

Justyna Zygmunt

Politechnika Opolska

Miary ograniczeń finansowych przedsiębiorstw w świetle badań literaturowych

Streszczenie. W badaniach dotyczących realizacji działalności inwestycyjnej w warunkach ograniczeń finansowych przedsiębiorstw zasadnicze znaczenie ma problematyka pomiaru tych ograniczeń. Jej istotna ranga we wspomnianych badaniach skłania do podjęcia rozważań w tym zakresie. Dlatego też głównym celem artykułu jest próba rozpoznania miar umożliwiających zbadanie ograniczeń finansowych przedsiębiorstw, z wykorzystaniem krytycznej analizy literatury przedmiotu. Artykuł składa się z dwóch części. W pierwszej zaprezentowana została istota badań nad realizacją działalności inwestycyjnej w warunkach ograniczeń finansowych. W drugiej, na podstawie krytycznej analizy literatury przedmiotu, zweryfikowane zostały główne miary wykorzystywane w pomiarze ograniczeń finansowych przedsiębiorstw.

Słowa kluczowe: ograniczenia finansowe, wrażliwość inwestycji, przepływy pieniężne, działalność inwestycyjna, miary ograniczeń finansowych

Wstęp

Finansowanie działalności inwestycyjnej opierać się może na różnorodnych źródłach kapitału. Podkreślić należy przy tym, że w warunkach niedoskonałego rynku finansowego przedsiębiorstwa kierują się zazwyczaj określonymi preferencjami w ich wyborze. Stewart C. Myers oraz Nicholas Majluf (1984) w sformułowanej przez siebie teorii hierarchii źródeł finansowania zaobserwowali, że

asymetrii informacyjnej na rynku towarzyszy na ogół wzrost zainteresowania przedsiębiorstw wykorzystaniem finansowania wewnętrznego¹. Weryfikacja powyższej tezy stanowi przedmiot licznych badań zarówno o charakterze teoretycznym, jak i praktycznym². Podejmowana jest w nich przede wszystkim problematyka dotycząca zależności zachodzących między przepływami pieniężnymi a inwestycjami realizowanymi w przedsiębiorstwie. Wspomniane badania opierają się w zasadniczym stopniu na pomiarze ograniczeń finansowych przedsiębiorstwa. Dlatego też w artykule, na podstawie krytycznej analizy literatury przedmiotu, podjęta została próba rozpoznania miar wspomnianych ograniczeń.

1. Działalność inwestycyjna w warunkach ograniczeń finansowych przedsiębiorstw

Możliwości finansowania wpływają na opłacalność realizacji przez przedsiębiorstwo określonych przedsięwzięć³. Konsekwencją występowania asymetrii informacyjnej na rynku finansowym jest kształtowanie się kosztów finansowania zewnętrznego i wewnętrznego na odmiennym poziomie. Relatywnie wyższe koszty finansowania zewnętrznego wpływają na ograniczenie dostępu do finansowania działalności inwestycyjnej ze źródeł zewnętrznych. Stąd też przedsiębiorstwa, dla których koszt wykorzystania kapitału zewnętrznego przewyższa koszt finansowania wewnętrznego, cechują się ograniczeniami finansowymi⁴.

¹ Zob. szerzej: S.C. Myers, N. Majluf, *Corporate Financing and Investment. When Firms Have Information that Investors Do Not Have*, „Journal of Financial Economics” 1984, vol. 13 (2), s. 187-221.

² Zob. szerzej np.: S. Fazzari, R. Hubbard, B. Petersen, *Finance constraints and corporate investment*, „Brookings Papers on Economic Activity” 1988, s. 141-195; S. Gilchrist, Ch.P. Himmelberg, *Evidence on the role of cash flow for investment*, „Journal of Monetary Economics” 1995, vol. 36, s. 541-572; S. Kaplan, L. Zingales, *Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints?*, „Quarterly Journal of Economics” 1997, vol. 112, s. 169-215; S. Cleary, *The relationship between firm investment and financial status*, „Journal of Finance” 1999, vol. 54, s. 673-692; S. Fazzari, R. Hubbard, B. Petersen, *Investment-Cash Flow Sensitivities are Useful: A Comment on Kaplan and Zingales*, „The Quarterly Journal of Economics” 2000, vol. 115(2), s. 695-705; S. Kaplan, L. Zingales, *Investment-cash flow sensitivities are not valid measures of financing constraints*, NBER Working Paper 7659, 2000.

³ A. Zygmunt, *Identyfikacja czynników wpływających na strukturę kapitału przedsiębiorstw branży przemysłu metalowego w Polsce*, w: *Zastosowanie metod ilościowych w finansach i ubezpieczeniach*, red. S. Forlicz, CeDeWu Sp. z o.o., Warszawa 2012, s. 299.

⁴ Zob. szerzej: X. Chang, R. Faff, Ch. Kwok, G. Wong, *Financial Constraints, Mispricing and Corporate Investment* (March 12, 2009), dostępne na SSRN: ssrn.com/abstract=1101361, s. 1-36. [12.11.2012].

Problematyka wpływu ograniczeń finansowych na działalność inwestycyjną przedsiębiorstw rozpowszechniona została przez Stevena M. Fazzarię, Glenna R. Hubbarda oraz Bruce'a Petersena (1988). Na podstawie przeprowadzonych badań stwierdzili oni, że zachowania inwestycyjne przedsiębiorstw są wrażliwe na zmiany w kształtowaniu się przepływów pieniężnych, a przedsiębiorstwa, które charakteryzują się wysokimi ograniczeniami finansowymi cechują się większą wrażliwością inwestycji na przepływy pieniężne niż przedsiębiorstwa, w których nie wstępują wspomniane ograniczenia⁵. W rezultacie z większymi ograniczeniami finansowymi wiąże się na ogół większy stopień wykorzystania wewnętrznych źródeł kapitału do pokrywania potrzeb finansowych związanych z realizacją działalności inwestycyjnej⁶. Można w tym kontekście konkludować, że poziom inwestycji w przedsiębiorstwie cechującym się ograniczeniami finansowymi jest w większym stopniu wrażliwy na kształtowanie się przepływów pieniężnych niż w przypadku przedsiębiorstwa, w którym nie występują wspomniane ograniczenia. Obserwacje Fazzarię, Hubbarda, a także Petersena potwierdzone zostały między innymi w badaniach przeprowadzonych przez Huntleya Schallera (1993)⁷, Simona Glichirsta oraz Charlesa P. Himmelberga (1995)⁸.

Wnioski sformułowane przez Fazzarię, Hubbarda i Petersena poddane zostały krytyce przez Stevena N. Kaplana i Luigiego Zingalesa (1997), którzy podważali prawidłowość stosowania analizy wrażliwości inwestycji na przepływy pieniężne jako podstawy wnioskowania, czy przedsiębiorstwo charakteryzuje się ograniczeniami finansowymi⁹. Argumentują oni jednocześnie, że w warunkach asymetrii informacyjnej wykorzystanie wewnętrznych źródeł finansowania do pokrywania potrzeb finansowych działalności inwestycyjnej cechuje na ogół te przedsiębiorstwa, w których nie występują ograniczenia finansowe¹⁰. Wsuwają przy tym hipotezę, że menedżerowie w przedsiębiorstwach, w których występują ograniczenia finansowe mogą nadmiernie unikać ryzyka w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych, stąd poziom inwestycji jest mniej wrażliwy na przepływy pieniężne¹¹. W świetle tych rozważań stwierdzić można, że w przedsiębiorstwach, w których występują ograniczenia finansowe działalność inwestycyjna jest w relatywnie mniejszym stopniu determinowana kształtowaniem się przepływów pieniężnych. Wnioski sformułowane przez Kaplana i Zingalesa potwierdzone

⁵ Zob. szerzej: S. Fazzari, R. Hubbard, B. Petersen, *Finance constraints...*, s. 141-195.

⁶ Zob. szerzej: Ibidem.

⁷ Zob. szerzej: H. Schaller, *Asymmetric information, liquidity constraints, and Canadian investment*, „Canadian Journal of Economics” 1993, vol. 26, s. 552-574.

⁸ Zob. szerzej: S. Gilchrist, Ch.P. Himmelberg, op. cit., s. 541-572.

⁹ Zob. szerzej: S. Kaplan, L. Zingales, *Do investment-cash...*, s. 169-215.

¹⁰ Zob. szerzej: Ibidem.

¹¹ Zob. szerzej: Ibidem.

zostały w badaniach między innymi Seana Cleary'ego (1999)¹², Xina Changa, Roberta Faffa, Chuna Kwoka oraz George'a Wonga (2009)¹³.

Na podstawie krytycznej analizy literatury przedmiotu skonstatować można, że zagadnienie prowadzenia działalności inwestycyjnej w warunkach ograniczeń finansowych charakteryzuje się stosunkowo wysokim poziomem złożoności i nie zostało jeszcze w pełni rozpoznane. Należy przy tym zauważyć, że sprzeczność wniosków dotyczących kształtowania się wrażliwości inwestycji na przepływy pieniężne w przedsiębiorstwach, w których występują ograniczenia finansowe wiązać się może z problematyką pomiaru ograniczeń finansowych, które w praktyce są trudne do jednoznacznego zmierzenia.

2. Pomiar ograniczeń finansowych

Opierając się na teorii hierarchii źródeł finansowania stwierdzić można, że poziom ograniczeń finansowych w znaczący sposób zależy od różnicy między kosztem finansowania zewnętrznego i wewnętrznego. Analiza literatury przedmiotu prowadzi przy tym do konkluzji o występowaniu różnorodnych miar poziomu ograniczeń finansowych przedsiębiorstwa. Zaliczyć można do nich przede wszystkim:

- wskaźnik wypłaty dywidendy¹⁴,
- wartość księgową aktywów¹⁵,
- syntetyczną miarę Kaplana i Zingalesa¹⁶,
- syntetyczną miarę Whited i Wu¹⁷.

Fazzari, Hubbard, Petersen proponują, by jako miarę pozwalającą na sklasyfikowanie przedsiębiorstwa jako tego, w którym występują ograniczenia finansowe, zastosować wskaźnik wypłaty dywidendy¹⁸. Argumentują oni, że przedsiębiorstwa, w których występują ograniczenia finansowe mają skłonność

¹² Zob. szerzej: S. Cleary, op. cit., s. 673-692.

¹³ Zob. szerzej: X. Chang, R. Faff, Ch. Kwok, G. Wong, op. cit., s. 1-36.

¹⁴ S. Fazzari, R. Hubbard, B. Petersen, *Finance constraints...*; S. Fazzari, R. Hubbard, B. Petersen, *Investment-Cash...*

¹⁵ S. Gilchrist, Ch.P. Himmelberg, op. cit.; H. Almeida, M. Campello, M.S. Weisbach, *The cash flow sensitivity of cash*, „Journal of Finance” 2004, vol. 59.

¹⁶ S. Kaplan, L. Zingales, *Do investment-cash...*; S. Kaplan, L. Zingales, *Investment-cash flow...*

¹⁷ T. Whited, G. Wu, *Financial constraints risk*, „The Review of Financial Studies” 2006, Vol. 19, s. 531-559.

¹⁸ Zob. szerzej: S. Fazzari, R. Hubbard, B. Petersen, *Finance constraints...*, s. 141-195; S. Fazzari, R. Hubbard, B. Petersen, *Investment-Cash...*, s. 695-705.

do unikania wypłaty dywidendy (lub płacenia jej na niższym poziomie). Fazzari, Hubbard, Petersen zakładają przy tym, że niechęć wspomnianych przedsiębiorstw do wypłaty dywidendy uzasadnić można ich dążeniami do uniknięcia potrzeby pozyskiwania kapitału zewnętrznego w przyszłości¹⁹. Kapitał zatrzymany w przedsiębiorstwie pozwala w tym kontekście pokryć potrzeby finansowe działalności inwestycyjnej, bez konieczności pozyskiwania kapitału zewnętrznego. Stąd też wnioskować można, że przedsiębiorstwa, w których występują ograniczenia finansowe nie są skłonne do wypłaty dywidendy.

Z kolei Gilchrist, Himmelberg (1995), a także Almeida, Campello, Weisbach (2004) wskazują, by klasyfikację przedsiębiorstw na te, w których występują ograniczenia finansowe lub nie, oprzeć na kryterium ich wielkości. Proponują przy tym, by miarą wielkości przedsiębiorstwa była wartość księgowa aktywów²⁰. Przyjmują oni założenie, że przedsiębiorstwa, których wartość księgowa aktywów jest stosunkowo niewielka charakteryzują się na ogół w większym stopniu ograniczeniami finansowymi. Zarówno Gilchrist, Himmelberg, jak i Almeida, Campello, Weisbach opierają powyższy pogląd na uzasadnieniu, że przedsiębiorstwa o niskiej wartości księgowej aktywów to zazwyczaj przedsiębiorstwa stosunkowo nowe, mało znane na rynku, bardziej wrażliwe na asymetrię informacyjną występującą na rynku finansowym²¹. Stąd też wiąże się z nimi większe prawdopodobieństwo, że w większym stopniu będą one narażone na trudności w pozyskaniu kapitału na zewnątrz. Przedsiębiorstwa poniżej 20% wielkości klasyfikowane są jako charakteryzujące się ograniczeniami finansowymi.

Syntetyczna miara Kaplana i Zingalesa (*KZ*) została opracowana na podstawie estymowanego przez nich współczynnika w badaniach przeprowadzonych w 1997 r. Jej konstrukcję tworzy nie tylko proponowany przez Fazzarięgo, Hubbardę i Petersena wskaźnik wypłaty dywidend, ale także cash flow, dźwignia finansowa, poziom wydatków bieżących. Kaplan i Zingales podkreślają przy tym, że w procesie pomiaru ograniczeń finansowych należy uwzględnić możliwości inwestycyjne przedsiębiorstwa²². Proponują przy tym, by do pomiaru wspomnianych możliwości zastosować współczynnik q Tobina. W rezultacie syntetyczna miara ograniczeń finansowych *KZ* jest następująca²³:

¹⁹ Ibidem.

²⁰ Zob. szerzej: S. Gilchrist, Ch.P. Himmelberg, op. cit., s. 541-572; H. Almeida, M. Campello, M.S. Weisbach, *The cash flow sensitivity of cash*, „Journal of Finance” 2004, Vol. 59, s. 1777-1804.

²¹ Ibidem.

²² Zob. szerzej: S. Kaplan, L. Zingales, *Investment-cash flow...*; S. Kaplan, L. Zingales, *Do investment-cash...*, s. 169-215.

²³ Por.: X. Chang, R. Faff, Ch. Kwok, G. Wong, op. cit., s. 1-36.

$$KZ = -1,022X_1 + 0,283X_2 + 3,139X_3 - 39,368X_4 - 1,315X_5, \quad (1)$$

gdzie:

- X_1 – cash flow,
- X_2 – współczynnik q Tobina,
- X_3 – dźwignia finansowa,
- X_4 – współczynnik wypłaty dywidend,
- X_5 – poziom wydatków bieżących.

Wykorzystanie cash flow jako jednego z elementów syntetycznej miary ograniczeń finansowych przedsiębiorstw jest tłumaczone jego istotnym wpływem na poziom realizowanej działalności inwestycyjnej w przedsiębiorstwie. Z kolei dźwignia finansowa stanowiąca odzwierciedlenie struktury kapitału jest na ogół ujemnie skorelowana z inwestycjami²⁴. Ponadto, przyjęcie przez Kaplana i Zingalesa poziomu wydatków bieżących jako składowej syntetycznej miary ograniczeń finansowych uzasadniane jest potrzebą uwzględnienia wpływu płynności przedsiębiorstwa na prowadzoną w nim działalność inwestycyjną²⁵.

Syntetyczna miara KZ jest większa dla przedsiębiorstw, które w większym stopniu cechują się ograniczeniami finansowymi. Przedsiębiorstwa, które znajdują się powyżej 80% wspomnianej miary klasyfikuje się jak ograniczone finansowo²⁶.

Do pomiaru ograniczeń finansowych przedsiębiorstw proponuje się również syntetyczną miarę opracowaną przez Whited i Wu. Miara ta (WW) opiera się na założeniu, że ograniczenia finansowe przedsiębiorstw determinowane są w zasadniczy sposób nie tylko przepływami pieniężnymi, dźwignią finansową czy też wypłatą dywidendy, ale także rozmiarem przedsiębiorstwa oraz wzrostem sprzedaży rozpatrywanym zarówno z punktu widzenia danego przedsiębiorstwa, jak i sektora, w którym funkcjonuje²⁷. Formuła syntetycznej miary WW jest następująca²⁸:

$$WW = -0,091X_1 - 0,062X_2 + 0,021X_3 - 0,044X_4 + 0,102X_5 - 0,035X_6, \quad (2)$$

gdzie:

- X_1 – cash flow,
- X_2 – zmienna zero-jedynkowa odzwierciedlająca wypłatę dywidendy przez przedsiębiorstwo (1 – przedsiębiorstwo wypłaca dywidendę, 0 – przedsiębiorstwo nie wypłaca dywidendy),

²⁴ Ibidem.

²⁵ Ibidem.

²⁶ Zob. szerzej: X. Chang, R. Faff, Ch. Kwok, G. Wong, op. cit., s. 1-36.

²⁷ Zob. szerzej: T. Whited, G. Wu, *Financial constraints risk*, „The Review of Financial Studies” 2006, Vol. 19, s. 531-559.

²⁸ Por.: X. Chang, R. Faff, Ch. Kwok, G. Wong, op. cit., s. 1-36.

- X_3 – dźwignia finansowa,
- X_4 – rozmiar przedsiębiorstwa,
- X_5 – wzrost sprzedaży w sektorze,
- X_6 – wzrost sprzedaży w danym przedsiębiorstwie.

Whited i Wu zaproponowali, by możliwości inwestycyjne przedsiębiorstwa wyrazić poprzez wzrost sprzedaży. Wskazują przy tym, że ten sposób podejścia do pomiaru możliwości inwestycyjnych pozwala uwzględnić takie zmiany w zapotrzebowaniu na produkty przedsiębiorstwa, które nie są odzwierciedlone we współczynniku q Tobina²⁹.

Syntetyczna miara WW jest tym wyższa, im bardziej przedsiębiorstwo cechuje się większymi ograniczeniami finansowymi. Przyjmuje się przy tym podobnie, jak przy mierze KZ , że przedsiębiorstwa powyżej 80% miary klasyfikuje się jak ograniczone finansowo³⁰.

Na podstawie analizy literatury przedmiotu stwierdzić można, że pomiar ograniczeń finansowych przedsiębiorstw może być przeprowadzony przy użyciu różnych miar. Wnioskowanie na ich podstawie jest utrudnione przez to, że nie zostały wypracowane wzorcowe ich wielkości, które jednoznacznie pozwoliłyby zaklasyfikować określone przedsiębiorstwo jako charakteryzujące się ograniczeniami finansowymi lub nie. Ponadto, z wykorzystaniem mierników syntetycznych wiązać się może dodatkowa trudność z właściwą interpretacją uzyskanych wyników, ponieważ nie zdefiniowano wyraźnie, jak rozumiane są większe lub mniejsze ograniczenia finansowe, do których nawiązuje się w interpretacji wyników. Oczekiwać można, że jest to swojego rodzaju prawdopodobieństwo tego, że przedsiębiorstwo będzie się charakteryzować ograniczeniami finansowymi. Podkreślić należy przy tym, że wspomniana luka w interpretacji wyników prowadzić może w konsekwencji do niewłaściwego rozpoznania istoty zależności zachodzących między działalnością inwestycyjną a jej finansowaniem ze źródeł zewnętrznych czy też wewnętrznych.

Przeprowadzone badania literaturowe pozwalają zauważyć, że mierniki ograniczeń finansowych oparte są często na niejednorodnym zbiorze zmiennych finansowych. Niejednokrotnie trudno jest jednoznacznie zidentyfikować mechanizm występujący między tymi zmiennymi a kosztem finansowania działalności inwestycyjnej, który wpływa na powstawanie ograniczeń finansowych. Ponadto, wykorzystanie syntetycznej miary KZ wiązać się może z problematyką właściwego pomiaru współczynnika q Tobina³¹. Zwrócić należy także uwagę, że większość

²⁹ T. Whited T., G. Wu, op. cit., s. 531-559.

³⁰ X. Chang, R. Faff, Ch. Kwok, G. Wong, op. cit., s. 1-36.

³¹ Problematyka dotycząca trudności z pomiarem współczynnika q Tobina jest relatywnie szeroko podejmowana w literaturze przedmiotu. Zob. szerzej np.: R. Chirinko, *Business Fixed Investment Spending: Modeling Strategies, Empirical Results, and Policy Implications*, „Journal

miar proponowanych w literaturze przedmiotu dotyczących ograniczeń finansowych bazuje na poziomie dywidendy wypłaconej przez przedsiębiorstwo, co sprawia, że miary te trudno jest zastosować w przypadku innych przedsiębiorstw niż spółki akcyjne.

Podsumowanie

Na podstawie krytycznej analizy literatury przedmiotu stwierdzić można, że pomiar ograniczeń finansowych przedsiębiorstwa może być przeprowadzony w różnorodny sposób, co istotnie wpływać może na prawidłowość badań w zakresie finansowania zewnętrznego działalności inwestycyjnej. Brak jednolitych miar pozwalających na pomiar ograniczeń finansowych utrudnia obserwację stopnia wpływu tych ograniczeń na realizację działalności inwestycyjnej w przedsiębiorstwie. Fundamentalne znaczenie ograniczeń finansowych we wspomnianych badaniach sprawia, że problematyka pomiaru wspomnianych ograniczeń stanowić powinna przedmiot dalszych badań.

Literatura

- Almeida H., Campello M., Weisbach M.S., *The cash flow sensitivity of cash*, „Journal of Finance” 2004, Vol. 59.
- Chang X., Faff R., Kwok Ch., Wong G., *Financial Constraints, Mispricing and Corporate Investment*, (March 12, 2009), dostępne na SSRN: ssrn.com/abstract=1101361, s. 1-36. [12.11.2012].
- Chirinko R., *Business Fixed Investment Spending: Modeling Strategies, Empirical Results, and Policy Implications*, „Journal of Economic Literature” 1993, Vol. 31.
- Cleary S., *The relationship between firm investment and financial status*, „Journal of Finance” 1999, Vol. 54.
- Cooper R., Ejarque J., *Financial frictions and investment: requiem in Q*, „Review of Economic Dynamics” 2003, Vol. 6.
- Erickson T., Whited T.M., *Measurement error and the relationship between investment and q*, „Journal of Political Economy” 2000, Vol. 108.
- Fazzari S., Hubbard R., Petersen B., *Finance constraints and corporate investment*, Brookings Papers on Economic Activity, 1988.
- Fazzari S., Hubbard R., Petersen B., *Investment-Cash Flow Sensitivities are Useful: A Comment on Kaplan and Zingales*, „The Quarterly Journal of Economics” 2000, Vol. 115(2).

of Economic Literature” 1993, no. 31, s. 1875-1911; T. Erickson, T.M. Whited, *Measurement error and the relationship between investment and q*, „Journal of Political Economy” 2000, no. 108, s. 1027-1057; R. Cooper, J. Ejarque, *Financial frictions and investment: requiem in Q*, „Review of Economic Dynamics” 2003, no. 6, s. 710-728.

- Gilchrist S., Himmelberg Ch.P., *Evidence on the role of cash flow for investment*, „Journal of Monetary Economics” 1995, Vol. 36.
- Kaplan S., Zingales L., *Investment-cash flow sensitivities are not valid measures of financing constraints*, NBER Working Paper 7659, 2000.
- Kaplan S., Zingales L., *Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints?*, „Quarterly Journal of Economics” 1997, Vol. 112.
- Myers S.C., Majluf N., *Corporate Financing and Investment. When Firms Have Information that Investors Do Not Have*, „Journal of Financial Economics” 1984, Vol. 13 (2).
- Schaller H., *Asymmetric information, liquidity constraints, and Canadian investment*, „Canadian Journal of Economics” 1993, Vol. 26.
- Whited T., Wu G., *Financial constraints risk*, „The Review of Financial Studies” 2006, Vol. 19, s. 531-559.
- Zygmunt A., *Identyfikacja czynników wpływających na strukturę kapitału przedsiębiorstw branży przemysłu metalowego w Polsce*, w: *Zastosowanie metod ilościowych w finansach i ubezpieczeniach*, red. S. Forlicz, CeDeWu Sp. z o.o., Warszawa 2012.

Measurements of financial constraints in the light of professional literature

Summary. In research concerning company investment realisation in circumstances of financial constraints the issue of measurement of the constraints in question has a fundamental significance. Therefore, the main goal of this paper is to recognize the measures of financial constraints. The paper consists of two sections. The first section contains the essence characteristics of research connected with company investment realisation in circumstances of financial constraints. Next, as based on critical analysis of professional literature, it verifies the principal measures of financial constraints.

Key words: financial constraints, investment sensitivity, cash flow, corporate investment, financial constraints measures