

Joanna Wyrobek

Katedra Finansów Przedsiębiorstw
Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

Wpływ eksportowania na strukturę kapitałową przedsiębiorstw w świetle badań empirycznych

1. Wprowadzenie

Internacjonalizacja stanowi istotny element rozwoju przedsiębiorstwa, gdyż oznacza wejście podmiotu na rynki międzynarodowe, co wymusza i poprawia: produktywność przedsiębiorstwa, jego konkurencyjność, tempo wzrostu sprzedaży, jakość produktów, a także wielkość inwestycji oraz rentowność. Wydaje się jednak, że o ile istnieje dużo dowodów empirycznych na występowanie wspomnianych powyżej zależności, to istnieje luka badawcza w zakresie badań nad samym eksportowaniem, a szczególnie nad negatywnymi skutkami eksportowania. Celem opracowania jest uzupełnienie tej luki, w szczególności zweryfikowanie hipotezy, że eksporterzy posiadają wyższy poziom ogólnego zadłużenia od nieeksporterów.

2. Przegląd wcześniejszych badań

Zagadnienie wpływu eksportu na strukturę kapitałową nie znalazło jak dotąd jednoznacznych rozstrzygnięć w (mało licznych) badaniach empirycznych. W niektórych opracowaniach wskazuje się, że eksport obniża poziom zadłużenia, inne sugerują odwrotną zależność (czyli że eksport jest związany z wyższym

poziomem zadłużenia). Dość dobrym kryterium podziału tych badań jest podział na publikacje z lat 80., 90. oraz po 2000 r. (wcześniejsze publikacje tzn. sprzed lat 80. nie były zgodne: część sugerowała wyższe, a część niższe zadłużenie).

Wyniki sprzed lat 80. XX w. badań empirycznych nad wpływem eksportu na strukturę kapitałową przedsiębiorstw

Wczesne prace badawcze (z lat 80. i 90. XX w.) sugerują, że przedsiębiorstwa prowadzące sprzedaż zagraniczną posiadają niższy poziom zadłużenia od firm działających wyłącznie na rynku krajowym. Jest przy tym podawane wiele powodów takiego stanu rzeczy. Jednym z często cytowanych powodów jest zwiększenie liczby dostępnych możliwości rozwojowych w przypadku wejścia na rynki zagraniczne (dostępnych projektów inwestycyjnych).

Dodatkowe możliwości rozwojowe (inwestycyjne) uzyskane dzięki powiększeniu rynku (jaki są efektem eksportowania i szerzej, internacjonalizacji) w opinii W.S. Kima i E.O. Lyna [1986] (badania oparte na przedsiębiorstwach amerykańskich) prowadzą do większego niedoinwestowania¹ w takich przedsiębiorstwach, co prowadzi (w efekcie niezadowolenia kredytodawców i wzrostu ryzyka działalności podmiotu, czyli niepewności jego przepływów pieniężnych) do zwiększenia finansowania kapitałem własnym i, w efekcie, wzrostu udziału kapitału własnego przy spadku zadłużenia. Oprócz argumentów opartych na klasycznej teorii struktury kapitałowej, argumenty za niższym zadłużeniem eksporterów można znaleźć także w szkole konfliktów agencyjnych.

W opinii badaczy należących do nurtu kosztów agencyjnych, szybki rozwój i ryzyko związane z wkraczaniem na nowe, nieznanne rynki rodzi lub zaostrza wiele konfliktów agencyjnych; oprócz konfliktu pomiędzy udziałowcami i kredytodawcami spory mogą zaostrzać się także pomiędzy pracownikami a zarządem (ponieważ często produkcja proeksportowa jest lepiej wynagradzana niż krajowa), konflikty mogą nasilić się także pomiędzy zarządem a dostawcami czy klientami

¹ Problem niedoinwestowania wynika z niechęci przedsiębiorstw do inwestowania w nowe projekty o stosunkowo niskim ryzyku i dodatniej, ale nie bardzo wysokiej wartości bieżącej. Niechęć do realizowania takich projektów wynika z niechęci do takich projektów udziałowców. Niechęć udziałowców zaś wynika stąd, że projekty tego typu nie oferują szansy na ponadnormalny dochód (ponad średnią rentowność projektów na rynku), który by wzbogacił udziałowców. Projekty o niskim ryzyku oferują natomiast stabilny strumień dochodów i względne bezpieczeństwo tych dochodów, co działa na korzyść kredytodawców. Jeżeli firma zrealizowałaby dużo projektów o niskim ryzyku, to doszłoby do transferu wartości od udziałowców do kredytodawców. Dlatego udziałowcy są takim projektem niechętni i w efekcie, przedsiębiorstwa często takich projektów nie realizują. Projekty te posiadają jednakże dodatnią wartość bieżącą netto i gdyby zostały zrealizowane zwiększyłyby wartość firmy jako całości. Dlatego ich odrzucanie obniża wartość firmy w stosunku do potencjalnej wartości, jaka mogłaby zostać uzyskana i nosi nazwę problemu niedoinwestowania. Niezadowoleni z realizowania jedynie ryzykownych projektów kredytodawcy nie chcą ich finansować.

krajowymi (ponieważ zarząd ma mniej czasu, aby się nimi zajmować). Powoduje to nie tylko niechęć do finansowania długiem przedsiębiorstwa, ale także wzrost kosztu długu, które to czynniki przyczyniają się do wzrostu udziału finansowania kapitałem własnym.

Teorię tę starali się udowodnić K.C. Lee i C.C.Y. Kwok [1988] (porównania międzynarodowe dla 51 krajów), którzy po wprowadzeniu do modelu dodatkowych zmiennych kontrolnych: wielkości przedsiębiorstwa i branży przemysłu, potwierdzili, że w przedsiębiorstwach prowadzących sprzedaż zagraniczną występuje niższy poziom zadłużenia niż w firmach krajowych, a to z powodu konfliktów generujących wysokie koszty agencyjne.

Wysoki poziom kosztów agencyjnych długu i kosztów bankructwa u firm prowadzących sprzedaż zagraniczną wykazali także C.J.P. Chen i współautorzy [1997] (firmy amerykańskie z obrotem powyżej 10 mln USD) oraz J. Doukas i C. Pantzalis [2003] (firmy amerykańskie), a także badania przeprowadzone dla firm europejskich, japońskich i amerykańskich (USA) przeprowadzone przez następujących badaczy: C.J.P. Chena i współautorów [1997], K.C. Lee i C.C.Y. Kwoka [1988], A. Michela i I. Shakeda [1986], A.C. Shapiro [1978]².

Kolejnym argumentem za wzrostem udziału kapitału własnego w firmach eksportujących w stosunku do krajowych jest wysokość posiadanych przez jednostkę wartości niematerialnych i prawnych. Aktywa z tej grupy nie są lubiane przez kredytodawców, gdyż w przypadku upadłości dłużnika nie ma zbyt wielu szans na odzyskanie z nich pieniędzy (zwykle aktywów z tej grupy nie można ani leasingować, ani sprzedać, ani w żaden sposób spieniężyć). Ponadto wartości niematerialne i prawne mogą być kreowane w nieco sztuczny sposób w drodze przejęć innych przedsiębiorstw (przejęcia zwykle są realizowane w okresie hossy giełdowej, gdy ceny rynkowe przedsiębiorstw są wysokie. Po zakończeniu hossy jednostka dokonująca przejęcia zwykle nie jest już w stanie sprzedać przejętego podmiotu za tak wysoką cenę za jaką go nabyła). W firmach eksportujących z racji ich większej wielkości i szybkiego rozwoju (oraz realizowania wielu projektów inwestycyjnych) wartości niematerialnych i prawnych jest więcej niż w firmach krajowych i to może to zniechęcać kredytodawców i podnosić koszt długu. To może prowadzić do wzrostu finansowania kapitałem własnym. Zależność tę udowodnił W.J. Ethier [1996] (firmy amerykańskie).

Następnego argumentu za wzrostem finansowania kapitałem własnym u eksporterów, dostarcza teoria wolnych przepływów pieniężnych. Zgodnie z tą

² Należy jednak zauważyć, że jeszcze wcześniejsze chronologicznie badania, oparte na rozwijaniu teorii klasycznej struktury kapitałowej, twierdziły że koszt długu w firmie prowadzącej sprzedaż zagraniczną będzie niższy; miało to wynikać ze stabilizacji przepływów pieniężnych uzyskanych dzięki dywersyfikacji geograficznej i niedoskonałej synchronizacji rynków, wskazywały na to badania A. Rugmana [1976], H. Levygo i M. Sarnata [1970] czy D. Lessarda [1973].

teorią firmy korzystają z dużej ilości długu w sytuacji, gdy pojawiają się wysokie koszty agencyjne (konflikty pomiędzy najważniejszymi grupami interesu w firmie). Konflikty te pojawiają się wtedy, gdy firma jest dojrzała i ma małe możliwości rozwojowe. Wtedy kwestia podziału wolnych przepływów pieniężnych jest bardziej dyskutowana niż wtedy, gdy przed firmą otwiera się wiele atrakcyjnych możliwości inwestycyjnych. Zdaniem zwolenników teorii wolnych przepływów pieniężnych, w przypadku eksporterów sytuacja jest odwrotna – firmy te rozwijają się szybko, mają wiele atrakcyjnych możliwości inwestycyjnych, stąd spory na temat podziału wolnych przepływów pieniężnych są mniejsze – występuje silna motywacja, aby pozostały one w firmie i były reinwestowane. Skoro zaś nie ma silnych konfliktów agencyjnych na tym tle, firma nie ma bodźców, żeby zwiększać zadłużenie i będzie preferować finansowanie kapitałem własnym. Zależność tę potwierdziły to wyniki T.A. Burgmana [1996] (spółki amerykańskie notowane na NYSE) oraz A.M. Fatemi [1988] (firmy amerykańskie).

Niezależnie jednak od wnioskowania o niższym zadłużeniu firm międzynarodowych część z badaczy twierdziła, że zachodzi dodatnia zależność pomiędzy stopniem umiędzynarodowienia przedsiębiorstwa a jego poziomem zadłużenia [Chen *et al.* 1997, Chkir i Cosset 2001]. Porównując zatem ze sobą tylko przedsiębiorstwa prowadzące sprzedaż zagraniczną, im wyższy odsetek operacji poza granicami kraju ojczystego jednostki, tym wyższego zadłużenia należy się spodziewać.

W grupie starszych badań na uwagę zasługują także badania C.C.Y. Kwoka i D.M. Reeba [2000] (32 kraje, w tym 12 rynków wschodzących). Badacze sformułowali hipotezę, którą nazwali *upstream downstream* z której wynika, że zależność pomiędzy eksportowaniem a strukturą kapitału zależy od relacji pomiędzy trzema rodzajami ryzyka: ryzykiem ogólnym działalności danego przedsiębiorstwa, ryzykiem działalności w kraju pochodzenia przedsiębiorstwa oraz ryzykiem krajów, do których firma wysłała swoje towary³.

Jeżeli ryzyko na rynku krajowym jest wyższe niż na rynkach zagranicznych, to eksportowanie podniesie poziom zadłużenia. Jeżeli ryzyko na rynku krajowym jest niższe od rynków zagranicznych to zadłużenie spadnie. Wyniki C.C.Y. Kwoka i D.M. Reeba potwierdziły ujemną zależność pomiędzy eksportowaniem i zadłużeniem dla firm amerykańskich (odróżnieniu od wyników badań: [Chen *et al.* 1997, Chkir i Cosset 2001]), ale wskazały także, że szczególnie dla firm pochodzących z rynków rozwijających się, im większe zaangażowanie firmy w sprzedaż zagraniczną, tym wyższe będzie jej zadłużenie. Wyniki C.C.Y. Kwoka i D.M. Reeba [2002] potwierdzili także P.Y. Low i K.H. Chen [2004] (30 krajów),

³ O zarządzaniu ryzykiem w działalności przedsiębiorstwa pisze [Strupczewski 2008].

ale potwierdzili oni jedynie zależność dla przedsiębiorstw amerykańskich, dla pozostałych badanych krajów zależności nie znaleziono.

Podsumowując wnioski ze starszych badań, eksporterzy posiadali niższy poziom zadłużenia od firm krajowych. W niektórych pracach sugerowano, że różnice występują tylko dla firm amerykańskich a dla reszty świata struktura kapitałowa nie zależała od faktu prowadzenia sprzedaży zagranicznej. Dla firm amerykańskich obserwowano także dodatnią zależność pomiędzy wzrostem sprzedaży zagranicznej a poziomem zadłużenia.

Wyniki nowszych badań empirycznych nad wpływem eksportowania na strukturę kapitałową przedsiębiorstw

W odróżnieniu od starszej grupy opracowań, w nowszych pracach można doszukać się wniosków odwrotnych, a mianowicie, że eksporterzy posiadają wyższy poziom zadłużenia od firm krajowych.

Przykładem mogą być opracowania S.A. Mansi i D.M. Reeba [2002] (firmy amerykańskie) oraz D.M. Reeba, S.A. Mansi i J.M. Allee [2001] (firmy amerykańskie), w których firmy prowadzące sprzedaż zagraniczną posiadają wyższe zadłużenie od firm krajowych, a koszt finansowania ich długu jest niższy niż u nieeksporterów. W opinii D.M. Reeba, S.A. Mansiego i J.M. Alle'a [2001] (firmy amerykańskie) aktywność międzynarodowa oddziałuje dwójako na przepływy pieniężne przedsiębiorstwa. Z jednej strony, eksportowanie sprzyja obniżaniu ryzyka dzięki dywersyfikacji geograficznej, która obniża koszt długu. Z drugiej jednak strony, eksportowanie sprzyja ryzyku walutowemu (dywersyfikować można jedynie część walutowego ryzyka transakcyjnego), gdyż rośnie ryzyko inwestycji w kapitał własny. Im większy jest zatem udział sprzedaży zagranicznej w całości sprzedaży jednostki, tym wyższa jest dywersyfikacja i niższy koszt długu, ale jednocześnie przez dźwignię finansową i ryzyko kursowe rośnie koszt kapitału własnego.

Dla firm niepochodzących z USA wyższe zadłużenie eksporterów potwierdzili dla firm francuskich M. Singh i A. Nejadmalayeri [2004] (firmy francuskie).

Wyższego zadłużenia u eksporterów spodziewali się także S. Kedia i A. Mozumdar [2002] (wielkie firmy amerykańskie), a to z uwagi na hedging, jaki mogą stosować takie przedsiębiorstwa, aby zabezpieczyć się przed ryzykiem walutowym i politycznym. Jedną z form zabezpieczenia przed tym ryzykiem jest zaciągnięcie na rynkach lokalnych (eksportowych) długu.

Wyższe zadłużenie firm eksportujących potwierdzają także niektóre starsze prace, między innymi S.L. Hestona i K.G. Rouwenhorsta [1994] (zwrot na indeksach 12 krajów europejskich) i T. Agmona i D.R. Lessarda [1977] (spółki amerykańskie notowane na NYSE). W pracach udowodniano, że doubezpieczenie

dzięki międzynarodowej dywersyfikacji działalności firm obniża oczekiwany koszt bankructwa, co z kolei pozwala zwiększyć poziom zadłużenia.

Nowe badania oprócz potwierdzenia wyższego zadłużenia eksporterów zaprzeczyły także dodatniej zależności pomiędzy udziałem sprzedaży zagranicznej a zadłużeniem. Hipotezie wzrostu zadłużenia wraz z udziałem sprzedaży międzynarodowej zaprzeczyli M. Singh, W.N. Dawidson i J. Suchard [2003] (duże firmy amerykańskie – obrót powyżej 100 mln USD) twierdząc, że poziom zadłużenia rośnie wraz z wielkością asortymentu, a nie z internacjonalizacją, i że firmy eksportujące, kontrolując wielkość asortymentu, mają niższe zadłużenie od firm krajowych.

Istnieją w końcu opracowania zaprzeczające możliwości jednoznacznego ustalenia czy u eksporterów wystąpi wyższe czy niższe zadłużenie. Na przykład N. Toy i współautorzy [1974] twierdzili, że o strukturze finansowania decydują ostatecznie zarządy firm oparte na lokalnych warunkach, w jakich działała dana jednostka.

3. Prezentacja wyników badań

3.1. Przedstawienie metody badawczej

W celu zweryfikowania hipotezy różnic w poziomie zadłużenia pomiędzy eksporterami i nieeksporterami wykorzystano test Cochran'a-Coxa. Test Cochran'a-Coxa to modyfikacja testu *t*-Studenta pozwalająca na odrzucenie założenia o homogeniczności wariancji dla dwóch populacji. Hipoteza zerowa tego testu zakłada, że nie ma różnic pomiędzy średnią jednej populacji a średnią drugiej populacji, czyli że $\mu_1 = \mu_2$. Hipoteza alternatywna zakłada, że występuje różnica pomiędzy średnią wartością dla jednej populacji i dla drugiej populacji, czyli, że $\mu_1 \neq \mu_2$.

Liczbę stopni swobody dla testu Cochran'a-Coxa oblicza się za pomocą następującej formuły:

$$df = \frac{\left(\frac{s_1^2}{n_1 - 1} + \frac{s_2^2}{n_2 - 1} \right)^2}{\left(\frac{s_1^2}{n_1 - 1} \right)^2 \left(\frac{1}{n_1 + 1} \right) + \left(\frac{s_2^2}{n_2 - 1} \right)^2 \left(\frac{1}{n_2 + 1} \right)} - 2.$$

Z uwagi na postawienie nierówności w hipotezie alternatywnej obszar będzie dwustronny i dla takiego obszaru należy ustalić poziom istotności (*significance level*). Do odczytania wartości krytycznej wykorzystuje się rozkład *t*-Studenta.

Błąd standardowy różnicy pomiędzy średnimi oblicza się za pomocą formuły (AcaStat Handbook <http://www.acastat.com/Handbook/15.html>, dostęp: 1.02.2012):

$$S_{\bar{x}_1 - \bar{x}_2} = \sqrt{\frac{s_1^2}{n_1 - 1} + \frac{s_2^2}{n_2 - 1}}$$

Sama statystyka testowa ma postać:

$$C = \frac{\bar{X}_1 - \bar{X}_2}{S_{\bar{x}_1 - \bar{x}_2}}$$

Jeżeli moduł z wartości obliczonej statystyki (t) jest większy od wartości krytycznej odczytanej z tablic rozkładu t -Studenta dla danego poziomu istotności (alfa) to należy odrzucić hipotezę zerową o braku różnic pomiędzy średnimi na rzecz hipotezy alternatywnej, że pomiędzy średnimi występuje istotna statystycznie różnica (w obliczeniach przyjęto poziom istotności $p = 5\%$).

Zastosowanie testu Cochran'a-Coxa wymaga normalności rozkładu badanych zmiennych. W niniejszym opracowaniu przyjęto, że zmienne mają rozkład normalny (na podstawie histogramów). Wskaźnik ogólnego zadłużenia obliczono jako zobowiązania ogółem podzielone przez aktywa ogółem (np. [Nesterak 2004, s. 78]).

3.2. Omówienie wyników badań empirycznych

Tabele 1–19 przedstawiają wyniki obliczeń, których celem było zweryfikowanie tezy o statystycznej istotności różnic pomiędzy eksporterami i nieeksporterami w zakresie poziomu zadłużenia jednostek. Do obliczeń wykorzystano spółki GPW pogrupowane na branże zgodnie z podziałem stosowanym w bazie Notoria Service. Dane do obliczeń pochodziły z bazy Notoria Service oraz z jednostkowych raportów rocznych spółek.

Z przedstawionych obliczeń wynika, że istotną statystycznie różnicę ($p = 5\%$) zaobserwowano dla następujących rodzajów działalności: spółek chemicznych (w latach 2007–2009), spółek elektromaszynowych, energetycznych, handlu detalicznego i hurtowego, spożywczych, telekomunikacyjnych (część lat) i dla tworzyw sztucznych (część lat).

Dla pozostałych rodzajów działalności (z nielicznymi wyjątkami) eksporterzy byli bardziej zadłużeni, ale różnice nie były istotne statystycznie. Sytuacja taka dotyczyła spółek budowlanych i deweloperskich, farmaceutycznych, materiałów budowlanych, medialnych i motoryzacyjnych. Wyższe zadłużenie u nieeksporterów (różnice nieistotne statystycznie) zaobserwowano jedynie u spółek metalo-

wych, które odnotowywały bardzo słabe wyniki finansowe. Wydaje się zatem, że ich wysokie zadłużenie nie było dobrowolne.

Wydaje się, że kluczem do wyjaśnienia uzyskanych wyników może być łatwość eksportowania produktów jednostki, a także ogólna sytuacja panująca w danej branży przemysłu. I tak w przypadku przedsiębiorstw budowlanych, deweloperskich oraz materiałów budowlanych możliwości eksportowe są duże, ale i sytuacja tej branży w analizowanym okresie w Polsce była bardzo dobra. Rynek budowlany rozwijał się szybko i oferował duże możliwości zysku w kraju. Zaowocowało to bardzo podobnym poziomem zadłużenia (tabele 1, 3, 12, rys. 1, 3, 12) dla eksporterów i nieeksporterów. Ekspansja zagraniczna nie dawała dużo większych możliwości rozwojowych niż te dostępne w kraju.

W przypadku przemysłu chemicznego i tworzyw sztucznych rynek nie rozwijał się tak prężnie, jak budownictwo, nie było też przeszkód technicznych w wysyłaniu produktów za granicę. Spowodowało to wyższe zadłużenie eksporterów, zmuszonych do większych inwestycji, które finansowali zadłużeniem (tabele 2 i 19, rys. 2 i 19).

Kolejnym badanym sektorem były przedsiębiorstwa drzewne posiadające bardzo duży potencjał eksportowy, ale także dobre perspektywy rozwojowe w Polsce (w Polsce działa dużo przedsiębiorstw meblarskich, ponadto firmy drzewne wspierają także przemysł budowlany). Jak wynika z tabeli 4 oraz rys. 4, zrównało to szanse rozwojowe i poziom inwestycji pomiędzy eksporterami i nieeksporterami i nie zaobserwowano istotnych różnic w zadłużeniu.

Branża elektromaszynowa (tabela 5, rys. 5) z racji stosunkowo wysokiego rozwoju gospodarczego kraju nie jest obecnie działalnością dającą duże możliwości rozwojowe w Polsce (po przekroczeniu pewnego poziomu rozwoju, o dalszych wzrostach PKB nie decyduje już przemysł ciężki). Stąd jedyną szansą rozwojową jest znalezienie innych, zagranicznych rynków zbytu, co jednak pociąga za sobą konieczne inwestycje (warto dodać, że eksportowanie maszyn jest łatwe i mało kłopotliwe). Stąd nie dziwi znacząco wyższy poziom zadłużenia eksporterów w stosunku do nieeksporterów.

Kolejna grupa przedsiębiorstw objętych badaniami to przedsiębiorstwa energetyczne. Jak wynika z tabeli 6 i rys. 6, w okresie kiedy przedsiębiorstwa energetyczne otrzymały możliwość eksportowania energii, bardziej zadłużone były przedsiębiorstwa eksportujące. Wynikało to prawdopodobnie z konieczności realizowania wyższych inwestycji. Podobna sytuacja zachodziła dla przedsiębiorstw farmaceutycznych, stąd i eksportujące przedsiębiorstwa farmaceutyczne posiadały wyższe zadłużenie od nieeksporterów (tabela 7, rys. 7).

Bardzo wyraźne różnice pomiędzy eksporterami i nieeksporterami (w poziomie zadłużenia) wystąpiły dla przedsiębiorstw handlowych zarówno detalicznych, jak i hurtowych oraz informatycznych i spożywczych (tabele 8, 9, 10 i 17 rys. 8, 9, 10 i 17). Szukając powodów różnic, wydaje się, że można

wymienić: różnice w wielkości przedsiębiorstw (eksporterzy byli więksi, co do wieku to większość przedsiębiorstw miała podobny wiek, licząc w dziesiątkach lat), duże możliwości eksportowe i to, że jakkolwiek w Polsce nieustannie rosta konsumpcja, to polski rynek jest rynkiem bardzo konkurencyjnym, o dużej liczbie przedsiębiorstw i niskich cenach, co ogranicza możliwości rozwojowe przedsiębiorstw z tych branż. Wspomniane czynniki mogły wpłynąć na wyższe zadłużenie przedsiębiorstw eksportujących, którzy wykorzystując niskie ceny (produktów i siły roboczej) w Polsce znajdowali zagraniczne rynki zbytu. Zmuszało to jednak do większych inwestycji i prawdopodobnie neutralizowania ryzyka eksportowego poprzez finansowanie się długiem zaciąganym kraju albo walucie kraju przeznaczenia eksportu.

Wyższe zadłużenie eksporterów w porównaniu z nieeksporterami występowało także dla przemysłu lekkiego (tabela 11, rys. 11). Z powodu niemalże dumpingowych cen odzieży produkowanej w Azji i importowanej do Polski, polski przemysł lekki w badanym okresie nie miał dużych możliwości rozwojowych w Polsce. Eksportowanie także nie było proste, ale dzięki niskim kosztom pracy w Polsce i dobremu wzornictwu, a także dobrej kombinacji jakości do ceny polskie przedsiębiorstwa miały szansę wysyłania stosunkowo tanich produktów o wysokiej jakości do krajów Europy Zachodniej (szczególnie do Niemiec), a także do Rosji i Ukrainy. Tak jak dla poprzednich branż, różnice w poziomie zadłużenia zinterpretowano jako efekt realizowania dużych inwestycji niezbędnych do utrzymania konkurencyjności na rynkach zagranicznych.

Brak różnic w poziomie zadłużenia pomiędzy eksporterami i nieeksporterami wystąpił dla spółek medialnych oraz motoryzacyjnych (tabele 13 i 15, rys. 13 i 15), gdzie praktycznie zadłużenie było identyczne. Powodem mogły być niewielkie możliwości eksportowe firm z tej branży. W przypadku przedsiębiorstw medialnych przeszkodą jest język (język polski nie jest bardzo popularny na świecie), dlatego firmy medialne mogą głównie eksportować poprzez podwykonawstwo dla przedsiębiorstw zagranicznych. Dla przedsiębiorstw motoryzacyjnych techniczne możliwości eksportu istnieją, ale ograniczają je różnorakie licencje i umowy producentów samochodów z producentami części zamiennych. W bogatych krajach częściej kupowane są bowiem części rekomendowane przez producentów samochodów niż tańsze zamienniki. Jeżeli zaś chodzi o eksport samochodów, to duży wpływ mają decyzje spółek matek na to, ile samochodów zostanie wytworzonych w danym kraju. Stąd nie dziwi brak różnic w poziomie zadłużenia pomiędzy eksporterami i nieeksporterami.

Branżą, w której nieeksporterzy byli bardziej zadłużeni od eksporterów, była branża metalowa (tabela 14, rys. 14). Bardzo wysokie zadłużenie nieeksporterów było spowodowane zapaścią w tej branży wynikającą z przesycenia rynku i braku w Europie dużych inwestycji, które wymagałyby produktów przemysłu metalowego. Jednakże w analizowanym okresie pojawił się popyt w Chinach na

te wyroby i polscy eksporterzy wykorzystali tę okazję. W wyniku tego, krajowi producenci osiągnęli zadłużenie przekraczające 100% aktywów, a eksporterzy dzięki znalezieniu rynku zbytu zachowali zadłużenie na poziomie 50–60% aktywów.

Wyższy poziom zadłużenia eksporterów od nieeksporterów zaobserwowano także dla branży paliwowej i telekomunikacji (tabela 16 i 18, rys. 16 i 18), co ponownie wynikało prawdopodobnie z różnic w wielkości eksporterów i nieeksporterów oraz niezbędnych nakładów inwestycyjnych, jakie musiały być ponoszone przez eksporterów (eksport w tych branżach jest kłopotliwy od strony technicznej, jakkolwiek jest on możliwy i jest realizowany).

Tabela 1. Porównanie udziału zobowiązań w całości pasywów dla budowlanych spółek GPW, lata 2001–2009

Rok	Zobowiązania/aktywa (w %)		Statystyka C	p-value
	nieeksporterzy (n = 23)	eksporterzy (n = 10)		
2001	59	55	0,50	0,62
2002	74	64	0,78	0,44
2003	77	69	0,56	0,58
2004	79	71	0,58	0,56
2005	79	78	0,05	0,96
2006	68	54	2,15	0,02*
2007	56	44	1,76	0,08
2008	51	51	-0,04	0,97
2009	46	45	0,19	0,85

* istotność statystyczna różnic pomiędzy średnimi na poziomie $p = 5\%$

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dla spółek GPW.

Tabela 2. Porównanie udziału zobowiązań w całości pasywów dla chemicznych spółek GPW, lata 2001–2009

Rok	Zobowiązania/aktywa (w %)		Statystyka C	p-value
	nieeksporterzy (n = 4)	eksporterzy (n = 10)		
2001	39	44	-0,41	0,69
2002	45	43	0,06	0,955
2003	47	43	0,23	0,823
2004	51	36	0,76	0,459
2005	27	37	-1,11	0,281
2006	27	36	-1,35	0,181
2007	11	40	-5,31	0,00001*
2008	13	39	-2,95	0,004*
2009	13	34	-2,11	0,038*

* istotność statystyczna różnic pomiędzy średnimi na poziomie p -value 5%.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dla spółek GPW.

Tabela 3. Porównanie udziału zobowiązań w całości pasywów dla spółek deweloperskich GPW, lata 2001–2009

Rok	Zobowiązania/aktywa (w %)		Statystyka C	p-value
	nieeksporterzy (n = 5)	eksporterzy (n = 6)		
2001	65	53	0,78	0,44
2002	47	45	0,10	0,922
2003	50	42	0,43	0,673
2004	37	29	0,55	0,585
2005	36	41	-0,27	0,789
2006	18	47	-1,70	0,10
2007	20	25	-0,24	0,812
2008	36	34	0,08	0,938
2009	33	33	0,00	0,99

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dla spółek GPW.

Tabela 4. Porównanie udziału zobowiązań w całości pasywów dla drzewnych spółek GPW, lata 2001–2009

Rok	Zobowiązania/aktywa (w %)		Statystyka C	p-value
	nieeksporterzy (n = 6)	eksporterzy (n = 12)		
2001	45	57	-1,35	0,186
2002	58	47	1,01	0,317
2003	53	37	1,03	0,31
2004	82	43	1,89	0,067
2005	58	47	0,65	0,519
2006	45	43	0,17	0,866
2007	36	44	-0,67	0,508
2008	33	45	-1,54	0,131
2009	40	49	-0,76	0,454

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dla spółek GPW.

Tabela 5. Porównanie udziału zobowiązań w całości pasywów dla elektromaszynowych spółek GPW, lata 2001–2009

Rok	Zobowiązania/aktywa (w %)		Statystyka C	p-value
	nieeksporterzy (n = 10)	eksporterzy (n = 12)		
2001	29	49	-2,43	0,016*
2002	35	58	-2,11	0,037*
2003	24	49	-3,46	0,001*
2004	25	52	-2,88	0,005*
2005	36	50	-1,68	0,096
2006	41	49	-0,85	0,397
2007	23	44	-2,25	0,003*
2008	30	38	-1,05	0,297
2009	37	34	0,34	0,732

* istotność statystyczna różnic pomiędzy średnimi na poziomie p-value 5%.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dla spółek GPW.

Tabela 6. Porównanie udziału zobowiązań w całości pasywów dla energetycznych spółek GPW, lata 2005–2009

Rok	Zobowiązania/aktywa (w %)		Statystyka C	p-value
	nieeksporterzy (n = 11)	eksporterzy (n = 12)		
2005	142	66	0,71	0,478
2006	44	74	-1,65	0,102
2007	21	69	-5,41	0,00001*
2008	26	66	-4,25	0,00001*
2009	25	69	-4,36	0,00001*

* istotność statystyczna różnic pomiędzy średnimi na poziomie p -value 5%.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dla spółek GPW.

Tabela 7. Porównanie udziału zobowiązań w całości pasywów dla spółek farmaceutycznych GPW, lata 2004–2009

Rok	Zobowiązania/aktywa (w %)		Statystyka C	p-value
	nieeksporterzy (n = 4)	eksporterzy (n = 4)		
2004	54	45	0,62	0,544
2005	47	39	0,83	0,422
2006	39	28	0,54	0,601
2007	29	45	-1,72	0,111
2008	27	46	-1,46	0,168
2009	46	52	-0,18	0,857

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dla spółek GPW.

Tabela 8. Porównanie udziału zobowiązań w całości pasywów dla spółek GPW zajmujących się handlem detalicznym, lata 2003–2009

Rok	Zobowiązania/aktywa (w %)		Statystyka C	p-value
	nieeksporterzy (n = 17)	eksporterzy (n = 8)		
2003	8	48	-4,41	0,001*
2004	24	50	-3,55	0,004*
2005	14	49	-4,43	0,001*
2006	22	53	-4,65	0,001*
2007	10	37	-4,74	0,0001*
2008	-7	38	-5,35	0,0001*
2009	-1	45	-4,08	0,001*

* istotność statystyczna różnic pomiędzy średnimi na poziomie p -value 5%.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dla spółek GPW.

Tabela 9. Porównanie udziału zobowiązań w całości pasywów dla spółek GPW zajmujących się handlem hurtowym, lata 2001–2009

Rok	Zobowiązania/aktywa (w %)		Statystyka C	p-value
	nieeksporterzy (n = 27)	eksporterzy (n = 8)		
2001	1	11	-0,97	0,336
2002	2	9	-0,67	0,508

cd. tabeli 9

Rok	Zobowiązania/aktywa (w %)		Statystyka C	p-value
	nieeksporterzy (n = 27)	eksporterzy (n = 8)		
2003	4	36	-2,20	0,031*
2004	18	29	-1,39	0,164
2005	13	25	-1,37	0,174
2006	7	46	-6,71	0,0001*
2007	11	46	-4,28	0,0001*
2008	-8	44	-6,03	0,0001*
2009	6	40	-2,84	0,005*

* istotność statystyczna różnic pomiędzy średnimi na poziomie p-value 5%.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dla spółek GPW.

Tabela 10. Porównanie udziału zobowiązań w całości pasywów dla informatycznych spółek GPW, lata 2001–2009

Rok	Zobowiązania/aktywa (w %)		Statystyka C	p-value
	nieeksporterzy (n = 21)	eksporterzy (n = 5)		
2001	-5	6	-1,44	0,152
2002	-2	13	-1,12	0,27
2003	7	15	-0,52	0,609
2004	22	59	-2,37	0,026*
2005	25	50	-2,16	0,04*
2006	23	37	-1,20	0,241
2007	10	19	-1,00	0,327
2008	4	22	-2,82	0,009*
2009	-5	25	-0,66	0,509

* istotność statystyczna różnic pomiędzy średnimi na poziomie p-value 5%.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dla spółek GPW.

Tabela 11. Porównanie udziału zobowiązań w całości pasywów dla spółek GPW przemysłu lekkiego, lata 2001–2009

Rok	Zobowiązania/aktywa (w %)		Statystyka C	p-value
	nieeksporterzy (n = 8)	eksporterzy (n = 10)		
2001	44	56	-1,03	0,306
2002	42	69	-1,52	0,131
2003	38	67	-1,43	0,155
2004	39	74	-1,36	0,178
2005	51	44	0,63	0,528
2006	36	38	-0,14	0,89
2007	31	37	-0,77	0,441
2008	30	43	-1,32	0,19
2009	35	38	-0,23	0,816

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dla spółek GPW.

Tabela 12. Porównanie udziału zobowiązań w całości pasywów dla mat. budowlanych spółek GPW, lata 2001–2009

Rok	Zobowiązania/aktywa (w %)		Statystyka C	p-value
	nieeksporterzy (n = 6)	eksporterzy (n = 11)		
2001	45	31	1,39	0,171
2002	50	30	2,12	0,04
2003	47	40	0,67	0,507
2004	49	40	0,61	0,546
2005	52	36	2,12	0,037*
2006	44	43	0,04	0,97
2007	38	40	-0,21	0,837
2008	149	50	0,89	0,38
2009	73	42	1,42	0,164

* istotność statystyczna różnic pomiędzy średnimi na poziomie p -value 5%.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dla spółek GPW.

Tabela 13. Porównanie udziału zobowiązań w całości pasywów dla medialnych spółek GPW, lata 2005–2009

Rok	Zobowiązania/aktywa (w %)		Statystyka C	p-value
	nieeksporterzy (n = 14)	eksporterzy (n = 4)		
2005	109	44	1,30	0,196
2006	40	48	-0,73	0,467
2007	33	35	-0,16	0,877
2008	33	47	-0,73	0,479
2009	36	81	-6,35	0,0001*

* istotność statystyczna różnic pomiędzy średnimi na poziomie p -value 5%.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dla spółek GPW.

Tabela 14. Porównanie udziału zobowiązań w całości pasywów dla metalowych spółek GPW, lata 2001–2009

Rok	Zobowiązania/aktywa (w %)		Statystyka C	p-value
	nieeksporterzy (n = 8)	eksporterzy (n = 16)		
2001	42	59	-1,05	0,298
2002	54	68	-0,57	0,57
2003	214	53	1,18	0,244
2004	179	41	1,16	0,251
2005	235	45	1,12	0,266
2006	61	49	0,51	0,613
2007	24	41	-2,31	0,023*
2008	25	47	-1,87	0,063
2009	24	43	-1,48	0,14

* istotność statystyczna różnic pomiędzy średnimi na poziomie p -value 5%.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dla spółek GPW.

Tabela 15. Porównanie udziału zobowiązań w całości pasywów dla motoryzacyjnych spółek GPW, lata 2001–2009

Rok	Zobowiązania/aktywa (w %)		Statystyka C	p-value
	nieeksporterzy (n = 4)	eksporterzy (n = 5)		
2001	57	59	-0,08	0,937
2002	53	-10,76	43,71	0,877
2003	42	54	-0,54	0,60
2004	61	57	0,21	0,836
2005	65	67	-0,09	0,928
2006	67	74	-0,25	0,807
2007	49	70	-0,67	0,516
2008	66	63	0,08	0,937
2009	141	57	0,79	0,444

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dla spółek GPW.

Tabela 16. Porównanie udziału zobowiązań w całości pasywów dla paliwowych spółek GPW, lata 2001–2009

Rok	Zobowiązania/aktywa (w %)		Statystyka C	p-value
	nieeksporterzy (n = 5)	eksporterzy (n = 4)		
2001	51	78	-2,00	0,067
2002	47	105	-1,00	0,337
2003	39	314	-1,01	0,33
2004	36	244	-0,94	0,367
2005	35	298	-0,92	0,373
2006	26	89	-1,49	0,161
2007	18	47	-1,28	0,222
2008	22	56	-1,86	0,085
2009	28	57	-1,12	0,285

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dla spółek GPW.

Tabela 17. Porównanie udziału zobowiązań w całości pasywów dla spółek spożywczych GPW, lata 2001–2009

Rok	Zobowiązania/aktywa (w %)		Statystyka C	p-value
	nieeksporterzy (n = 16)	eksporterzy (n = 10)		
2001	2	60	-6,56	0*
2002	6	59	-6,25	0*
2003	7	57	-5,57	0*
2004	15	52	-6,06	0*
2005	8	52	-8,48	0*
2006	16	47	-3,82	0*
2007	14	44	-3,98	0,0001*
2008	9	50	-6,12	0*
2009	8	46	-5,79	0*

* istotność statystyczna różnic pomiędzy średnimi na poziomie p-value 5%.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dla spółek GPW.

Tabela 18. Porównanie udziału zobowiązań w całości pasywów dla spółek telekomunikacyjnych GPW, lata 2001–2009

Rok	Zobowiązania/aktywa (w %)		Statystyka C	p-value
	nieeksporterzy (n = 8)	eksporterzy (n = 4)		
2001	-6	33	-1,63	0,117
2002	-26	52	-3,17	0,597
2003	5	56	-1,02	0,033*
2004	6	58	-2,29	0,036*
2005	10	55	-1,93	0,072*
2006	5	52	-2,25	0,04*
2007	5	44	-1,28	0,223
2008	4	49	-1,68	0,118
2009	19	45	-1,03	0,322

* istotność statystyczna różnic pomiędzy średnimi na poziomie p -value 5%.

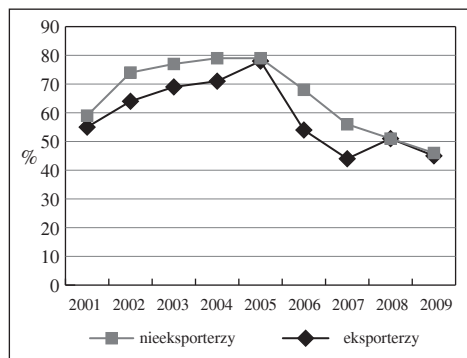
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dla spółek GPW.

Tabela 19. Porównanie udziału zobowiązań w całości pasywów dla spółek GPW zajmujących się produkcją i sprzedażą tworzyw sztucznych, lata 2001–2009

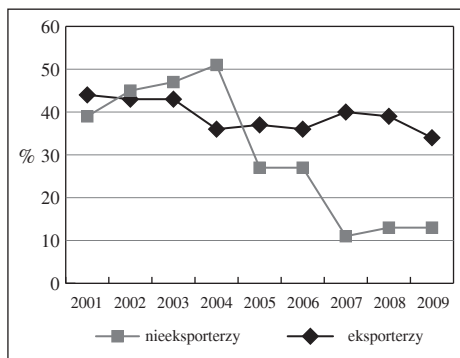
Rok	Zobowiązania/aktywa (w %)		Statystyka C	p-value
	nieeksporterzy (n = 4)	eksporterzy (n = 10)		
2001	-3	23	-1,25	0,23
2002	-3	36	-3,22	0,00024*
2003	-28	42	-3,12	0,007*
2004	4	41	-1,47	0,166
2005	11	42	-1,85	0,085
2006	20	37	-0,91	0,377
2007	13	34	-1,24	0,238
2008	6	35	-1,60	0,134
2009	2	34	-5,09	0*

* istotność statystyczna różnic pomiędzy średnimi na poziomie p -value 5%.

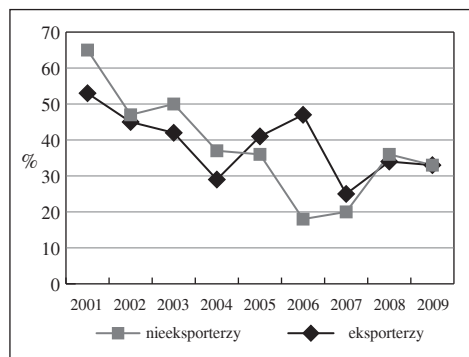
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dla spółek GPW.



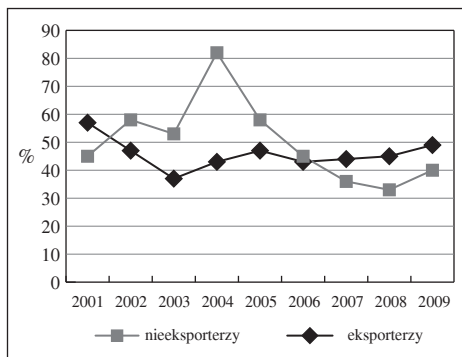
Rys. 1. Spółki budowlane



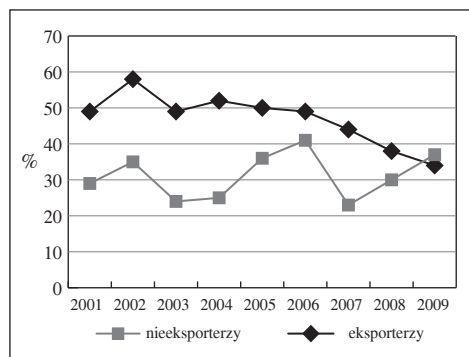
Rys. 2. Spółki chemiczne



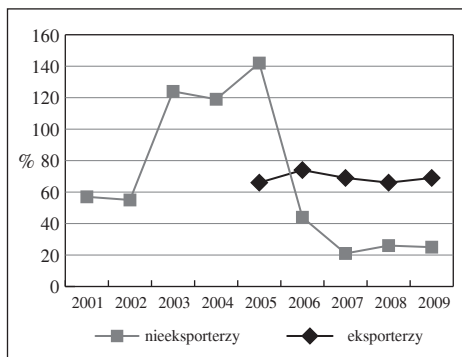
Rys. 3. Deweloperzy



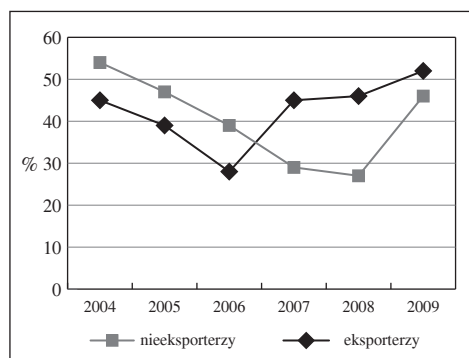
Rys. 4. Spółki drzewne



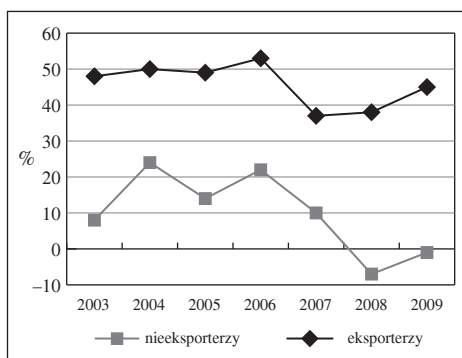
Rys. 5. Spółki elektromaszynowe



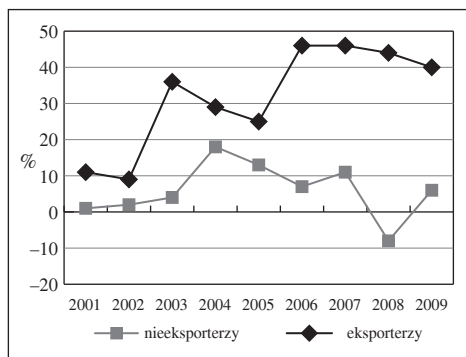
Rys. 6. Spółki energetyczne



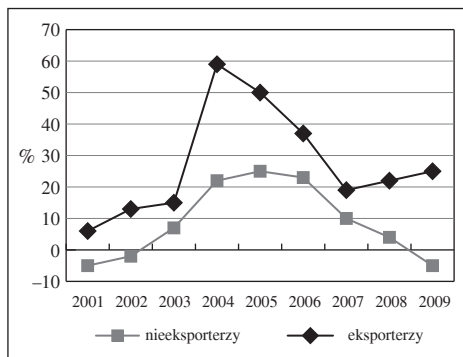
Rys. 7. Spółki farmaceutyczne



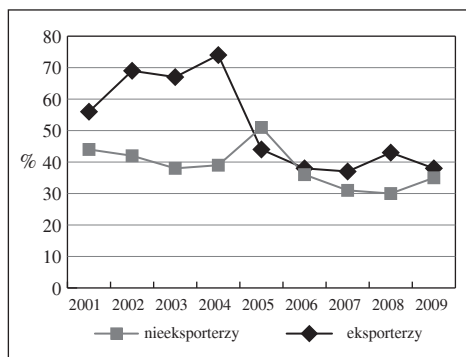
Rys. 8. Spółki handlu detalicznego



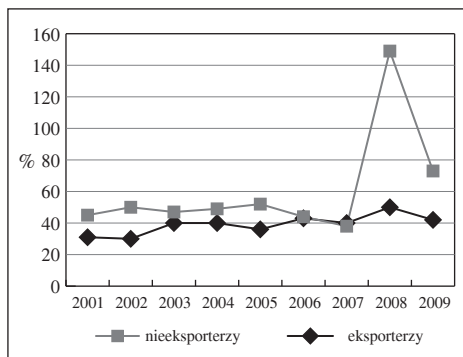
Rys. 9. Spółki handlu hurtowego



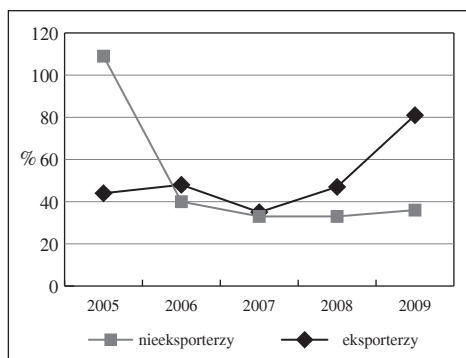
Rys. 10. Spółki informatyczne



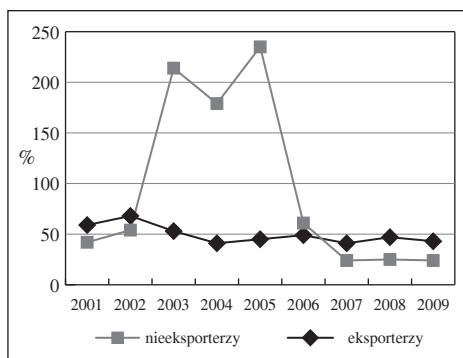
Rys. 11. Spółki przemysłu lekkiego



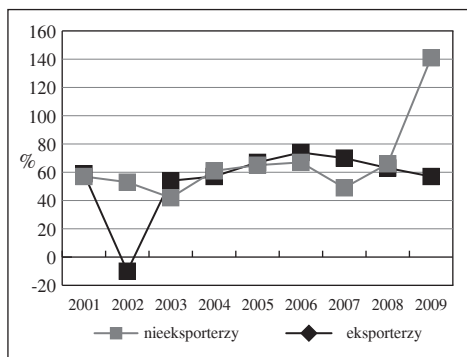
Rys. 12. Materiały budowlane



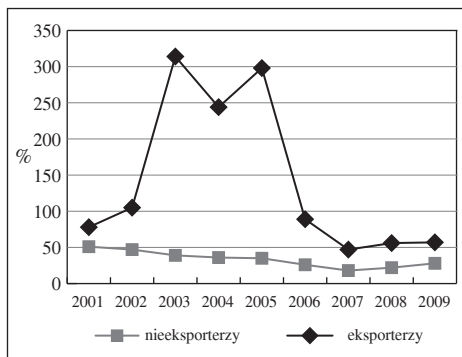
Rys. 13. Spółki medialne



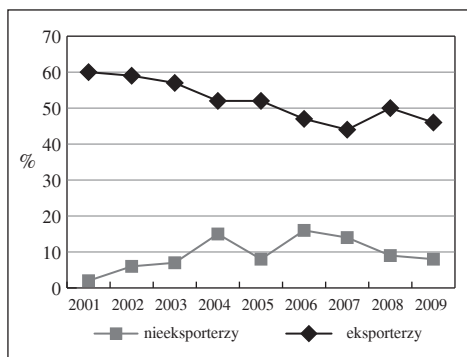
Rys. 14. Spółki metalowe



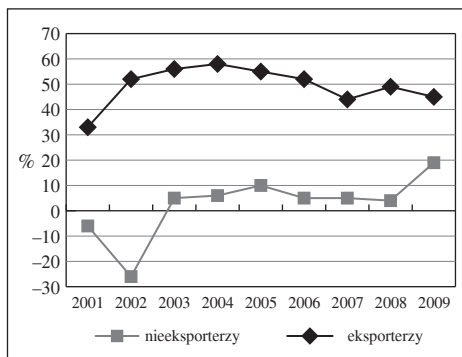
Rys. 15. Spółki motoryzacyjne



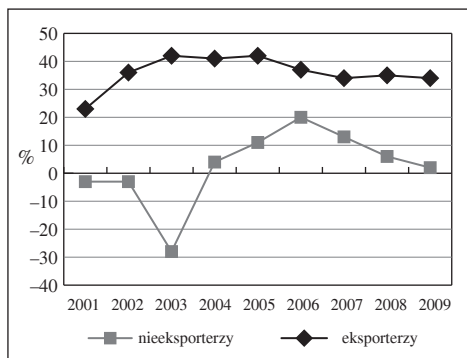
Rys. 16. Spółki paliwowe



Rys. 17. Spółki spożywcze



Rys. 18. Spółki telekomunikacyjne



Rys. 19. Tworzywa sztuczne

Źródło: opracowanie własne rys. 1–19 na podstawie tabel 1–19.

Aby obliczenia były łatwiejsze do interpretacji, wyniki zaprezentowane w tabelach 1–19 przedstawiono na rys. 1–19. Jak wynika z wykresów, jedynie krajowe spółki metalowe w wyraźny sposób były bardziej zadłużone od eksporterów.

4. Podsumowanie

Choć wyniki przeprowadzonych obliczeń nie zawsze wykazały, że różnice w poziomie zadłużenia eksporterów i nieeksporterów są statystycznie istotne, jednak z wyjątkiem spółek metalowych zadłużenie eksporterów było albo porównywalne do spółek krajowych, albo wyższe. Wydaje się, że różnica wynikała ze skali niezbędnych nakładów inwestycyjnych niezbędnych przy eksportowaniu, jak również w przypadku takich branż jak handel, z możliwych dużych różnic w wielkości eksporterów i nieeksporterów. Innym powodem wzrostu zadłużenia jest szybszy rozwój eksporterów, który łagodzi konflikty agencyjne, co pozwala korzystać w większym stopniu z finansowania długiem.

W świetle uzyskanych rezultatów wydaje się, że wyniki obliczeń potwierdzają hipotezę o wyższym zadłużeniu eksporterów niż nieeksporterów. Zatem hipoteza twierdząca, że wyższe zadłużenie jest pewnym kosztem eksportowania, została chociaż częściowo potwierdzona.

Należy jednak zaznaczyć, że obliczenia przeprowadzono, nie uwzględniając jako zmiennych kontrolnych (eksport może być silnie związany z niższymi zmiennymi i to one mogą w rzeczywistości powodować wyższe zadłużenie eksporterów, a nie sam fakt eksportowania): wielkości podmiotów, wieku, szerokości asortymentu czy poziomu ryzyka (porównanie ryzyka kraju siedziby eksportera i krajów przeznaczenia eksportu).

Literatura

- AcaStat Handbook [2012] <http://www.acastat.com/Handbook/15.html>, dostęp: 1.02.2012.
- Agmon T., Lessard D.R. [1977], *Investor Recognition of Corporate International Diversification*, „Journal of Finance”, vol. 32, nr 4.
- Burgman T.A. [1996], *An Empirical Examination of Multinational Corporate Capital Structure*, „Journal of International Business Studies”, vol. 27, nr 3.
- Chen C.J.P. et al. [1997], *An Investigation of the Relationship between International Activities and Capital Structure*, „Journal of International Business Studies”, vol. 28, nr 3.
- Chkir I.E., Cosset J.C. [2001], *Diversification Strategy and Capital Structure of Multinational Corporations*, „Journal of Multinational Financial Management”, vol. 11, nr 1.

- Doukas J., Pantzalis C. [2003], *Geographic Diversification and Agency Costs of Debt of Multinational Firms*, „Journal of Corporate Finance”, vol. 9.
- Ethier W.J. [1986], *The Multinational Firm*, „The Quarterly Journal of Economics”, vol. 101, nr 4.
- Fatemi A.M. [1988], *The Effect of International Diversification on Corporate Financing Policy*, „Journal of Business Research”, vol. 16, nr 1.
- Heston S.L., Rouwenhorst K.G. [1994], *Does Industrial Structure Explain the Benefits of International Diversification?*, „Journal of Financial Economics”, vol. 36.
- Kedia S., Mozumdar A. [2003], *Foreign Currency Denominated Debt. An Empirical Examination*, „Journal of Business”, vol. 76, nr 4.
- Kim W.S., Lyn E.O. [1986], *Excess Market Value, the Multinational Corporation and Tobin's Qratio: A Note*, „Journal of International Business Studies”, vol. 17, nr 1.
- Kwok C.C.Y., Reeb D.M. [2000], *Internationalization and Firm Risk: An Upstream – Downstream Hypothesis*, „Journal of International Business Studies”, vol. 31, nr 4.
- Lee K.C., Kwok C.C.Y. [1988], *Multinational Corporations vs. Domestic Corporations: International Environmental Factors and Determinants of Capital Structure*, „Journal of International Business Studies”, vol. 19, nr 2.
- Lessard D. [1973], *International Portfolio Diversification: A Multivariate Analysis for a Group of Latin American Countries*, „Journal of Finance”, vol. 28, nr 3.
- Levy H., Sarnat M. [1970], *International Diversification of Investment Portfolios*, „The American Economic Review”, vol. 60, nr 4.
- Low P.Y., Chen K.H. [2004], *Diversification and Capital Structure: Some International Evidence*, „Review of Quantitative Finance and Accounting”, vol. 23, nr 1.
- Mansi S.A., Reeb D.M. [2002], *Corporate Diversification: What Gets Discounted?*, „Journal of Finance”, vol. 57, nr 5.
- Michel A., Shaked I. [1986], *Multinational Corporations vs. Domestic Corporations: Financial Performance and Characteristics*, „Journal of International Business Studies”, vol. 17, nr 3.
- Myers S.C. [1977], *Determinants of Corporate Borrowing*, „Journal of Financial Economics”, vol. 5.
- Nesterak J., Kowalik M. [2004] *Finanse firm: długoterminowe zarządzanie finansami*, Wydawnictwo Anvix, Kraków.
- Reeb D.M., Mansi S.A., Allee J.M. [2001], *Firm Internationalization and the Cost of Debt Financing: Evidence from Non-provisional Publicly Traded Debt*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis”, vol. 36, nr 3.
- Rugman A. [1976], *Risk Reduction by International Diversification*, „Journal of International Business Studies”, vol. 7, nr 2.
- Shapiro A.C. [1978], *Financial Structure and Cost of Capital in the Multinational Corporation*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis”, vol. 13, nr 2.
- Singh M., Davidson W.N., Suchard J. [2003], *Corporate Diversification Strategies and Capital Structure*, „Quarterly Review of Economics and Finance”, vol. 43.
- Singh M., Nejadmalayeri A. [2004], *Internationalization, Capital Structure, and Cost of Capital: Evidence from French Corporations*, „Journal of Multinational Financial Management”, vol. 14, nr 2.
- Strupczewski G. [2008], *Proces zarządzania ryzykiem [w:] Ubezpieczenia wobec wyzwań XXI wieku*, red. W. Ronka-Chmielowiec, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, nr 1197, Wrocław.

Toy N. *et al.* [1974], *A Comparative International Study of Growth, Profitability, and Risk as Determinants of Corporate Debt Ratios in the Manufacturing Sector*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis”, vol. 9, nr 5.

Streszczenie

Celem artykułu było przedstawienie wyników badań empirycznych różnic w poziomie zadłużenia pomiędzy spółkami prowadzącymi działalność eksportową a spółkami prowadzącymi wyłącznie sprzedaż krajową. Badania przeprowadzono dla spółek notowanych na GPW w latach 2000–2009. Porównania przeprowadzono dla wskaźników ogólnego zadłużenia obliczanych jako iloraz zobowiązań ogółem do aktywów ogółem, do sprawdzenia istotności statystycznej wykorzystano test Cochran’a-Coxa. Różnice w poziomie zadłużenia nie zawsze były istotne statystycznie, ale poza spółkami metalowymi eksporterzy albo posiadali porównywalny, albo wyższy poziom zadłużenia w porównaniu ze spółkami nieeksportującymi.

Słowa kluczowe: eksport, wskaźniki zadłużenia, sytuacja eksporterów, struktura kapitałowa.

The Impact of Internationalisation on the Capital Structure of Exporters in Empirical Research

The purpose of the study was to verify whether exporters use more liabilities in their financing structure than non-exporters. The study was conducted for companies listed on the Warsaw Stock Exchange for the years 2000–2009. Capital structure was measured with a debt ratio calculated as a ratio of total liabilities divided by total assets. To test the statistical significance of differences between exporters and non-exporters I used the Cochrane-Cox test. Differences in the debt ratios were not always statistically significant but, apart from companies manufacturing and selling metal products, all remaining exporters had comparable or higher debt ratio values than non-exporters.

Keywords: export, debt ratios, financial situation of exporters, capital structure.