykorzystanie finansowania dłużnego w celach obrotowych ma z kolei głównie na celu zapewnienie stabilnej sytuacji finansowej poprzez poprawę płynności finansowej. Jest to warunek konieczny, aby móc rozważać i w konsekwencji podejmować jakiegokolwiek działania inwestycyjne. Można zatem przypuszczać, że wykorzystywanie finansowania dłużnego powinno wspierać rozwój przedsiębiorstwa identyfikowany jako przechodzenie do kolejnych faz cyklu jego życia.

Po analizie literatury omówionej w poprzedniej części, w badaniu postawiono szereg pobocznych hipotez w celu zidentyfikowania czynników wpływających na analizowane w hipotezie głównej elementy oraz zbadania dodatkowych zależności. Brzmiały one następująco⁴:

- H₁: Im lepsza ocena sytuacji finansowej przedsiębiorstwa, tym częstsze wykorzystywanie finansowania dłużnego.
- H₂: Im większe przedsiębiorstwo, tym częstsze wykorzystywanie finansowania dłużnego.
- H₃: Forma prawna przedsiębiorstwa ma wpływ na wykorzystywanie finansowania dłużnego.
- H₄: Istnieje zależność między celem wykorzystywania a rodzajem finansowania dłużnego.
- H₅: Istnieje zależność między wielkością przedsiębiorstwa a fazą cyklu jego życia.
- H₆: Istnieje zależność między wielkością przedsiębiorstwa a oceną jego sytuacji finansowej.
- H₇: Wpływ czynników związanych z zadłużeniem i z rozwojem jest różny w zależności od branży przedsiębiorstwa.

Kondycja finansowa przedsiębiorstwa ma istotny wpływ na dostępność finansowania dłużnego. Poprawa sytuacji finansowej wskazana w hipotezie H₁ jest tożsama z oceną zmiany sytuacji finansowej badanych przedsiębiorstw na przestrzeni trzech lat od momentu przeprowadzenia badania. Kondycja finansowa może również wyznaczać bezpieczną granicę długu w przedsiębiorstwie. Gdy ulegnie ona pogorszeniu, jest to wyraźny sygnał, że dalsze finansowanie dłużne nie jest wskazane, gdyż może to doprowadzić do niewypłacalności przedsiębiorstwa oraz jego bankructwa.

Z uwagi na fakt, że badane przedsiębiorstwa analizowane były w dwóch podgrupach (przedsiębiorstw przemysłowych oraz usługowych i handlowych), należy postawić hipotezę H₇ wskazującą na różnice między badanymi grupami i odnoszącą się do wszystkich badanych zależności.

Podobnie jak w przypadku hipotezy głównej, w odniesieniu do wykorzystywania finansowania dłużnego w powyższych hipotezach pobocznych analizowane są zarówno cele, na które jest ono przeznaczone, jak i jego różne rodzaje.

⁴ H₁: Wrońska-Bukalska i Wilkowska [2017]; Cavalluzzo, Cavalluzzo i Wolken [2002]; Sawicka i Tymoczko [2014, s. 5, 42]; Bilski i Stawasz [2006, s. 213]; Orechwa-Maliszewska i Kopczuk [2003, s. 191].

H₂: Boguszewski [2016, s. 4]; Szyszko i Szczepański [2003, s. 142]; Rygielska i Wolska [2015]; Sawicka i Tymoczko [2014, s. 42]; Szyguła [2012, s. 20]; Duliniec [2007, s. 104, 114]; Huang i Song [2006]; Beck, Demirgüç-Kunt i Maksimovic [2008]; Figura [2016]; Berger i Udell [1998].

H₃: Szyszko i Szczepański [2003, s. 142]; Bławat [2004, s. 28]; Bilski i Stawasz [2006, s. 209]; Oliwa, Spoz i Ziolo [2018, s. 157].

H₄: Grzywacz [2019, s. 109, 143]; Zelek [2013, s. 11]; Mączyńska [2011, s. 24]; Rogowski [2018, s. 212].

H₅: Skawińska [2007, s. 369]; Bielski [2004, s. 85]; Daft [2010, s. 341]; Suszyński [2013, s. 139, 144].

H₆: Hooks [2003]; Odalo, Achoki i Njuguna [2016]; Ghafoorifard i inni [2014]; Ehi-Oshio, Adeyemi i Enofe [2013]; Omondi i Muturi [2013].

H₇: Figura [2016]; Filip i Kata [2017]; Rastogi, Jain i Yadav [2006]; Skowronek-Mielczarek i Bachnik [2006]; Kamińska [2011, s. 58]; Mitek i Miciuła [2012, s. 60]; Kachlami i Yazdanfar [2016].

4. Metody badawcze i próba badawcza

4.1. Charakterystyka metod badawczych

Badania przeprowadzone zostały w okresie styczeń–listopad 2020 r. Prowadzone były dwuetapowo. W badaniu wykorzystano metodę sondażu diagnostycznego. Metoda sondażu jest jedną z najważniejszych metod zbierania danych w naukach społecznych i jako taka jest szeroko stosowana do zbierania informacji o wielu obiektach badań [Frankfort-Nachmias, Nachmias, 2001, s. 262].

Narzędzie wykorzystane w badaniu to autorski kwestionariusz ankiety. Większość ankiet (etap II) została przeprowadzona przy wykorzystaniu metody CATI (*computer assisted telephone interview*, czyli wspomagany komputerowo wywiad telefoniczny), częściowo (etap I) w formie stacjonarnej (ankiety papierowe) oraz uzupełniając (etap I) – w formie elektronicznej (ankieta internetowa).

Badania empiryczne poprzedzone zostały studiami literaturowymi, które potwierdziły istnienie luki poznawczej w zakresie wykorzystania finansowania dłużnego w finansowaniu działalności przedsiębiorstw. Wskazały także na wykorzystanie finansowania dłużnego głównie w późniejszych fazach rozwoju przedsiębiorstw, stąd autor zdecydował o podjęciu w badaniach również wątku dotyczącego zależności wykorzystania finansowania dłużnego i rozwoju przedsiębiorstw. Badania literaturowe pozwoliły autorowi stworzyć kwestionariusz ankiety na potrzeby badań empirycznych i wykorzystać go jako narzędzie.

Zaobserwowany związek dwóch zmiennych może być wynikiem przypadku lub może być spowodowany tym, że obie zmienne są powiązane z trzecią zmienną. Co istotne, badane zjawisko można często wyjaśnić za pomocą więcej niż jednej zmiennej niezależnej. W każdym przypadku wprowadzenie dodatkowej zmiennej pozwala na dookreślenie wyjściowego związku między zmiennymi [Frankfort-Nachmias, Nachmias, 2001, s. 441]. W naukach ekonomicznych szczególnie istotna jest bowiem problematyka przyczynowości [Pearl, 2000, s. 133; Lotko, Luft, 2019].

W związku z powyższym, zależności pomiędzy zmiennymi badano za pomocą analizy ścieżek, opierając się na metodzie największego prawdopodobieństwa. Analiza równań strukturalnych (tzw. analiza ścieżek; *structural equation modeling* czy *path analysis*) jest jedną z najlepiej opracowanych technik z rodziny metod interpretacji przyczynowej opartych na statystycznej analizie danych [Cwalina, 2000, s. 15]. Modele strukturalne ze zmiennymi ukrytymi stanowią dziś jedno z dominujących i jednocześnie najbardziej zaawansowanych podejść analitycznych w światowym piśmiennictwie na gruncie nauk społecznych [Lotko, Luft, 2019].

Analiza ścieżek jest techniką wykorzystującą zarówno dwuzmienną, jak i wielozmienną analizę regresji. Jest to metoda testowania związków przyczynowych pomiędzy zmiennymi uwzględnionymi w modelu. Składa się z trzech etapów [Frankfort-Nachmias, Nachmias, 2001, s. 463]:

- wyrysowanie, na podstawie teorii lub zbioru hipotez, diagramu powiązań (ścieżek),
- obliczenie współczynników ścieżek (bezpośredni efekt) za pomocą analizy regresji,
- ustalenie efektów pośrednich.

Hipotetyczny model można przetestować statystycznie w ramach jednoczesnej analizy całego systemu zmiennych, aby określić, w jakim stopniu jest on spójny z danymi. Jeśli dopasowanie jest odpowiednie, model przemawia za wiarygodnością postulowanych relacji między zmiennymi; jeśli jest niewystarczające, możliwość utrzymania takich relacji jest odrzucana [Byrne, 2016, s. 3].

Termin „modelowanie równań strukturalnych” wskazuje na dwa ważne aspekty procedury [Byrne, 2016, s. 3]:

- że procesy przyczynowe w ramach badania są reprezentowane przez serię równań strukturalnych (tj. regresji) oraz
- że te relacje strukturalne można modelować obrazowo, aby umożliwić jaśniejszą konceptualizację badanej teorii.

4.2. Przedsiębiorstwa przemysłowe

Główną grupą badanych przedsiębiorstw były podmioty z branży przemysłowej. W badaniu były również analizowane przedsiębiorstwa z branży handlowej i usługowej, traktowane łącznie jako grupa porównawcza dla przedsiębiorstw przemysłowych.

Przemysł jest jednym z najważniejszych działów gospodarki światowej, a także jedną z podstawowych dziedzin gospodarki narodowej zajmujących się działalnością materialną [Janasz, 2006, s. 60]. W 2020 r., czyli w roku przeprowadzenia badania, przedsiębiorstwa przemysłowe osiągnęły największe przychody ogółem, a także wygenerowały najwyższy wynik finansowy brutto wśród przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce [GUS, 2021a]. Podobnie było, jeśli chodzi o wielkość obrotów i wartość produkcji [GUS, 2022].

Przedsiębiorstwa przemysłowe można zdefiniować jako podmioty, które wykorzystują maszyny do produkcji towarów z surowców i/lub komponentów [Bjørnset i in., 2021]. W zarządzaniu nowoczesnym przedsiębiorstwem przemysłowym zwraca się uwagę na działalność innowacyjną. Jest ona wyznacznikiem pozycji przedsiębiorstwa na rynku, a także podstawą wzrostu jego poziomu konkurencyjności [Zhu, Cheung, 2017]. Działalność innowacyjna w przemyśle wiąże się z wprowadzaniem nowych produktów oraz postępowaniem technologicznym [Gerasimov, Vasyaycheva, Gerasimov, 2018].

Powyższe oznacza, że przedsiębiorstwa produkcyjne mają zwykle wyższy poziom inwestycji kapitałowych niż inne sektory, takie jak handel detaliczny i hurtowy [Holmes, Kent, 1991]. Najwięcej (blisko 50%) nakładów na rzeczowe aktywa trwałe w 2020 r. poniosły w Polsce przedsiębiorstwa prowadzące działalność przemysłową. Należy też zauważyć, że ponad 90% nakładów na rzeczowe aktywa trwałe przedsiębiorstw niefinansowych stanowiły nakłady inwestycyjne [GUS, 2021b]. Chcąc pozostać konkurencyjnymi, przedsiębiorstwa przemy-

słowe muszą wciąż się rozwijać i udoskonalać zarówno metody produkcji, jak i wytwarzane materiały czy produkty. Oczywiście jest, że do tego potrzebny jest kapitał, w tym kapitał obcy.

Często wykorzystywana forma kapitału obcego to kredyty. W przypadku przedsiębiorstw przemysłowych większość kredytów obrotowych przeznaczona jest na finansowanie zakupu materiałów (tzn. surowców i półfabrykatów do dalszego przerobu), a w przypadku sklepów i przedsiębiorstw handlowych – na zakup towarów, które mają zostać sprzedane z zyskiem [Skrodzki, 2010]. Kredyty inwestycyjne często służą do nabywania maszyn: przedsiębiorstwo zastępuje część starych maszyn nowymi, niekiedy rozszerza asortyment produkcji, może też dzięki takiemu kredytowi dokupić pojazdy [Skrodzki, 2010].

Znaczna część kredytów inwestycyjnych ma inne przeznaczenie – służy realizacji kompleksowej inwestycji, np. budowie nowej hali produkcyjnej i zakupowi jej wyposażenia, gruntownej wymianie parku maszynowego, a niekiedy nawet budowie zupełnie nowego zakładu [Skrodzki, 2010]. Finansowanie inwestycji związane jest z potrzebą wprowadzania innowacji lub rozszerzenia działalności biznesowej przedsiębiorstwa [Kádárová, Bajus, Rajnoha, 2015]. Badania wskazują także, oprócz sięgania po krótkoterminowe kredyty bankowe przez przedsiębiorstwa przemysłowe, na wykorzystanie kredytu kupieckiego (przeznaczanego na urządzenia technologiczne) oraz leasingu (maszyn, urządzeń i samochodów) [Mura, Buleca, 2012].

Ogólnie można stwierdzić, że branża, którą reprezentuje dany podmiot, determinuje w dużej mierze strukturę jego aktywów. Podmioty z sektora budowlanego bądź przemysłowego cechują się większym udziałem aktywów trwałych w aktywach ogółem niż ma to miejsce w przypadku podmiotów prowadzących działalność usługową bądź handlową (w ich przypadku dominują aktywa obrotowe) [Grzywacz, 2016, s. 39]. Potwierdzają to badania podmiotów z sektora przedsiębiorstw niefinansowych prowadzących działalność gospodarczą w Polsce. W 2020 r. najwyższy odsetek środków trwałych należał do przedsiębiorstw przemysłowych (56,3%), które dysponowały też największym odsetkiem maszyn, urządzeń technicznych i narzędzi (72,6%) oraz budynków i budowli (50,2%) [GUS, 2021b]. Można zatem zakładać, że przedsiębiorstwa z branży przemysłowej mają większe możliwości zabezpieczania kredytów. Jednocześnie cechują się większymi potrzebami pożyczkowymi. Biorąc pod uwagę te czynniki, przedsiębiorstwa przemysłowe są w mniejszym stopniu „zniechęcone” do zaciągania długu [Freel i in., 2012].

4.3. Charakterystyka próby badawczej

W pierwszym etapie badań, które przeprowadzono wśród słuchaczy studiów podyplomowych kierunków związanych z finansami w Szkole Głównej Handlowej w Warszawie, próba badawcza była losowa. Badania w drugim etapie zostały przeprowadzone wśród praktyków gospodarczych zajmujących się finansami i reprezentujących przedsiębiorstwa z branży przemysłowej, handlowej i usługowej. Na drugim etapie próba została dobrana celowo, aby ostatecznie możliwe było dokonanie analizy porównawczej między grupami przedsiębiorstw –

przemysłowymi oraz handlowymi i usługowymi. Przedsiębiorstwa wybrane do badania zostały zaklasyfikowane do danej grupy (branży) na podstawie kodów PKD określających główny obszar działalności danego podmiotu⁵. Wszystkie przedsiębiorstwa prowadziły działalność w Polsce. Grupa respondentów objęła w sumie 211 osób reprezentujących przedsiębiorstwa z poszczególnych branż.

W tabeli 1 przedstawiono rozkład stanowisk, na jakich osoby badane pracowały. Większość osób badanych pracowała na stanowisku księgowego. Stosunkowo dużą grupę stanowili również specjaliści. W tabeli 2 przedstawiono rozkład częstości wielkości podmiotów, w których pracowały osoby badane. Najwięcej osób badanych pracowało w dużych podmiotach zatrudniających co najmniej 250 osób. Dużą grupę (prawie 40%) stanowiły także przedsiębiorstwa średnie (zatrudniające między 50 a 249 osób). W tabeli 3 przedstawiono rozkład częstości form prawnych podmiotów, w których pracowały osoby badane.

Tabela 1. Stanowiska pracy osób badanych

Stanowisko	<i>n</i>	%	Stanowisko	<i>n</i>	%
Analitik	1	0,5	Kontroler finansowy	3	1,4
Analitik finansowy	1	0,5	Kontroler kredytowy	1	0,5
Asystent zarządu	1	0,5	Koordynator	3	1,4
Customer care	1	0,5	Księgowy	140	66,4
Członek zarządu	3	1,4	Menedżer	2	0,9
Doradca handlowy	1	0,5	Menedżer ds. logistyki	1	0,5
Dyrektor finansowy	6	2,8	Menedżer ds. rozwoju	1	0,5
Dyrektor sprzedaży	1	0,5	Pracownik działu finansowego	2	0,9
Ekspert	1	0,5	Prezes	6	2,8
Kierownik	4	1,9	Sekretariat	6	2,8
Kierownik finansowy	4	1,9	Specjalista	22	10,4

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 2. Wielkość podmiotu

Wielkość podmiotu	Zatrudnienie	<i>n</i>	%
Mikro	do 9 osób	6	2,8
Mały	10–49 osób	32	15,2
Średni	50–249 osób	82	38,9
Duży	250 i więcej osób	91	43,1
Ogółem		211	100

Źródło: opracowanie własne.

⁵ Z uwagi na rozbieżności w klasyfikacjach przedsiębiorstw oraz w ich nazewnictwie podział przedsiębiorstw na grupy (branże): przemysłowe, handlowe i usługowe, został dokonany przez autora samodzielnie na potrzeby badania. W szczególności należy zwrócić uwagę, że przedsiębiorstwa przemysłowe są rozumiane w badaniu jako prowadzące działalność przemysłową i należące do sektora drugiego gospodarki. Są to przedsiębiorstwa charakteryzujące się wysoką kapitałochłonnością.

Tabela 3. Formy prawne podmiotów, w których pracowały osoby badane

Forma prawna	<i>n</i>	%
Spółka akcyjna	47	22,3
Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością	113	53,6
Spółka jawna	10	4,7
Spółka komandytowa	30	14,2
Jednoosobowa działalność gospodarcza	5	2,4
Spółka cywilna	3	1,4
Inne	3	1,4
Ogółem	211	100

Źródło: opracowanie własne.

Większość osób badanych reprezentowała spółki z ograniczoną odpowiedzialnością. Drugą największą grupę stanowiły spółki akcyjne (22,3%). W tabeli 4 przedstawiono rozkład częstości wielkości miejscowości, w których miały siedzibę przedsiębiorstwa zatrudniające osoby badane.

Tabela 4. Wielkość miejscowości, w których miały siedzibę przedsiębiorstwa zatrudniające osoby badane

Wielkość miejscowości	<i>n</i>	%
Do 5 tys. mieszkańców	17	8,1
Od 5 tys. do mniej niż 20 tys. mieszkańców	24	11,4
Od 20 tys. do mniej niż 50 tys. mieszkańców	37	17,5
Od 50 tys. do mniej niż 100 tys. mieszkańców	29	13,7
Od 100 tys. do mniej niż 300 tys. mieszkańców	28	13,3
300 tys. mieszkańców i więcej	76	36,0
Ogółem	211	100

Źródło: opracowanie własne.

W największej liczbie przypadków przedsiębiorstwa miały siedzibę w miejscowościach, w których mieszkało co najmniej 300 tysięcy osób. W tabeli 5 przedstawiono rozkład częstości branż, w których funkcjonowały przedsiębiorstwa zatrudniające osoby badane.

Tabela 5. Branże, w których funkcjonowały przedsiębiorstwa zatrudniające osoby badane

Branża	<i>n</i>	%
Handel	51	24,2
Przemysł	117	55,5
Usługi	43	20,4
Ogółem	211	100

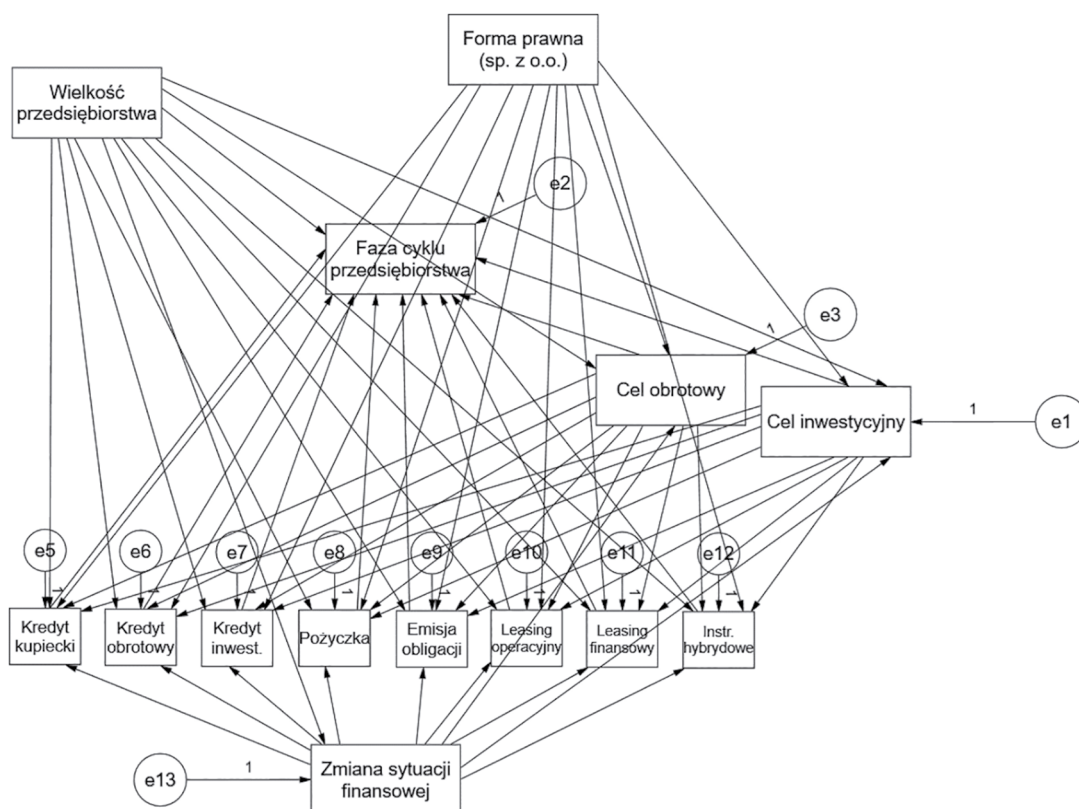
Źródło: opracowanie własne.

Większość osób badanych pracowała w przedsiębiorstwach przemysłowych, w przedsiębiorstwach nieprzemysłowych, tzn. w handlu lub usługach, pracowały 94 osoby badane (prawie 45%). Dodatkowo grupa osób pracujących w przedsiębiorstwach przemysłowych była w przybliżeniu dwa razy większa od grup pracowników sektorów handlowego i usługowego, które z kolei były prawie równe pod względem liczby osób.

5. Model badawczy

Zależności między czynnikami związanymi z finansowaniem dłużnym oraz rozwojem przedsiębiorstw badane były za pomocą analizy ścieżek. Na rysunku 1 przedstawiono model wstępny weryfikowany w toku kolejnych analiz. Został on stworzony na podstawie postawionych hipotez.

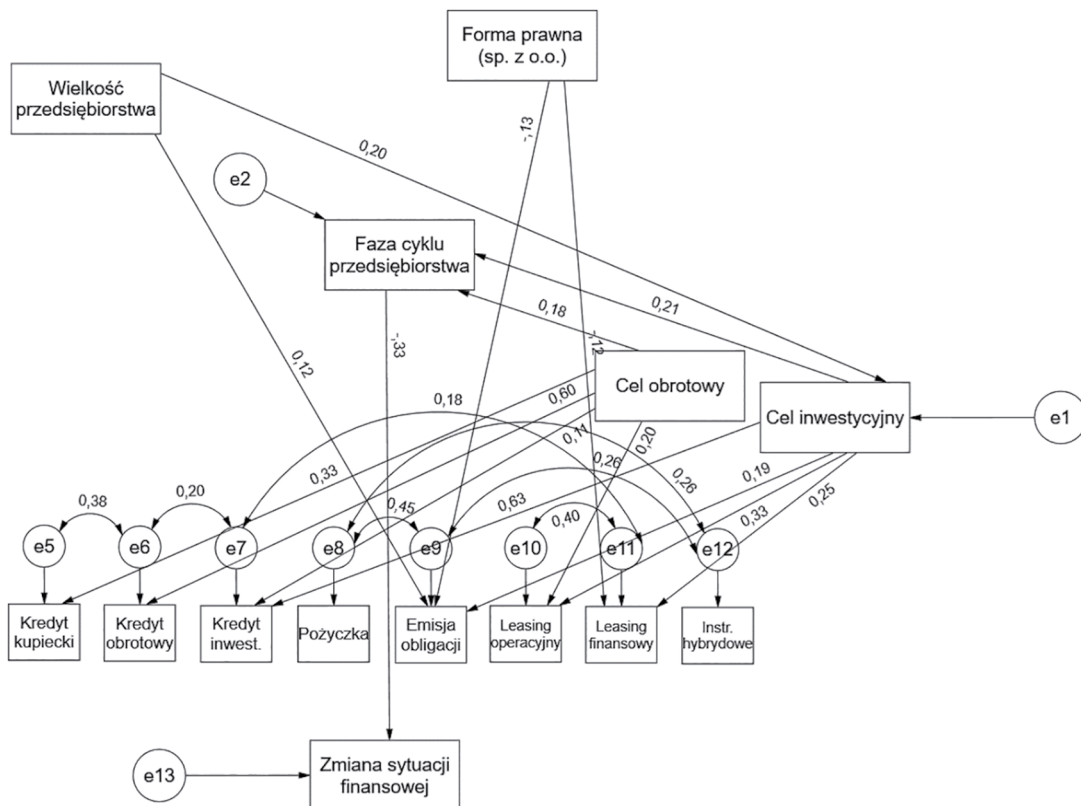
Rysunek 1. Weryfikowany wstępny model zależności pomiędzy zmiennymi



Uwagi: e1–e13 – zmienne resztowe (*residual*), wprowadzane dodatkowo do modelu, najczęściej oznaczane literą „e”. Określa się je również jako wariancję resztową. Odzwierciedlają one wpływ tych zmiennych, które nie są objęte analizą (nie są uwzględnione w modelu). Jest to zgodne z założeniem, że badacz nigdy nie będzie mógł wyjaśnić do końca wariancji całkowitej danej zmiennej za pomocą zmiennych wyszczególnionych w modelu, por. Cwalina [2000, s. 17].

Źródło: opracowanie własne.

Rysunek 2. Ostateczny model zależności pomiędzy zmiennymi



Uwagi: e1–e13 – zmienne resztowe.

Źródło: opracowanie własne.

Weryfikowany model wstępny nie był wystarczająco dobrze dopasowany do danych. Indeksy dopasowania⁶ wynosiły $CFI = 0,64$; $NFI = 0,64$; $RMSEA = 0,17$.

W celu uzyskania dopasowania obrazu zależności do analizowanych danych usunięto ścieżki obrazujące zależności, które nie były istotne statystycznie, oraz dodano zależności istotne statystycznie, opierając się na wartościach indeksów modyfikacji⁷ przy wartości

⁶ W celu zweryfikowania dopasowania modelu do danych używane są statystyki mówiące o dobrym dopasowaniu modelu do danych (*goodness-of-fit statistics*): CFI (*Comparative Fit Index*), NFI (*Normed Fit Index*) oraz RMSEA (*Root Mean Square Error of Approximation*). Indeksy CFI oraz NFI mogą osiągać wartości między 0–1 i są określone na podstawie porównania modelu hipotetycznego (wstępnego) z modelem niezależnym (czyli takim, w którym wszystkie zmienne są całkowicie niezależne, tj. w którym korelacje między zmiennymi wynoszą 0). Są miarą całkowitej kowariancji danych. Wartość referencyjna wynosi $>0,90$ a nawet $>0,95$. Wskazuje się ponadto na pierwszeństwo CFI nad NFI. Indeks RMSEA bierze pod uwagę błąd przybliżenia w populacji. Wartości indeksu $<0,05$ wskazują na dobre dopasowanie modelu do danych a wartości $>0,08$ mówią o istotnych błędach przybliżenia w populacji. Wartości te są oceną subiektywną i nie mogą być postrzegane jako jedyne słuszne. Wydają się być jednak bardziej realistyczne do spełnienia niż wymóg idealnego dopasowania, gdzie $RMSEA = 0,0$. Ogólnie można zatem stwierdzić, że im indeks RMSEA mniejszy, tym model lepiej dopasowany do danych, por. Byrne [2016, s. 90, 96 i 98].

⁷ Indeksy modyfikacji (*modification indices*) – wskazują, w jakim stopniu model hipotetyczny (wstępny) jest dobrze opisany. Ich wartość progowa wynosi 4,0, por. Byrne [2016, s. 103].

progowej równej 4,0. Na rysunku 2 przedstawiono ostateczny model zależności pomiędzy zmiennymi. Wskaźniki dopasowania dla ostatecznego modelu wynosiły $CFI = 0,93$; $NFI = 0,84$; $RMSEA = 0,05$.

6. Wyniki i dyskusja

W tabeli 6 przedstawiono wartości współczynników regresji i współczynników korelacji otrzymanych w modelu ostatecznym.

Tabela 6. Wartości współczynników regresji i współczynników korelacji otrzymane w ostatecznym modelu

Zależności pomiędzy zmiennymi			B/r	P
Faza cyklu życia przedsiębiorstwa	<--	Cel obrotowy	0,18	0,005
Faza cyklu życia przedsiębiorstwa	<--	Cel inwestycyjny	0,21	0,001
Cel inwestycyjny	<--	Wielkość przedsiębiorstwa	0,20	0,004
Emisja obligacji	<--	Wielkość przedsiębiorstwa	0,12	0,044
Emisja obligacji	<--	Forma prawna (sp. z o.o.)	-0,13	0,026
Leasing finansowy	<--	Forma prawna (sp. z o.o.)	-0,12	0,046
Kredyt kupiecki	<--	Cel obrotowy	0,33	0,001
Kredyt obrotowy	<--	Cel obrotowy	0,60	0,001
Kredyt inwestycyjny	<--	Cel obrotowy	0,11	0,040
Leasing operacyjny	<--	Cel obrotowy	0,20	0,001
Emisja obligacji	<--	Cel inwestycyjny	0,19	0,002
Leasing operacyjny	<--	Cel inwestycyjny	0,33	0,001
Leasing finansowy	<--	Cel inwestycyjny	0,25	0,001
Kredyt inwestycyjny	<--	Cel inwestycyjny	0,63	0,001
Zmiana sytuacji finansowej	<--	Faza cyklu życia przedsiębiorstwa	-0,33	0,001
Pożyczka	<-->	Instrumenty hybrydowe	0,26	0,001
Leasing operacyjny	<-->	Leasing finansowy	0,40	0,001
Kredyt kupiecki	<-->	Kredyt obrotowy	0,38	0,001
Emisja obligacji	<-->	Instrumenty hybrydowe	0,26	0,001
Pożyczka	<-->	Emisja obligacji	0,45	0,001
Kredyt obrotowy	<-->	Kredyt inwestycyjny	0,20	0,002
Kredyt inwestycyjny	<-->	Leasing finansowy	0,18	0,003

Uwagi: B – standaryzowany współczynnik regresji; r – wartość współczynnika korelacji r-Pearsona; p – istotność statystyczna.
Źródło: opracowanie własne.

Wykorzystywanie finansowania dłużnego w celu inwestycyjnym i w celu obrotowym było powiązane dodatnio z fazą cyklu życia przedsiębiorstwa. Oznacza to, że im częstsze

wykorzystywanie finansowania dłużnego w celu inwestycyjnym i w celu obrotowym przez przedsiębiorstwo, tym dalsza faza cyklu jego życia. Hipoteza H_{GL} : „Im częstsze wykorzystanie finansowania dłużnego, tym dalsza faza cyklu życia przedsiębiorstwa”, została zweryfikowana pozytywnie, biorąc pod uwagę cel wykorzystywania finansowania dłużnego. Nie stwierdzono natomiast takiej zależności przy uwzględnieniu wykorzystywania poszczególnych rodzajów finansowania dłużnego.

Na podstawie analizy zależności między zmiennymi w modelu ostatecznym stwierdzono, że wielkość przedsiębiorstwa była powiązana dodatnio ze wskazywaniem wykorzystania finansowania dłużnego w celu inwestycyjnym, tj. im dane przedsiębiorstwo jest większe, tym częściej wykorzystuje finansowanie dłużne w celu inwestycyjnym. Wielkość przedsiębiorstwa była również powiązana dodatnio z korzystaniem z emisji obligacji, tj. im większe przedsiębiorstwo, tym częściej emituje ono obligacje. Na tej podstawie można stwierdzić, że hipoteza H_2 – „Im większe przedsiębiorstwo, tym częstsze wykorzystywanie finansowania dłużnego” – została zweryfikowana pozytywnie.

Z uwagi na największą liczebność spośród analizowanych przedsiębiorstw, w modelu uwzględnione zostały spółki z o.o. Przedsiębiorstwa w formie spółki z o.o. rzadziej korzystały z emisji obligacji i z leasingu finansowego niż przedsiębiorstwa działające w innej formie prawnej. Oznacza to, że hipotezę H_3 : „Forma prawna przedsiębiorstwa ma wpływ na wykorzystywanie finansowania dłużnego”, można zweryfikować pozytywnie.

Wykorzystywanie finansowania dłużnego w celu obrotowym było powiązane dodatnio z korzystaniem z kredytu kupieckiego, kredytu obrotowego i kredytu inwestycyjnego oraz leasingu operacyjnego. Wykorzystywanie finansowania dłużnego w celu inwestycyjnym było powiązane dodatnio z korzystaniem z kredytu inwestycyjnego, emisji obligacji, leasingu operacyjnego i z leasingu finansowego. Biorąc pod uwagę powyższe zależności można pozytywnie zweryfikować hipotezę H_4 „Istnieje zależność między celem wykorzystywania a rodzajem finansowania dłużnego”.

Na podstawie modelu ostatecznego można także zidentyfikować dodatkową zależność, która nie została uwzględniona w modelu wstępnym oraz w hipotezach. Faza cyklu życia przedsiębiorstwa była powiązana ujemnie ze zmianą sytuacji finansowej. Oznacza to, że im dalsza faza cyklu życia przedsiębiorstwa, tym zmiana jego ogólnej sytuacji finansowej była bardziej niekorzystna.

W modelu występuje również szereg korelacji między wykorzystywaniem poszczególnych rodzajów finansowania dłużnego. Korzystanie z pożyczki korelowało dodatnio z korzystaniem z instrumentów hybrydowych. Korzystanie z leasingu operacyjnego korelowało dodatnio z korzystaniem z leasingu finansowego. Korzystanie z kredytu kupieckiego korelowało dodatnio z wykorzystaniem kredytu obrotowego. Korzystanie z emisji obligacji korelowało dodatnio z korzystaniem z instrumentów hybrydowych i z pożyczki. Korzystanie z kredytu inwestycyjnego korelowało dodatnio z korzystaniem z kredytu obrotowego i z korzystaniem z leasingu finansowego. W każdym z tych przypadków można stwierdzić, że częstsze wykorzystanie jednego źródła finansowania dłużnego oznacza częstsze wykorzystanie

drugiego źródła, ale nie można stwierdzić, że jedno jest bezpośrednią przyczyną wzrostu wykorzystania drugiego.

Przeprowadzono również analizę różnic w zakresie otrzymanej struktury zależności pomiędzy analizowanymi zmiennymi, pomiędzy danymi otrzymanymi dla przedsiębiorstw przemysłowych i danymi otrzymanymi dla przedsiębiorstw handlowych i usługowych. W analizie inwariancji⁸ nie stwierdzono istotnych statystycznie różnic w zakresie analizowanych zależności pomiędzy przedsiębiorstwami funkcjonującymi w branży przemysłowej a przedsiębiorstwami funkcjonującymi w handlu i usługach: $\chi^2(15) = 12,32$; $p > 0,05$; $\Delta NFI = 0,02$. Oznacza to, że powyżej przedstawiony model ostateczny ma zastosowanie zarówno w grupie przedsiębiorstw przemysłowych, jak i przedsiębiorstw handlowych oraz usługowych. Hipotezę H₇: „Wpływ czynników związanych z zadłużeniem i z rozwojem jest różny w zależności od branży przedsiębiorstwa”, należy zatem odrzucić.

Z kolei poniższych hipotez – H₁: „Im lepsza ocena sytuacji finansowej przedsiębiorstwa, tym częstsze wykorzystywanie finansowania dłużnego”, H₅: „Istnieje zależność między wielkością przedsiębiorstwa a fazą cyklu jego życia” oraz H₆: „Istnieje zależność między wielkością przedsiębiorstwa a oceną jego sytuacji finansowej” – nie można zweryfikować, ponieważ wskazane w nich zależności nie występują w modelu ostatecznym.

W tabeli 7 przedstawiono wynik weryfikacji hipotez badawczych.

Tabela 7. Weryfikacja hipotez badawczych

Hipoteza	Wynik weryfikacji
H_{6t} : Im częstsze wykorzystanie finansowania dłużnego, tym dalsza faza cyklu życia przedsiębiorstwa	Hipoteza przyjęta
H ₁ : Im lepsza ocena sytuacji finansowej przedsiębiorstwa, tym częstsze wykorzystywanie finansowania dłużnego	Nie można zweryfikować hipotezy na podstawie przeprowadzonych badań
H ₂ : Im większe przedsiębiorstwo, tym częstsze wykorzystywanie finansowania dłużnego	Hipoteza przyjęta
H ₃ : Forma prawna przedsiębiorstwa ma wpływ na wykorzystywanie finansowania dłużnego	Hipoteza przyjęta
H ₄ : Istnieje zależność między celem wykorzystywania a rodzajem finansowania dłużnego	Hipoteza przyjęta
H ₅ : Istnieje zależność między wielkością przedsiębiorstwa a fazą cyklu jego życia	Nie można zweryfikować hipotezy na podstawie przeprowadzonych badań
H ₆ : Istnieje zależność między wielkością przedsiębiorstwa a oceną jego sytuacji finansowej	Nie można zweryfikować hipotezy na podstawie przeprowadzonych badań
H ₇ : Wpływ czynników związanych z zadłużeniem i z rozwojem jest różny w zależności od branży przedsiębiorstwa	Hipoteza odrzucona

Źródło: opracowanie własne.

⁸ Analizę inwariancji przeprowadza się w celu sprawdzenia czy struktura zależności pomiędzy analizowanymi zmiennymi (model) jest jednakowa, niezmienna (*invariant, equivalent*) między różnymi grupami, por. Byrne [2016, s. 227].

Postawione hipotezy badawcze zostały zweryfikowane na podstawie modelu stworzonego za pomocą analizy ścieżek. Pozwolił on nie tylko na identyfikację zależności między zmiennymi, ale także na wyjaśnienie związków przyczynowo-skutkowych, tak istotnych w naukach ekonomicznych. W przypadku modelu badawczego branych jest pod uwagę wiele czynników jednocześnie, przez co możliwe jest uzyskanie pełniejszego obrazu zależności zachodzących między analizowanymi zmiennymi.

Hipoteza główna została zweryfikowana pozytywnie, biorąc pod uwagę cel wykorzystywania finansowania dłużnego. Oznacza to, że wykorzystanie finansowania dłużnego wspiera rozwój przedsiębiorstwa, rozumiany jako przechodzenie do kolejnych faz cyklu jego życia. Trzeba wyraźnie podkreślić, że taki wniosek jest nowością w kontekście badanych zjawisk. Dotychczas literatura skupiała się na odwrotnej zależności, tj. wpływie fazy cyklu życia przedsiębiorstwa na wykorzystywanie przez nie finansowania dłużnego.

Hipoteza H_2 została zweryfikowana pozytywnie. Jest to potwierdzenie dla wniosków płynących z wielu wcześniejszych badań. Większe przedsiębiorstwa mają lepszy dostęp do finansowania dłużnego, stąd chętniej po nie sięgają.

Na podstawie modelu można również pozytywnie zweryfikować hipotezę H_3 . Jest to wniosek zgodny z literaturą przedmiotu, gdzie zwraca się uwagę, że forma prawna przedsiębiorstwa warunkuje wykorzystanie poszczególnych form finansowania dłużnego.

Hipoteza H_4 okazała się prawdziwa. Poszczególne rodzaje finansowania dłużnego, z uwagi na swoją specyfikę i cechy charakterystyczne, są wykorzystywane na różne cele.

Dodatkowa zależność, która nie została uwzględniona w modelu wstępnym oraz w hipotezach, mówi, że „faza cyklu życia przedsiębiorstwa była powiązana ujemnie ze zmianą sytuacji finansowej”. Oznacza to, że przechodzenie przedsiębiorstwa do kolejnych faz cyklu życia powoduje pogorszenie jego sytuacji finansowej. Jest to ciekawa zależność, którą można uzasadnić tym, że przedsiębiorstwo, przechodząc przez kolejne fazy cyklu życia, chętniej sięga po finansowanie dłużne. Nadmierne jego wykorzystanie może doprowadzić do pogorszenia sytuacji finansowej podmiotu.

W modelu pojawił się także szereg korelacji między wykorzystywaniem poszczególnych rodzajów finansowania dłużnego. Można zakładać, że przedsiębiorstwo, które ma doświadczenie z wykorzystaniem jednej formy finansowania dłużnego, chętniej sięga po kolejny jego rodzaj i powinno mieć mniejsze obawy, jeśli chodzi o wykorzystanie długu. W wielu przypadkach korelacja miała miejsce między formami finansowania o podobnym charakterze, np. między leasingiem operacyjnym a finansowym (różne formy leasingu) czy emisją obligacji a pożyczką (w istocie są to różne formy pożyczki).

Przedstawiony model ostateczny ma zastosowanie w grupie zarówno przedsiębiorstw przemysłowych, jak i przedsiębiorstw handlowych i usługowych. Hipotezę H_7 należy odrzucić. W analizowanej grupie badawczej nie zidentyfikowano różnic w przedsiębiorstwach z uwagi na ich przynależność do danej branży.

7. Podsumowanie

Głównym celem przeprowadzonego badania było zweryfikowanie, czy finansowanie dłużne może wspierać rozwój przedsiębiorstwa. Do badania zostały wybrane zarówno krótkoterminowe, jak i długoterminowe rodzaje finansowania dłużnego. Pierwsze z nich przeznaczone są zazwyczaj na finansowanie bieżącej działalności przedsiębiorstwa. Mogą służyć do poprawy sytuacji finansowej podmiotu, która z kolei według literatury przedmiotu ma duże znaczenie przy pozyskiwaniu finansowania dłużnego, głównie długoterminowego. Dług długoterminowy wykorzystywany jest przede wszystkim do finansowania przedsięwzięć inwestycyjnych, kojarzonych z rozwojem przedsiębiorstwa.

Hipoteza główna, mówiąca, że częstsze wykorzystywanie finansowania dłużnego powinno wspierać szybsze przechodzenie przedsiębiorstwa do kolejnych faz cyklu jego życia, jest nowatorskim podejściem do badanych zagadnień. Dotychczas analizowana była zależność odwrotna mówiąca, że faza cyklu życia przedsiębiorstwa determinuje, jaki rodzaj finansowania (w tym finansowania dłużnego) ono wykorzystuje. Z uwagi na fakt, że teorie cyklu życia przedsiębiorstwa są często wykorzystywane w naukach ekonomicznych i mogą służyć do oceny rozwoju przedsiębiorstwa, wydaje się słuszne, a także bardzo interesujące, sprawdzenie, czy zachodzi zależność przeciwna.

Trzeba jednak zauważyć, że w Polsce problematyka cyklu życiowego przedsiębiorstw jest stosunkowo mało reprezentowana zarówno w teorii, jak i w praktyce gospodarczej [Mączyńska, 2011, s. 33]. W związku z tym przeprowadzone badanie dotyczące przedsiębiorstw funkcjonujących w Polsce może być też potraktowane jako uzupełnienie luki badawczej w tym zakresie.

Przeprowadzenie badania wśród przedsiębiorstw w podziale na branże, w których funkcjonują, jest również swoistego rodzaju *novum*. Zazwyczaj badane są wybrane sektory gospodarki albo przedsiębiorstwa określane szerzej jako niefinansowe. Podział przedsiębiorstw według głównych sektorów gospodarki pozwolił na przeprowadzenie analizy porównawczej między badanymi grupami. Głównym obiektem zainteresowania były przedsiębiorstwa przemysłowe wykazujące duże potrzeby pozyskiwania finansowania (również dłużnego) m.in. na przedsięwzięcia inwestycyjne. Należy jednak zauważyć, że na podstawie zebranych danych oraz przeprowadzonej analizy nie odnotowano różnic w badanych zależnościach z uwagi na przynależność przedsiębiorstwa do danej branży (przemysłowej, handlowej czy usługowej). Oznacza to, że związki między zmiennymi zachodzą we wszystkich przedsiębiorstwach, niezależnie od tego, do jakiego sektora gospodarki te podmioty należą.

W celu zweryfikowania istnienia zależności wskazanych w postawionych hipotezach badawczych wykorzystano analizę równań strukturalnych (ścieżek). Jest to metoda pozwalająca na wskazanie powiązań przyczynowo-skutkowych, które są bardzo istotne w naukach ekonomicznych. Z uwagi na stosunkowo małe zainteresowanie tą techniką wśród badaczy w Polsce [Cwalina, 2000, s. 15], autor zdecydował się na jej wykorzystanie.

Pozytywnie zweryfikowana główna hipoteza badawcza (z uwzględnieniem celu wykorzystywania finansowania dłużnego) pozwala stwierdzić, że wykorzystanie finansowania dłuż-

nego wspiera rozwój przedsiębiorstwa rozumiany jako przechodzenie do kolejnych faz cyklu jego życia. Na podstawie badania udało się także zweryfikować część hipotez pobocznych. Wielkość przedsiębiorstwa oraz jego forma prawna wpływają pozytywnie na częstość wykorzystywania finansowania dłużnego. Ponadto istnieje zależność między celem wykorzystywania a rodzajem finansowania dłużnego. Jedną hipotezę poboczną – mówiącą o różnicach w badanych zależnościach między przedsiębiorstwami z różnych branż – należało odrzucić. Dodatkowa zależność, która została zidentyfikowana w modelu ostatecznym – mówiąca, że „faza cyklu życia przedsiębiorstwa była powiązana ujemnie ze zmianą sytuacji finansowej” – jest bardzo interesująca i wymaga dalszych badań. W modelu ostatecznym pojawił się także szereg korelacji między wykorzystywaniem poszczególnych rodzajów finansowania dłużnego.

Dalszych analiz wymagają także hipotezy poboczne, których nie udało się zweryfikować na podstawie otrzymanego w procesie badawczym modelu ostatecznego. Zależności między oceną sytuacji finansowej przedsiębiorstwa a wykorzystaniem przez nie finansowania dłużnego, a także wpływie na nią jego wielkości, nie można stwierdzić. Należy zwrócić uwagę, że postawione w ankiecie pytanie było dosyć ogólne. Pozwoliło to na swobodną interpretację pojęcia „sytuacja finansowa przedsiębiorstwa”. Dodatkowo trzeba pamiętać, że odpowiedź na to pytanie stanowiła subiektywna ocena respondentów.

Ponadto nie można zweryfikować zależności między wielkością przedsiębiorstwa a fazą cyklu jego życia. Wydaje się, że przedsiębiorstwa, przechodząc do kolejnych faz cyklu życia, rozwijają się i zwiększają skalę swojej działalności. Powinny zatem stawać się też większymi podmiotami. Badana grupa przedsiębiorstw tego jednak nie potwierdziła.

Podsumowując, można stwierdzić, że badane zagadnienia – finansowanie dłużne oraz rozwój przedsiębiorstwa – są bardzo złożone. Przedsiębiorstwa wykorzystują finansowanie dłużne, jednak zdecydowanie częściej sięgają po formy dobrze znane i funkcjonujące od lat, takie jak kredyty czy leasing. W niewielkim stopniu natomiast korzystają z bardziej zaawansowanych rodzajów, jak np. instrumenty hybrydowe. Ograniczeniem dla ich stosowania są wymogi, które musi spełnić przedsiębiorstwo, aby móc z nich korzystać. Dodatkowo wydaje się, że wiedza na ich temat wśród przedsiębiorstw jest mocno ograniczona. Zdecydowanie łatwiej jest pozyskać finansowanie dłużne podmiotom dużym, funkcjonującym w formie spółek kapitałowych.

Rozwój przedsiębiorstwa jest kategorią trudną do jednoznacznego zdefiniowania. Na pojęcie to składa się wiele elementów, przez co może być ono rozumiane bardzo różnie. Dodatkowo brak jest jednej, uniwersalnej miary rozwoju przedsiębiorstwa. Wykorzystana w pracy teoria cyklu życia przedsiębiorstwa wydaje się jedną z najpopularniejszych, a także stosunkowo łatwą do interpretacji. Oznacza to jednak, że nie jest podejściem idealnym, pozbawionym słabych stron, chociażby z uwagi na fakt, że istnieje wiele jej odmian.

Badania dotyczące poruszanych w niniejszym opracowaniu zagadnień są prowadzone w różnych ujęciach od wielu lat. Z uwagi na ich kompleksowość wiele pytań wciąż pozostaje bez jednoznacznych odpowiedzi. Jako rekomendacje na przyszłość należy wskazać z pewnością próbę zweryfikowania zależności, których nie udało się sprawdzić w przeprowadzonym

badaniu. Interesujące byłoby skupienie się w przyszłych badaniach np. tylko na instrumentach wykorzystywanych do finansowania inwestycji, z pominięciem krótkoterminowych form finansowania dłużnego. Dodatkowo można zastanowić się nad wykorzystaniem innych metod identyfikacji rozwoju przedsiębiorstwa. Ciekawe byłoby także przeprowadzenie analizy porównawczej badanych zagadnień, np. między przedsiębiorstwami funkcjonującymi w innych krajach naszego regionu.

Bibliografia

Wydawnictwa zwarte

1. Bartlett, W., Bateman, M., Vehovec, M. (eds.) (2002). *Small Enterprise Development in South-East Europe. Policies for Sustainable Growth*. New York: Springer Science&Business Media.
2. Bielski, M. (2004). *Podstawy teorii organizacji i zarządzania*, wyd. 2. Warszawa: C.H. Beck.
3. Bilski, J., Stawasz, E. (red.) (2006). *Bariery w korzystaniu z usług bankowych w finansowaniu działalności małych i średnich przedsiębiorstw*. Łódź: Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego.
4. Bławat, F. (red.) (2004). *Przetrwanie i rozwój małych i średnich przedsiębiorstw*. Gdańsk: Scientific Publishing Group.
5. Boguszewski, P. (red.) (2016). *Dostępność finansowania przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce*. Warszawa: Departament Stabilności Finansowej NBP.
6. Byrne, B.M. (2016). *Structural Equation Modeling with Amos. Basic Concepts, Applications and Programming*. New York–London: Routledge.
7. Cwalina, W. (2000). Zastosowanie modelowania równań strukturalnych w naukach społecznych. W: *Zastosowania statystyki i data mining w badaniach naukowych* (s. 15–23). Warszawa: StatSoft Polska.
8. Daft, R.L. (2010). *Organizational Theory and Design*. Mason: South-Western Cengage Learning.
9. Damodaran, A. (2006). *Applied Corporate Finance: A User's Manual*. Hoboken: John Wiley & Sons.
10. Duliniec, A. (2007). *Finansowanie przedsiębiorstwa*. Warszawa: PWE.
11. Frankfort-Nachmias, C., Nachmias, D. (2001). *Metody badawcze w naukach społecznych*. Poznań: Zysk i S-ka.
12. Grzywacz, J. (red.) (2019). *Finanse przedsiębiorstwa 9. Ocena działalności gospodarczej*. Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH.
13. Grzywacz, J. (red.) (2016). *Źródła finansowania działalności rozwojowej przedsiębiorstw w Polsce*. Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH.
14. Janasz, W. (red.) (2006). *Zarys strategii rozwoju przemysłu*. Warszawa: Difin.
15. Kamela, A. (2023). *Zadłużenie przedsiębiorstwa przemysłowego a jego rozwój*. Rozprawa doktorska (niepublikowana) przygotowana pod kierunkiem naukowym dr hab. K. Kreczmańskiej-Gigoł, prof. SGH w Kolegium Zarządzania i Finansów Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie. Warszawa.

16. Kamińska, A. (2011). *Regionalne determinanty rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw*. Warszawa: Difin.
17. Lewandowska, L. (red.) (2009). *Formy wspierania przedsiębiorczości w regionie łódzkim w warunkach kryzysu gospodarczego*. Łódź: Polskie Towarzystwo Ekonomiczne.
18. Mączyńska, E. (red.) (2011). *Cykle życia i bankructwa przedsiębiorstw*. Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH.
19. Oliwa, B., Spoz, A., Ziolo, M. (2018). *Finansowanie sektora MŚP przez banki: ryzyko, źródła, strategie*. Lublin: Wydawnictwo KUL.
20. Orechwa-Maliszewska, E., Kopczuk, A. (red.) (2003). *Finansowe aspekty funkcjonowania małych i średnich przedsiębiorstw*. Białystok: Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania w Białymstoku.
21. Panfil, M. (red.) (2008). *Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa. Studia przypadków*. Warszawa: Difin.
22. Pearl, J. (2000). *Causality. Models, Reasoning and Interference*. New York: Cambridge University Press.
23. Rogowski, W. (2018). *Rachunek efektywności inwestycji. Wyzwania teorii i potrzeby praktyki*. Warszawa: Wydawnictwo Nieoczywiste GAB Media.
24. Skawińska, E. (red.) (2007). *Zarządzanie przedsiębiorstwem*. Poznań: Wydawnictwo Instytutu Inżynierii Zarządzania Politechniki Poznańskiej.
25. Suszyński, C. (2013). *Business Enterprise. The Integration of Approaches. Theoretical Dilemmas vs. Challenges of Practice*. Warsaw: Warsaw School of Economics Press.
26. Szyguła, A. (red.) (2012). *Finansowanie działalności przedsiębiorstw ze źródeł bankowych*. Warszawa: Difin.
27. Szyszko, L., Szczepański, J. (red.) (2003). *Finanse przedsiębiorstwa*. Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.
28. Zelek, A. (red.) (2013). *Nowoczesna inżynieria finansowa dla firm start-up w Polsce w latach 2009–2012 – raport z badań screeningowych*. Szczecin: Wydawnictwo Naukowe Zachodniopomorskiej Szkoły Biznesu w Szczecinie.

Artykuły naukowe

1. Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., Maksimovic, V. (2008). Financing Patterns around the World: Are Small Firms Different?, *Journal of Financial Economics*, 89.
2. Berger, A.N., Udell, G.F. (1998). The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle, *Journal of Banking & Finance*, 22 (6–8).
3. Bjørnø, M.M., Skaar, C., Fet, A.M., Schulte, K.Ø. (2021). Circular Economy in Manufacturing Companies: A Review of Case Study Literature, *Journal of Cleaner Production*, 294.
4. Cavalluzzo, K.S., Cavalluzzo, L.C., Wolken, J.D. (2002). Competition, Small Business Financing, and Discrimination: Evidence from a New Survey, *The Journal of Business*, 75(4).
5. Damijan, J.P. (2018). Corporate Financial Soundness and Its Impact on Firm Performance: Implications for Corporate Debt Restructuring in Slovenia, *Post-Communist Economies*, 30(2).

6. D'Annunzio, C., Carattoli, M., Dupleix, D. (2015). Dynamic Capabilities Associated with a Firm's Growth in Developing Countries. A Comparative Study of Argentinean SMEs in the Software and Tourism Industries, *Journal of Entrepreneurship, Management and Innovation*, 11(4).
7. Ehi-Oshio, O.U., Adeyemi, A., Enofe, A.O. (2013). Determinants of Corporate Profitability in Developing Economies, *European Journal of Business and Management*, 5(16).
8. Figura, P. (2016). Zależność pomiędzy wielkością przedsiębiorstwa a strukturą źródeł finansowania, *Marketing i Zarządzanie*, 2(43).
9. Filip, P., Kata, R. (2017). Poszerzanie źródeł kapitału a koszty finansowania zewnętrznego w małych i średnich przedsiębiorstwach, *Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach*, 333.
10. Freel, M., Carter, S., Tagg, S., Mason, C. (2012). The Latent Demand for Bank Debt: Characterizing "Discouraged Borrowers", *Small Business Economics*, 38.
11. Gancarczyk, M., Zabala-Iturriagagoitia, J.M. (2015). Editorial Paper: The Process of the Growth of Small and Medium-Sized Enterprises (SMEs), *Journal of Entrepreneurship, Management and Innovation*, 11(4).
12. Gerasimov, B.N., Vasyaycheva, V.A., Gerasimov, K.B. (2018). Identification of the Factors of Competitiveness of Industrial Company Based on the Module Approach, *Entrepreneurship and Sustainability Issues*, 6(2).
13. Ghafoorifard, M., Sheykh, B., Shakibaei, M., Joshaghan, N.S. (2014). Assessing the Relationship between Firm Size, Age and Financial Performance in Listed Companies on Tehran Stock Exchange, *International Journal of Scientific Management and Development*, 2(11).
14. Holmes, S., Kent, P. (1991). An Empirical Analysis of the Financial Structure of Small and Large Australian Manufacturing Enterprises, *Journal of Small Business Finance*, 1(2).
15. Hooks, L.M. (2003). The Impact of Firm Size on Bank Debt Use, *Review of Financial Economics*, 12.
16. Huang, G., Song, F.M. (2006). The Determinants of Capital Structure: Evidence from China, *China Economic Review*, 17.
17. Kachlami, H., Yazdanfar, D. (2016). Determinants of SME Growth. The Influence of Financing Pattern. An Empirical Study Based on Swedish Data, *Management Research Review*, 39(9).
18. Kádárová, J., Bajus, R., Rajnoha, R. (2015). Optimal Financing of The Industrial Enterprise, *Procedia Economics and Finance*, 23.
19. Lotko, A., Luft, R. (2019). Analiza związku wizerunku marki samochodu osobowego z lojalnościami klientów z wykorzystaniem modelowania równań strukturalnych, *Marketing i Rynek*, 6.
20. Mitek, A., Miciuła, I. (2012). Współczesne determinanty rozwoju przedsiębiorstw prywatnych, *Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania*, 28.
21. Mura, L., Buleca, J. (2012). Evaluation of Financing Possibilities of Small and Medium Industrial Enterprises, *Procedia Economics and Finance*, 3.
22. Odalo, S.K., Achoki, G., Njuguna, A. (2016). Relating Company Size and Financial Performance in Agricultural Firms Listed in the Nairobi Securities Exchange in Kenya, *International Journal of Economics and Finance*, 8(9).

23. Omondi, M.M., Muturi, W. (2013). Factors Affecting the Financial Performance of Listed Companies at the Nairobi Securities Exchange in Kenya, *Research Journal of Finance and Accounting*, 4(15).
24. Rastogi, A.K., Jain, P.K., Yadav, S.S. (2006). Debt Financing of Corporate Enterprises in India: A Study Showing Impact of Industry, Size and Age Factors, *Journal of Advances in Management Research*, 3 (II).
25. Rygielska, S., Wolska, E. (2005). Kredyt inwestycyjny jako źródło finansowania inwestycji, *Finanse i Prawo Finansowe*, II (2).
26. Sawicka, A., Tymoczko, I.D. (2014). Dlaczego polskie przedsiębiorstwa nie korzystają z kredytu? Zjawisko zniechęconego kredytu (nie) biorcy, *Materiały i Studia NBP*, 310.
27. Skowronek-Mielczarek, A., Bachnik, K. (2006). Fundusze pożyczkowe w Polsce – rola i ich wpływ na małe i średnie przedsiębiorstwa, *Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów*, 75.
28. Skrodzki, A. (2010). Wybrane produkty bankowe jako czynnik rozwoju małej i średniej firmy, *Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów*, 103.
29. Smolarek, M., Dzieńdziora, J. (2011). Wybrane zewnętrzne źródła finansowania rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce, *Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Humanitas. Zarządzanie*, 2.
30. Titman, S., Wessels, R. (1998). The Determinants of Capital Structure Choice, *The Journal of Finance*, 43(1).
31. Wrońska-Bukalska, E., Wilkowska, J. (2017). Finansowanie kapitałami dłużnymi w opinii mikroprzedsiębiorców, *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska Sectio H*, LI (5).
32. Zhu, L., Cheung, S.O. (2017). Harvesting Competitiveness through Building Organizational Innovation Capacity, *Journal of Management in Engineering*, 33(5).
33. Żurakowska-Sawa, J. (2010). Sytuacja finansowa przedsiębiorstw przemysłowych według faz cyklu życia, *Zeszyty Naukowe SGGW w Warszawie. Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej*, 82.

Materiały internetowe

1. GUS (2021a). *Instrumenty finansowe przedsiębiorstw niefinansowych w 2020 roku*, <https://stat.gov.pl> (dostęp: 24.03.2023).
2. GUS (2021b). *Działalność przedsiębiorstw niefinansowych w 2020 r.*, <https://stat.gov.pl> (dostęp: 24.03.2023).
3. GUS (2022). *Statystyka strukturalna przedsiębiorstw w 2020 r.*, <https://stat.gov.pl> (dostęp: 24.03.2023).

Enterprise Debt and Its Development

Abstract

The main purpose of the presented research is to assess whether debt financing can support the development of an enterprise. The use of selected types of debt financing (including hybrid financing) was analysed. The development of an enterprise in the author's own study is identified with the transition to the next phases of its life cycle. Research methods used include a review of Polish and foreign literature and an empirical study (diagnostic survey). Structural equation modelling was employed to analyse the collected data. The objectives of the work were achieved by verifying the research hypotheses derived from an analysis of the literature on the subject. The research results successfully validated the main hypothesis that the more frequent the use of debt financing, the further the phase of the enterprise's life cycle, taking into account the purpose of use of debt financing. Based on that, it can be concluded that the use of debt financing supports the development of an enterprise, understood as the transition to successive phases of its life cycle.

Keywords: sources of financing, debt financing, enterprise development
