

Jacek Barburski

Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie
e-mail: jacek_barburski@wp.pl

STRUKTURA KAPITAŁOWA PRZEDSIĘBIORSTW NOTOWANYCH NA GPW W WARSZAWIE. ANALIZA SEKTOROWA

THE CAPITAL STRUCTURE OF THE COMPANIES LISTED AT THE WARSAW STOCK EXCHANGE. SECTOR ANALYSIS

DOI: 10.15611/pn.2017.484.02

JEL Classification: D24, G30, G32

Streszczenie: Uwarunkowania decyzji w zakresie pozyskiwania źródeł finansowania przedsiębiorstw są przedmiotem wielu analiz. Wyniki tych badań są z kolei przedmiotem formułowania teorii w zakresie struktury kapitału. Wiele zachowań przedsiębiorstw w zakresie kształtowania prawidłowej struktury kapitału nie jest jeszcze dostatecznie wyjaśnionych. Stąd też istnieje potrzeba prowadzenia dalszych badań w tym obszarze. Głównym celem artykułu jest dokonanie analizy i oceny w zakresie struktury finansowania wybranych sektorów przedsiębiorstw notowanych na GPW w Warszawie. Analizę przeprowadzono na przykładzie przedsiębiorstw z następujących sektorów: produkcja, budownictwo, handel detaliczny, handel hurtowy, transport oraz usługi. Okres analizy obejmuje lata 2012-2016. Ponadto w artykule została przeprowadzona analiza i ocena w zakresie adekwatności kapitałowo-majątkowej z wykorzystaniem reguł finansowania. Badania przeprowadzono na podstawie danych pochodzących z bazy EMIS.

Słowa kluczowe: struktura finansowania, kapitał własny, kapitał obcy, adekwatność kapitałowo-majątkowa, reguły finansowania.

Summary: The conditioning of a decision in acquiring sources of financing of enterprises is an object of a lot of analyses. The results of these tests are in turn subject to the formulation of the theory of capital structure theory. A lot of behaviours of enterprises in the forming the correct structure of capital are still not sufficiently explained. Hence, there is a need for further research in this area. The main aim of the article is to make an analysis and evaluation on the structure of the financing of the selected sectors of companies listed at the Warsaw Stock Exchange. The analysis was carried out using the example of companies from the following sectors: production, construction, retail trade, wholesale trade, transport and services. The period of analysis includes the years 2012-2016. In addition, the article is examined and assessed in terms of capital-property adequacy with the use of funding rules. The research was conducted based on data from the EMIS.

Keywords: financing structure, equity, outside capital, capital-property adequacy, rules of financing.

1. Wstęp

Prowadzenie każdej działalności gospodarczej wymaga pozyskania odpowiednich źródeł finansowania. Potrzeby finansowe przedsiębiorstw mogą być zaspokajane z różnych źródeł, a każde z nich charakteryzuje się różnymi warunkami pozyskania. Inne mogą być też konsekwencje wykorzystania poszczególnych źródeł. W literaturze istnieje szereg nurtów teoretycznych w zakresie struktury kapitału. Teorie te nawiązują m.in. do teorii asymetrii informacji i teorii agencji, kwestii podatkowych, kosztów kapitału i bankructwa, a także innych czynników wpływających na decyzje finansowe podejmowane w przedsiębiorstwach.

Nie ma jednej, stałej, optymalnej struktury kapitału dla danego przedsiębiorstwa, ponieważ zmiany w sytuacji finansowej przedsiębiorstwa i w jego otoczeniu rynkowym powodują, że zmienia się bilans korzyści i kosztów związanych z zadłużeniem przedsiębiorstwa [Duliniec 2015, s. 75]. Trudno jest też mówić o optymalnym udziale aktywów trwałych w aktywach ogółem. Udział ten w istotny sposób zależy bowiem od specyfiki branży oraz stosowanych w niej technologii wytwarzania struktury asortymentowej produkcji [Sierpińska, Jachna 2004, s. 71]. Stąd też istnieje uzasadniona potrzeba prowadzenia różnych badań w zakresie czynników determinujących wielkość i strukturę aktywów i pasywów w przedsiębiorstwie.

W połowie lat 90. ubiegłego stulecia w literaturze światowej pojawiły się badania dotyczące zróżnicowania struktur finansowania przedsiębiorstw w różnych krajach. W przedsiębiorstwach działających na tzw. rynkach wschodzących w porównaniu z firmami funkcjonującymi w krajach wysoko rozwiniętych różnice w strukturze finansowania mogą wynikać m.in. z różnic w poziomie rozwoju rynków finansowych, dostępności do różnych źródeł finansowania, z różnic w poziomie kosztów usług finansowych, a także z różnic występujących w poszczególnych systemach podatkowych [Glen, Pinto 1994, s. 9; Rajan, Zingales 1995, s. 1421-1422; Domowitz, Glen, Madhavan 2000, s. 10-15].

Jednym z najczęściej cytowanych w literaturze światowej dzieł o przedstawianej problematyce jest praca Demirguc-Kunta i Maksimovica [1995], w której badane są powiązania pomiędzy strukturą finansowania przedsiębiorstw a stopniem rozwoju rynków finansowych. Wyniki tych badań pokazały, że w początkowym etapie rozwoju rynku finansowego udział kredytów bankowych w ogólnej strukturze finansowania malał na rzecz alternatywnych instrumentów rynku finansowego [Demirguc-Kunt, Maksimovic 1995, s. 4]. Zaobserwowana prawidłowość wynika z kosztów pozyskania kapitału, gdyż wraz z rozwojem rynku finansowego zmniejsza się różnica w kosztach pozyskania kapitałów pochodzących z różnych źródeł finansowania, a przedsiębiorstwa mają dostęp do bogatszej oferty instrumentów finansowych.

Inne badania [Glen, Pinto 1994] wykazały, że przedsiębiorstwa działające na tzw. rynkach wschodzących korzystały przeważnie ze źródeł zewnętrznych (kredyty bankowe, emisja akcji, emisja papierów dłużnych). Natomiast przedsiębiorstwa funkcjonujące w krajach wysoko rozwiniętych finansowały się w dużej mierze ze

źródeł wewnętrznych [Glen, Pinto 1994, s. 11]. Może to oznaczać, że przedsiębiorstwa te generowały większe zasoby własne, które wykorzystywały do finansowania swojej działalności, w porównaniu z przedsiębiorstwami działającymi na tzw. rynkach wschodzących. Taką samą zależność przedstawili w swojej pracy Singh i Hamid [1991].

Struktura finansowania przedsiębiorstw w Polsce (w podziale na sektor prywatny i publiczny) na tle badań międzynarodowych została przedstawiona w pracy Nawrot [2007]. W warunkach polskich można doszukać się zależności struktury finansowania przedsiębiorstw z firmami działającymi na tzw. rynkach wschodzących [Nawrot 2007, s. 31]. W latach 90. ubiegłego stulecia zadłużenie polskich przedsiębiorstw wzrastało bardziej dynamicznie niż kapitały własne, wzrastał również udział długu w strukturze ich finansowania, a było to spowodowane głównie przebiegiem transformacji gospodarczej, utratą rynków w krajach Europy Środkowo-Wschodniej oraz polityką budżetową państwa [Nawrot 2007, s. 30, 32-34].

Głównym celem artykułu jest analiza i ocena struktury finansowania wybranych sektorów przedsiębiorstw notowanych na GPW w Warszawie. Hipoteza badawcza służąca realizacji celu została sformułowana następująco: pomiędzy poszczególnymi sektorami przedsiębiorstw (ze względu na rodzaj prowadzonej działalności) należy spodziewać się zróżnicowanej struktury finansowania. Ponadto w artykule przeprowadzono analizę i ocenę adekwatności kapitałowo-majątkowej z wykorzystaniem reguł finansowania. Analizy dokonano na przykładzie przedsiębiorstw z następujących sektorów: produkcja, budownictwo, handel detaliczny, handel hurtowy, transport oraz usługi. Do badań zostały wybrane po dwa sektory przedsiębiorstw notowanych na GPW w Warszawie ze względu na rodzaj prowadzonej działalności: działalność produkcyjna, handlowa i usługowa. Jako narzędzia zostały wykorzystane tradycyjne wskaźniki struktury, miary średnioważone oraz podstawowe zasady prawidłowej struktury finansowania. Okres analizy obejmuje lata 2012-2016. Badania przeprowadzono na podstawie danych pochodzących z bazy EMIS.

2. Podstawowe zasady prawidłowej struktury finansowania

Pojęcia zasobów majątkowych oraz kapitału są z sobą ściśle powiązane, lecz spełniają w jednostce gospodarczej odrębne funkcje. Z jednej strony majątek umożliwia prowadzenie działalności, natomiast z drugiej wymaga zaangażowania kapitału. Oznacza to, że kapitał pełni w stosunku do majątku funkcję pierwotną [Gabrusewicz 2014, s. 129]. Pod pojęciem kapitału najczęściej rozumie się „całością zaangażowanych w przedsiębiorstwie zasobów wewnętrznych i zewnętrznych, własnych i obcych, terminowych i nieterminowych [Jerzemska 2013, s. 162].

Kapitał własny jest podstawową kategorią ekonomiczną pojawiającą się przy rozpoczęciu każdej działalności gospodarczej. Jego wielkość określa przede wszystkim sytuację majątkową i finansową oraz stanowi o sile ekonomicznej przedsiębiorstwa. Pełni także funkcję gwarancyjną dla wierzycieli, stanowi trwałą podstawę fi-

nansowania, jak również w bardzo dużym stopniu decyduje o zdolności kredytowej. Ze względu na swoją rolę, kapitały własne jako podstawa finansowania i bezpieczeństwa działalności gospodarczej powinny być przedmiotem szczególnych analiz. Utrzymywanie wielkości kapitałów własnych na odpowiednim poziomie, a także ich jakość często decydują o stabilnym i długotrwałym rozwoju przedsiębiorstwa.

Struktura pasywów, czyli źródeł finansowania przedsiębiorstwa, przedstawia jednocześnie strukturę jego własności. Informacje o tej strukturze mają bardzo duże znaczenie dla otoczenia przedsiębiorstwa, a w szczególności dla jego wierzycieli. Poziom kapitału własnego stanowi bowiem o wiarygodności danego przedsiębiorstwa i odzwierciedla gwarancje dla ewentualnych roszczeń jego wierzycieli. Oprócz zapewnienia wierzycielom możliwości otrzymania należnym im kwot, kapitały własne jako źródło finansowania o najdłuższym okresie wymagalności dają spółce możliwość kontynuowania działalności.

W celu zwiększania rozmiarów swojego działania zazwyczaj potrzebne są dodatkowe źródła zasilania w postaci kapitałów obcych, a jednym z podstawowych warunków zaciągania kredytów i pożyczek jest wiarygodność przedsiębiorstwa wyrażona poprzez odpowiednią wysokość kapitałów własnych. Pozyskiwanie dodatkowych źródeł finansowania w postaci kredytów i pożyczek możliwe jest dzięki odpowiedniej ich wielkości. Struktura źródeł finansowania jest również jednym z bardzo ważnych czynników determinujących płynność finansową. Przedsiębiorstwa o większym udziale kapitałów własnych, a więc mniej zadłużone, posiadają większą zdolność do regulowania zobowiązań bieżących.

Wysoki udział kapitałów własnych w pasywach ogółem zapewnia przedsiębiorstwu suwerenność wobec otoczenia i stabilność, a wierzycielom wypłacalność. Trudno jest jednak mówić o optymalnym udziale kapitału własnego w łącznych źródłach finansowania [Sierpińska, Jachna 2004, s. 73]. Z ekonomicznego punktu widzenia najważniejszym kryterium wyznaczania w przedsiębiorstwie wysokości kapitałów własnych w długim okresie powinna być relacja aktywów trwałych do obrotowych. Innymi słowy, struktura pasywów powinna być dopasowana do struktury aktywów. Przy prawidłowo prowadzonej polityce finansowania odstępstwa od tej zasady mogą występować jedynie w krótkim okresie i mogą wynikać np. z uwzględnienia efektów dźwigni finansowej¹.

W literaturze występuje kilka zasad finansowania. Według tzw. złotej reguły finansowania przedsiębiorstwo nie powinno się zadłużać w większym stopniu niż 50%, czyli:

$$\frac{\text{kapitał własny}}{\text{zobowiązania ogółem}} \geq 1.$$

Taka struktura źródeł finansowania majątku pozwala utrzymać długoterminową płynność finansową (wypłacalność). Przez potencjalnych kapitałodawców jest

¹ Efekty dźwigni finansowej występują zazwyczaj w krótkim okresie.

ona oceniana również korzystnie i zwiększa szanse przedsiębiorstwa na pozyskanie kapitału zewnętrznego. W praktyce przedsiębiorstwa rzadko dotrzymują warunków złotej reguły finansowania [Sierpińska, Jachna 2004, s. 74].

Jeżeli aktywa stałe² są w pełni pokryte kapitałem własnym, to zachowana jest „złota reguła bilansowa”:

$$\frac{\text{kapitał własny}}{\text{aktywa stałe}} \geq 1.$$

Zgodnie z powyższą regułą składniki aktywów przedsiębiorstwa powinny być finansowane kapitałem własnym, ponieważ ta część majątku jest długoterminowo związana z przedsiębiorstwem, a więc charakteryzuje się niskim tempem zamiany na gotówkę, toteż powinna być finansowana bardziej stabilnymi kapitałami, oddanymi do dyspozycji przedsiębiorstwa na długi okres [Sierpińska, Jachna 2004, s. 75].

Bardziej liberalna wersja, tzw. srebrna reguła finansowania, dopuszcza możliwość finansowania aktywów stałych kapitałem stałym:

$$\frac{\text{kapitał stały}}{\text{aktywa stałe}} \geq 1.$$

Przedsiębiorstwa produkcyjne w stosunku do przedsiębiorstw handlowych i usługowych charakteryzują się wyższym udziałem aktywów trwałych w aktywach ogółem. Stąd też poziom kapitałów własnych w tych przedsiębiorstwach będzie odpowiednio wyższy.

3. Wielkość i struktura finansowania wybranych sektorów przedsiębiorstw notowanych na GPW w Warszawie w latach 2012-2016

Badania zostały przeprowadzone na przykładzie następujących sektorów przedsiębiorstw notowanych na GPW w Warszawie:

1. Produkcja (sektor oznaczony numerem 31 – liczebność próby wyniosła 241 podmiotów).
2. Budownictwo (nr 234 – liczebność próby: 22 podmioty).
3. Handel detaliczny (nr 442, 443, 444, 445, 446, 448 – liczebność próby: 29 podmiotów),
4. Handel hurtowy (nr 421, bez JSW SA oraz Lubelski Węgiel Bogdanka SA), 4222 – liczebność próby: 69 podmiotów).
5. Transport (nr 48, 481, 482, 483, 484, 485, 486 – liczebność próby: 16 podmiotów).

² Aktywa stałe = aktywa trwałe + należności z tytułu dostaw i usług powyżej 12 miesięcy.

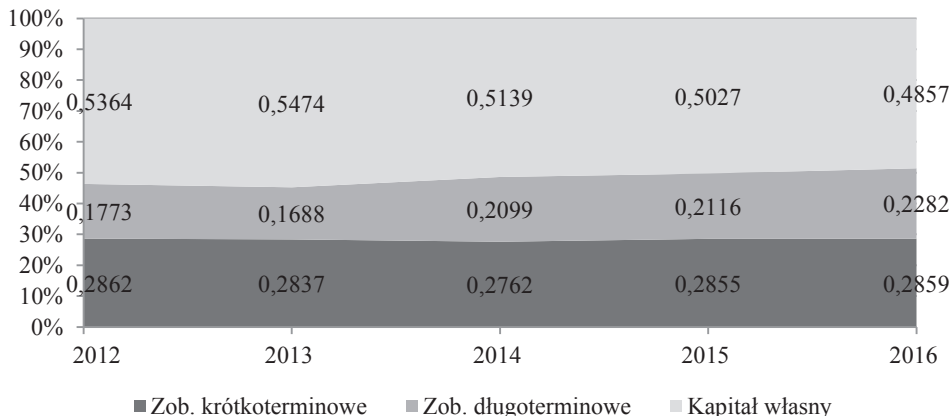
6. Usługi (nr 54, 56, 61, 491, 492, 562, 5411, 5615, 541612, 541613, 541614).

Okres analizy obejmuje lata 2012-2016. W omawianej grupie przedsiębiorstw produkcyjnych wartość kapitałów ogółem systematycznie wzrastała i wyniosła od 210 460 879 tys. zł w 2012 r. do 235 361 428 tys. zł w 2016 r. (wzrost o 11,83%; por. tab. 1). W strukturze finansowania największym udziałem charakteryzują się kapitały własne. Ich udział początkowo nieznacznie wzrósł, z 53,64% (2012) do 54,74% (2013), a następnie systematycznie spadał, do wartości 48,57% (2016; por. rys. 1).

Tabela 1. Źródła finansowania przedsiębiorstw produkcyjnych notowanych na GPW w Warszawie w latach 2012-2016 (dane w tys. zł)

Lata	2012	2013	2014	2015	2016
Pasywa ogółem	210 460 879	215 739 765	221 655 554	221 319 650	235 361 428
Kapitał własny	112 886 748	118 096 608	113 908 826	111 260 131	114 306 443
Zob. długoterminowe	37 310 137	36 427 258	46 529 003	46 833 717	53 710 239
Zob. krótkoterminowe	60 242 125	61 214 436	61 217 727	63 183 833	67 297 757

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z bazy EMIS.



Rys. 1. Struktura finansowania przedsiębiorstw produkcyjnych notowanych na GPW w Warszawie w latach 2012-2016 (dane w %)

Źródło: opracowanie własne.

Drugim co do wielkości udziałem w strukturze kapitałów przedsiębiorstw produkcyjnych są zobowiązania krótkoterminowe. Cechą charakterystyczną jest ich duża stabilność, wynosząca od 27,62% (2014) do 28,59% (2016). Natomiast udział zobowiązań długoterminowych w strukturze kapitałów był najniższy i wyniósł od

17,73% (2012) do 22,82% (2016). Udział ten nieznacznie wzrastał kosztem kapitału własnego, co w konsekwencji przyczyniło się do utrzymania poziomu kapitału stałego niemal na jednakowym poziomie w całym okresie, nieco powyżej 70%. Należy więc stwierdzić, że sektor przedsiębiorstw produkcyjnych notowanych na GPW w Warszawie charakteryzuje się dużą stabilnością i bezpieczeństwem finansowania.

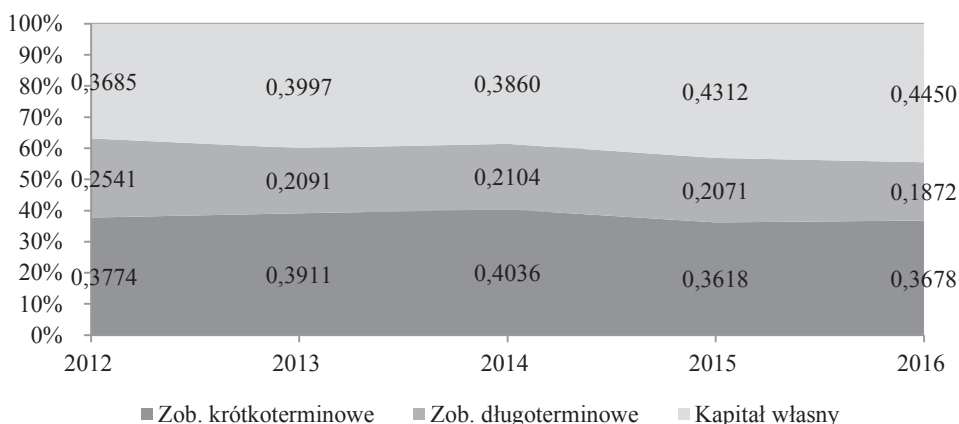
W przedsiębiorstwach budowlanych notowanych na GPW w Warszawie wartość źródeł finansowania kształtowała się od 6210 185 tys. zł (2012) do 7291 904 tys. zł (2016), a zatem nastąpił ich wzrost o 17,42% (por. tab. 2). Podobnie jak w przypadku przedsiębiorstw produkcyjnych największy udział w strukturze finansowania posiadał kapitał własny. Jednak w przedsiębiorstwach budowlanych udział ten systematycznie wzrastał, z 36,85% (2012) do 44,50% (2016; por. rys. 2). Drugim co do wielkości źródłem finansowania były zobowiązania krótkoterminowe, których udział, w porównaniu z przedsiębiorstwami produkcyjnymi, był wyższy średnio o ok. 10% i wynosił od 36,78% (2016) do 40,36% (2014). Na podobnym poziomie jak w przypadku przedsiębiorstw produkcyjnych kształtował się udział zobowiązań długoterminowych, od 18,72% (2016) do 25,41% (2012). W strukturze finansowania przedsiębiorstw budowlanych należy wskazać na zbyt niski poziom kapitałów własnych. Jedną z najważniejszych przyczyn niskiego poziomu kapitałów własnych był ujemny wynik finansowy netto w tym sektorze, który w latach 2011-2013 wyniósł odpowiednio -1622,20 mln zł, -5626,21 mln zł, -199,78 mln zł. Dopiero w 2014 r. przedsiębiorstwa budowlane notowane na GPW w Warszawie osiągnęły dodatni wynik finansowy, w wysokości 388,19 mln zł. Można mówić tutaj o pewnym paradoksie, ponieważ dla sektora budowlanego powinien to być okres wzrostu wyników gospodarczych związanych z organizacją Mistrzostw Europy w piłce nożnej 2012. Pozytywną cechą struktury kapitałowej tych przedsiębiorstw był stopniowy wzrost poziomu kapitałów własnych.

Tabela 2. Źródła finansowania przedsiębiorstw budowlanych notowanych na GPW w Warszawie w latach 2012-2016 (dane w tys. zł)

Lata	2012	2013	2014	2015	2016
Aktywa ogółem	6 210 185	6 499 593	7 227 644	7 198 390	7 291 904
Kapitał własny	2 288 633	2 598 142	2 790 004	3 103 729	3 244 900
Zob. długoterminowe	1 577 942	1 359 235	1 520 849	1 490 512	1 364 944
Zob. krótkoterminowe	2 343 611	2 542 209	2 916 791	2 604 148	2 682 060

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z bazy EMIS.

Kolejną analizowaną grupą podmiotów są przedsiębiorstwa należące do sektora handlu detalicznego. W ich przypadku ogólna wartość źródeł finansowania wyniosła od 16 719 637 tys. zł w 2012 r. do 25 817 772 w 2016 r., czyli wzrosła o 54,42%



Rys. 2. Struktura finansowania przedsiębiorstw budowlanych notowanych na GPW w Warszawie w latach 2012-2016 (dane w %)

Źródło: opracowanie własne.

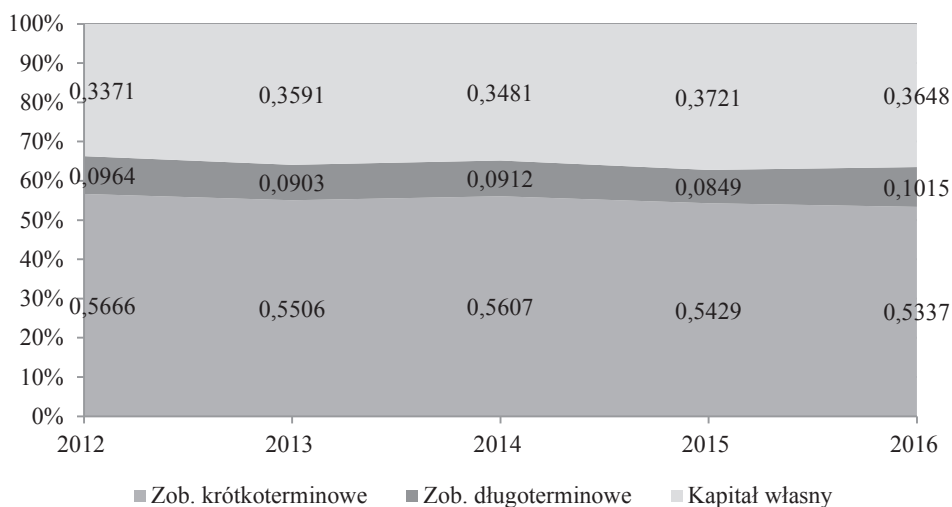
Tabela 3. Źródła finansowania przedsiębiorstw handlu detalicznego notowanych na GPW w Warszawie w latach 2012-2016 (dane w tys. zł)

Lata	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016
Aktywa ogółem	16 719 637	18 240 829	21 856 678	23 185 532	25 817 772
Kapitał własny	5 635 466	6 550 909	7 609 275	8 628 290	9 419 559
Zob. długoterminowe	1 611 261	1 647 078	1 992 254	1 969 172	2 620 217
Zob. krótkoterminowe	9 472 909	10 042 844	12 255 180	12 588 070	13 777 993

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z bazy EMIS.

(por. tab. 3). Spośród nich największy udział w strukturze finansowania stanowiły zobowiązania krótkoterminowe, od 53,37% (2016) do 56,66% (2012), i miały niewielką tendencję spadkową (por. rys. 3). Następnym co do wielkości źródłem finansowania był kapitał własny, którego udział wyniósł od 33,71% (2012) do 37,21% (2015). W porównaniu z przedsiębiorstwami produkcyjnymi i budowlanymi zobowiązania długoterminowe w przedsiębiorstwach handlu detalicznego stanowiły znacznie mniejszy udział, wynoszący od 8,49% (2015) do 10,15% (2016). Łącznie udział aktywów stałych w strukturze finansowania przedsiębiorstw handlu detalicznego kształtował się przeciętnie na poziomie ok. 45%, co należy uznać za prawidłowy (dla tego typu przedsiębiorstw).

W przedsiębiorstwach należących do sektora handlu hurtowego ogólna wartość kapitałów wynosiła od 29 910 069 tys. zł w 2012 r. do 33 983 518 tys. zł, a zatem nastąpił ich wzrost o 13,62% (por. tab. 4). W przedsiębiorstwach tego sektora występ-



Rys. 3. Struktura finansowania przedsiębiorstw handlu detalicznego notowanych na GPW w Warszawie w latach 2012-2016 (dane w %)

Źródło: opracowanie własne.

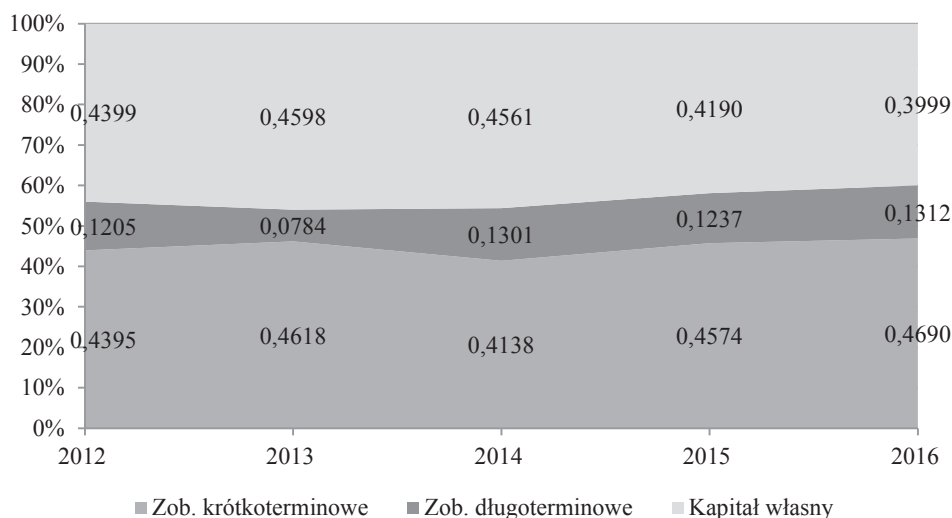
pował nieco wyższy udział kapitałów własnych w porównaniu z sektorem detalicznym, średnio o 10%, a nieco niższy udział zobowiązań krótkoterminowych, również średnio o 10% (por. rys. 3 i 4). W konsekwencji nastąpił także wzrost przeciętnego udziału poziomu kapitału stałego, o ok. 10%. Na podstawie przeprowadzonych obliczeń strukturę finansowania, zarówno w przedsiębiorstwach należących do sektora detalicznego, jak i hurtowego, należy uznać za prawidłową.

Tabela 4. Źródła finansowania przedsiębiorstw handlu hurtowego notowanych na GPW w Warszawie w latach 2012-2016 (dane w tys. zł)

Lata	2012	2013	2014	2015	2016
Aktywa ogółem	29 910 069	30 176 825	33 152 306	32 284 237	33 983 518
Kapitał własny	13 158 924	13 875 743	15 119 276	13 528 347	13 591 150
Zob. długoterminowe	3 604 278	2 364 724	4 313 046	3 993 545	4 459 315
Zob. krótkoterminowe	13 146 865	13 934 971	13 719 988	14 767 062	15 939 730

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z bazy EMIS.

W latach 2012-2016 ogólna wartość źródeł finansowania w przedsiębiorstwach transportowych notowanych na GPW w Warszawie kształtowała się na poziomie od 8887 149 tys. zł (2012) do 11 863 083 tys. zł (2016), a zatem nastąpił wzrost o 33,35% (por. tab. 5). W przedsiębiorstwach tych największy udział w strukturze finansowania stanowiły kapitały własne – od 44,16% (2016) do 53,72% (2013), a na-



Rys. 4. Struktura finansowania przedsiębiorstw handlu hurtowego notowanych na GPW w Warszawie w latach 2012-2016 (dane w %)

Źródło: opracowanie własne.

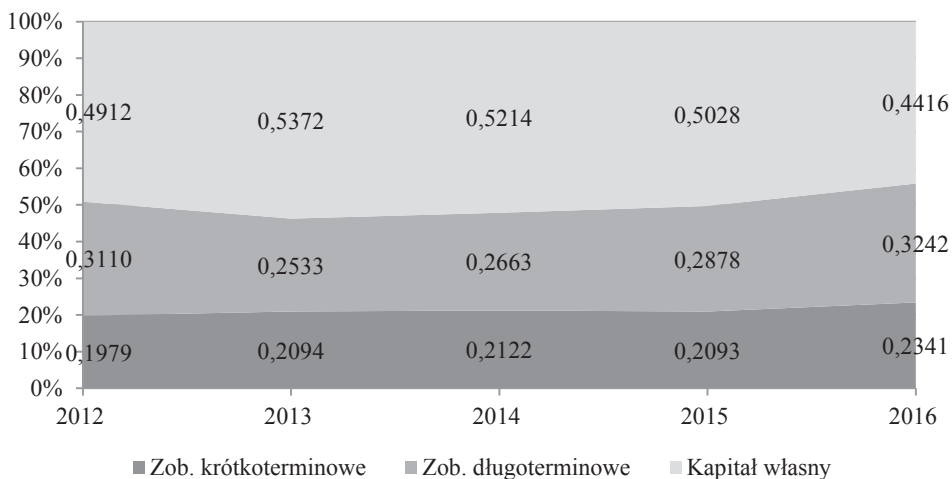
Tabela 5. Źródła finansowania przedsiębiorstw transportowych notowanych na GPW w Warszawie w latach 2012-2016 (dane w tys. zł)

Lata	2012	2013	2014	2015	2016
Aktywa ogółem	8 887 149	9 391 469	10 381 363	11 502 776	11 863 083
Kapitał własny	4 365 192	5 045 561	5 413 222	5 783 965	5 239 329
Zob. długoterminowe	2 763 497	2 379 004	2 764 837	3 310 816	3 846 143
Zob. krótkoterminowe	1 758 459	1 966 905	2 203 306	2 407 996	2 777 610

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z bazy EMIS.

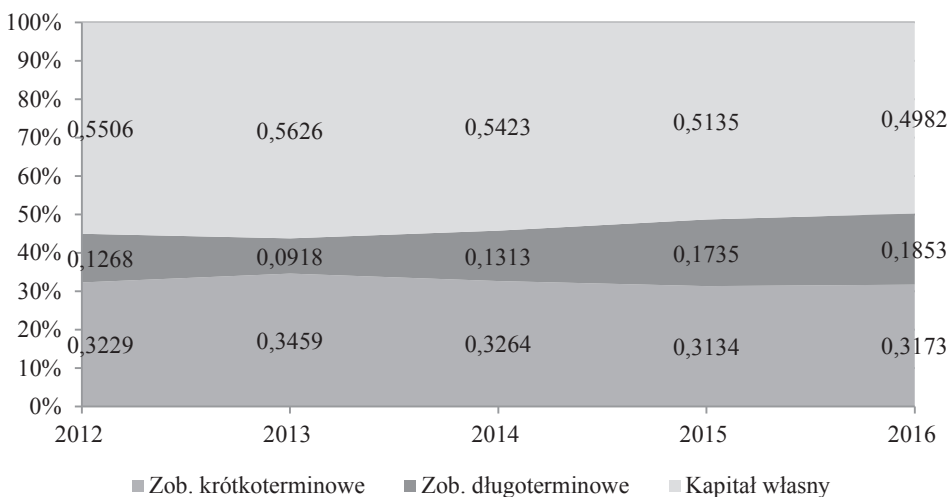
stępnie zobowiązania długoterminowe – od 25,33% (2013) do 32,42% (2016; por. rys. 5). Stosunkowo wysokie ich udziały w strukturze finansowania spowodowały, że udział kapitałów stałych był również wysoki i wynosił w granicach 80%. Dla tego typu podmiotów jest to udział stosunkowo wysoki. Natomiast udział zobowiązań krótkoterminowych w analizowanym okresie wyniósł od 19,79% (2012) do 23,41% (2016).

Ostatnią grupą analizowanych podmiotów są przedsiębiorstwa należące do sektora usług. Łączna wartość kapitałów w tych podmiotach wynosiła od 34 745 442 tys. zł (2012) do 48 149 108 tys. zł (2016), a zatem w badanym okresie nastąpił ich wzrost o 38,58% (por. tab. 6). W ogólnej strukturze finansowania tego sektora na uwagę zasługuje wysoki udział kapitałów własnych, kształtujący się od 49,82%



Rys. 5. Struktura finansowania przedsiębiorstw transportowych notowanych na GPW w Warszawie w latach 2012-2016 (dane w %)

Źródło: opracowanie własne.



Rys. 6. Struktura finansowania przedsiębiorstw usługowych notowanych na GPW w Warszawie w latach 2012-2016 (dane w %)

Źródło: opracowanie własne.

(2016) do 56,26% (2013; por. rys. 6). Kolejnym co do wielkości udziałem w strukturze finansowania były zobowiązania krótkoterminowe, wynoszące od 31,34% (2015) do 34,59% (2013), a następnie zobowiązania długoterminowe – od 9,18%

(2013) do 18,53% (2016). Wysoki udział kapitałów stałych znacząco wpłynął na również wysoki udział kapitałów stałych, dochodzący prawie do 70%.

Tabela 6. Źródła finansowania przedsiębiorstw usługowych notowanych na GPW w Warszawie w latach 2012-2016 (dane w tys. zł)

Lata	2012	2013	2014	2015	2016
Aktywa ogółem	34 745 442	36 356 270	40 675 278	45 150 946	48 149 108
Kapitał własny	19 131 725	20 452 487	22 060 067	23 183 544	23 986 264
Zob. długoterminowe	4 404 070	3 335 838	5 339 134	7 835 436	8 921 808
Zob. krótkoterminowe	11 218 845	12 575 767	13 277 568	14 148 281	15 276 277

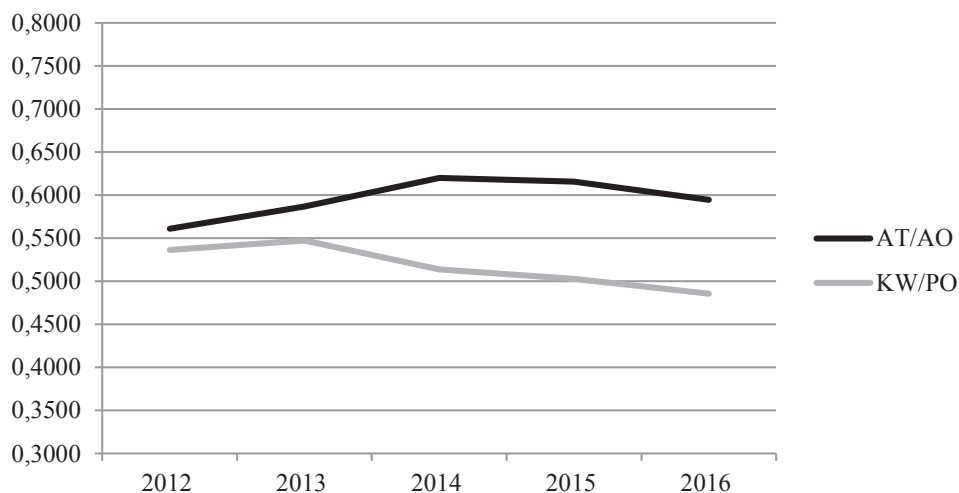
Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z bazy EMIS.

4. Adekwatność kapitałowo-majątkowa wybranych sektorów przedsiębiorstw notowanych na GPW w Warszawie w latach 2012-2016

W ocenie adekwatności kapitałowo-majątkowej przedsiębiorstw należy zwrócić uwagę na wymagany dla prowadzonego rodzaju działalności poziom kapitałów własnych z jednej strony, z drugiej zaś na odpowiednie dopasowanie struktury kapitałowej do struktury majątkowej będącej wynikiem rodzaju prowadzonej działalności. Dla prawidłowej oceny struktury finansowania oba te warunki powinny być spełnione. Może się bowiem zdarzyć tak, że struktura finansowania będzie dopasowana do struktury majątkowej, ale ze względu na rodzaj prowadzonej działalności poziom kapitałów własnych będzie niewystarczający. I odwrotnie, poziom kapitałów własnych może być wystarczający ze względu na prowadzoną działalność, lecz struktura finansowania nie będzie dostosowana do struktury majątkowej.

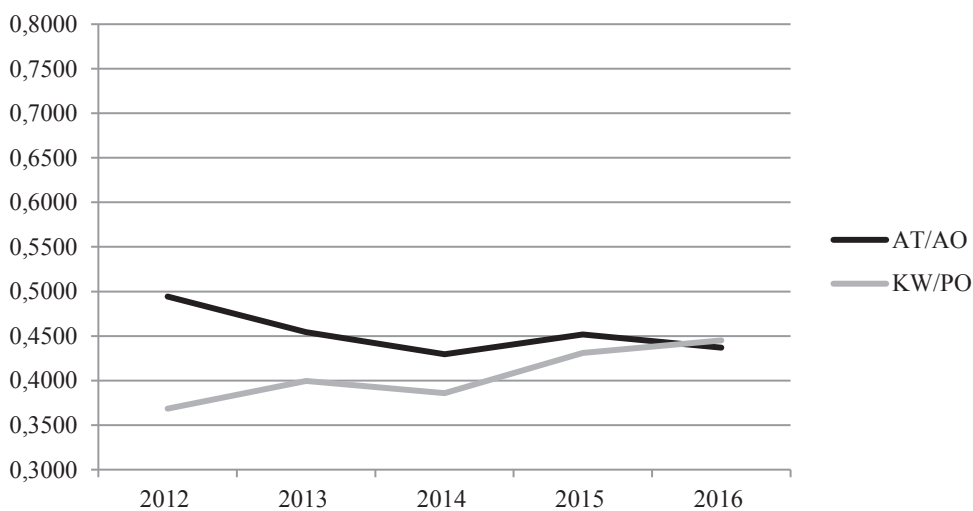
W pierwszej kolejności dokonano analizy i oceny dopasowania struktury kapitałowej do struktury majątkowej za pomocą wskaźników struktury aktywów (AT/AO) oraz pasywów (KW/PO). Wyniki obliczeń przedstawiono na rysunkach 7-12.

Prawie we wszystkich analizowanych sektorach, z wyjątkiem transportu, gdzie wystąpiły znaczne różnice, udział aktywów trwałych w aktywach ogółem przewyższa udział kapitałów własnych w pasywach ogółem. Największe dopasowanie wskaźników struktury aktywów (AT/AO) do wskaźników struktury pasywów (KW/PO) występuje w sektorze usług, sektorze handlu detalicznego oraz handlu hurtowego – wskaźniki te niemal się pokrywają (por. rys. 9, 10, 12). W przypadku przedsiębiorstw produkcyjnych oraz budowlanych występują różnice, sięgające ok. 13%. Natomiast największe niedopasowanie, jak już wspomniano, występuje w przedsiębiorstwach transportowych (por. rys. 11). Sektor ten charakteryzuje się bowiem stosunkowo wysokim udziałem aktywów trwałych w aktywach ogółem, sięgającym powyżej 70%.



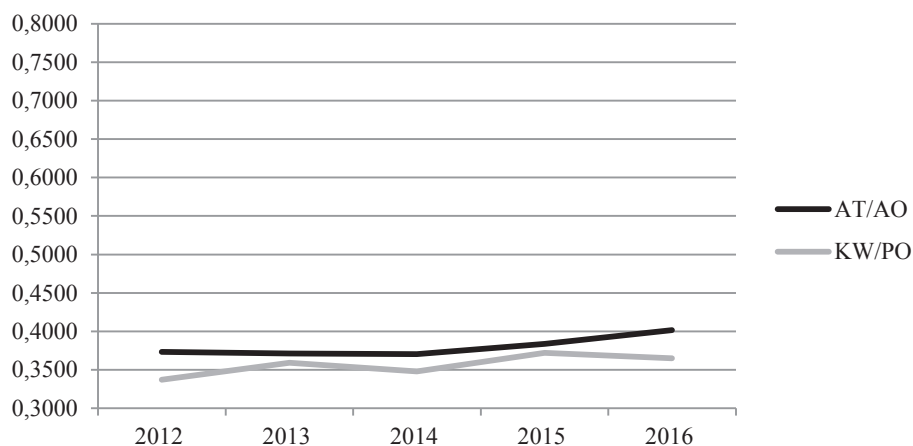
Rys. 7. Wskaźniki udziałów aktywów trwałych w aktywach ogółem oraz kapitałów własnych w pasywach ogółem w przedsiębiorstwach produkcyjnych w latach 2012-2016

Źródło: opracowanie własne.



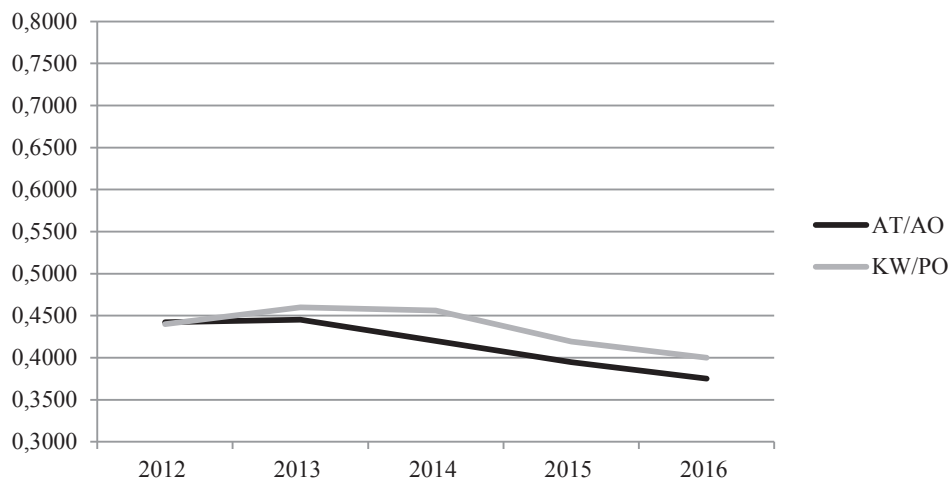
Rys. 8. Wskaźniki udziałów aktywów trwałych w aktywach ogółem oraz kapitałów własnych w pasywach ogółem w przedsiębiorstwach budowlanych w latach 2012-2016

Źródło: opracowanie własne.



Rys. 9. Wskaźniki udziałów aktywów trwałych w aktywach ogółem oraz kapitałów własnych w pasywach ogółem w przedsiębiorstwach handlu detalicznego w latach 2012-2016

Źródło: opracowanie własne.

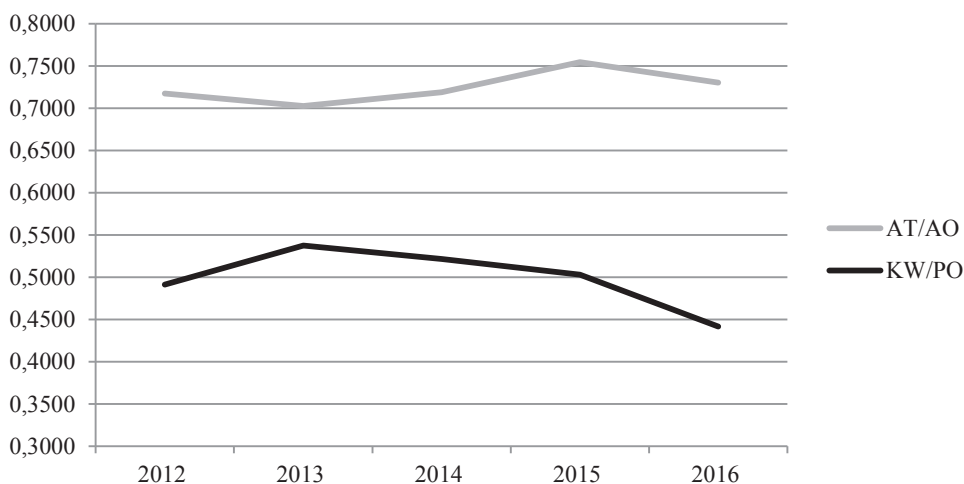


Rys. 10. Wskaźniki udziałów aktywów trwałych w aktywach ogółem oraz kapitałów własnych w pasywach ogółem w przedsiębiorstwach handlu hurtowego w latach 2012-2016

Źródło: opracowanie własne.

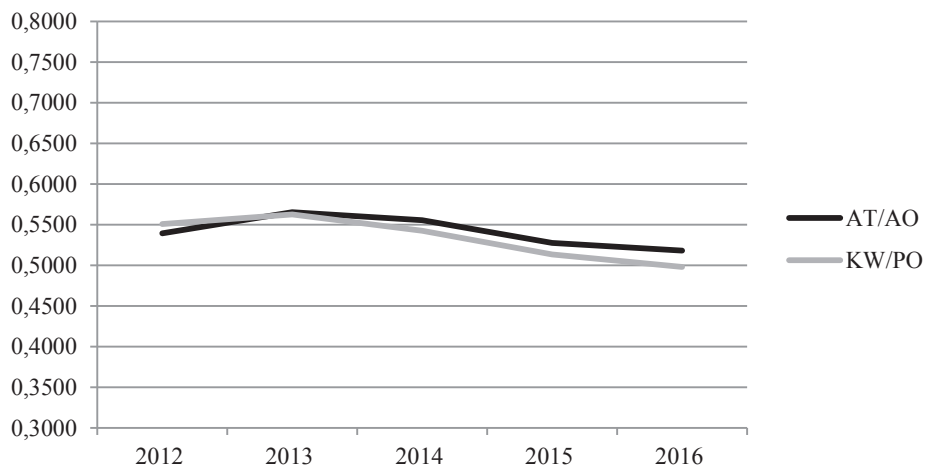
W następnej części analizy empirycznej wykorzystano występujące w teorii reguły finansowania: złotą regułę finansowania (KW/KO), złotą regułę bilansową (KW/AT)³ oraz srebrną regułę finansowania (KS/AT). Według złotej reguły finansowania

³ Ze względu na brak odpowiednich danych za aktywa stałe przyjęto aktywa trwałe, co jednak w niewielkim stopniu wpłynęło na wyniki końcowe.



Rys. 11. Wskaźniki udziałów aktywów trwałych w aktywach ogółem oraz kapitałów własnych w pasywach ogółem w przedsiębiorstwach transportowych w latach 2012-2016

Źródło: opracowanie własne.

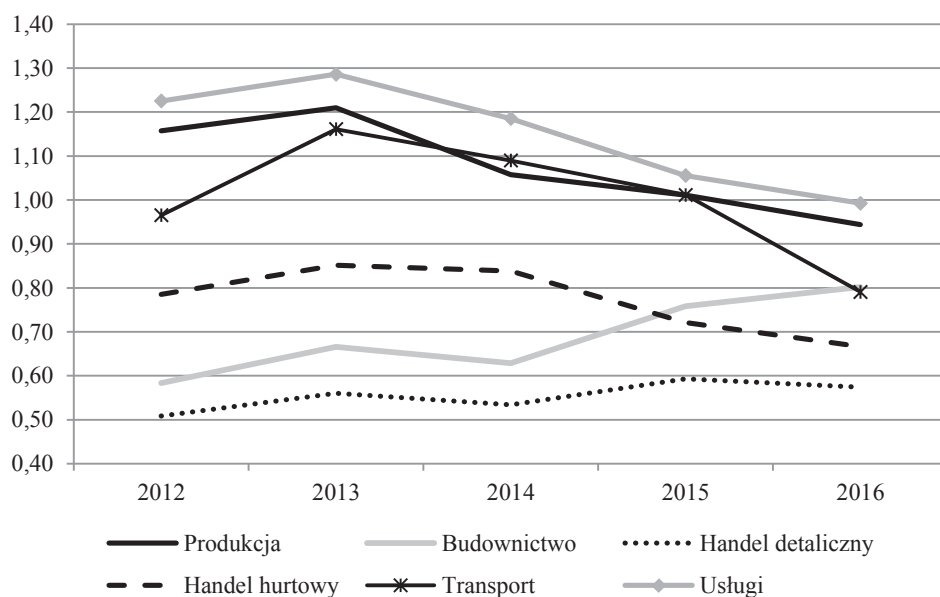


Rys. 12. Wskaźniki udziałów aktywów trwałych w aktywach ogółem oraz kapitałów własnych w pasywach ogółem w przedsiębiorstwach usługowych w latach 2012-2016

Źródło: opracowanie własne.

wania wartość wskaźnika powinna być równa co najmniej 1. Wartościami poniżej 1 charakteryzują się sektory handlu detalicznego, budownictwa oraz handlu hurtowego w całym badanym okresie oraz transportu w latach 2012 i 2016, a także produkcji w 2016 r. O ile w przypadku handlu detalicznego i hurtowego obserwowany poziom

tych wskaźników, ze względu na rodzaj prowadzonej działalności, jest dopuszczalny, o tyle w pozostałych przypadkach jest już zaniżony. Uwagę zwraca wysoki udział tego wskaźnika w sektorze usług. Jak wcześniej wspomniano, w strukturze finansowania tego sektora występuje stosunkowo wysoki udział kapitałów własnych.

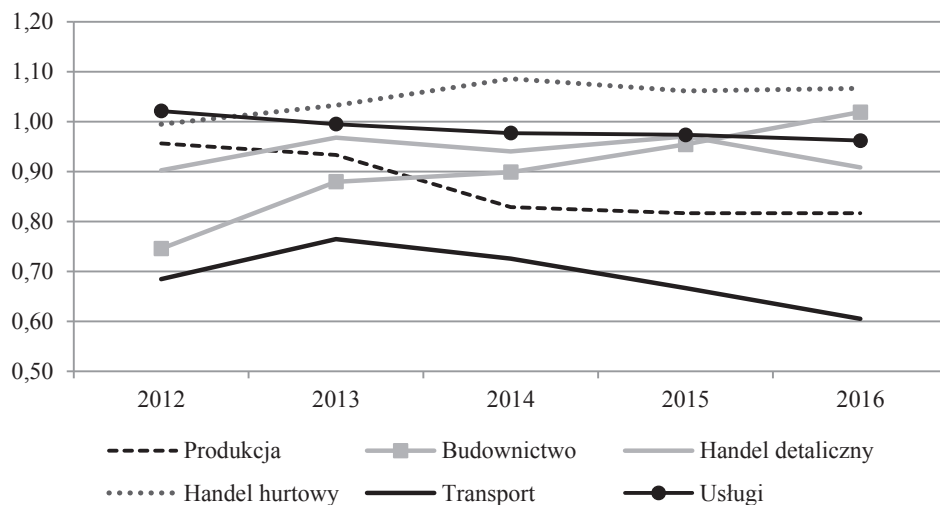


Rys. 13. Wskaźniki kapitałów własnych (KW) do kapitałów obcych (KO) w poszczególnych sektorach w latach 2012-2016

Źródło: opracowanie własne.

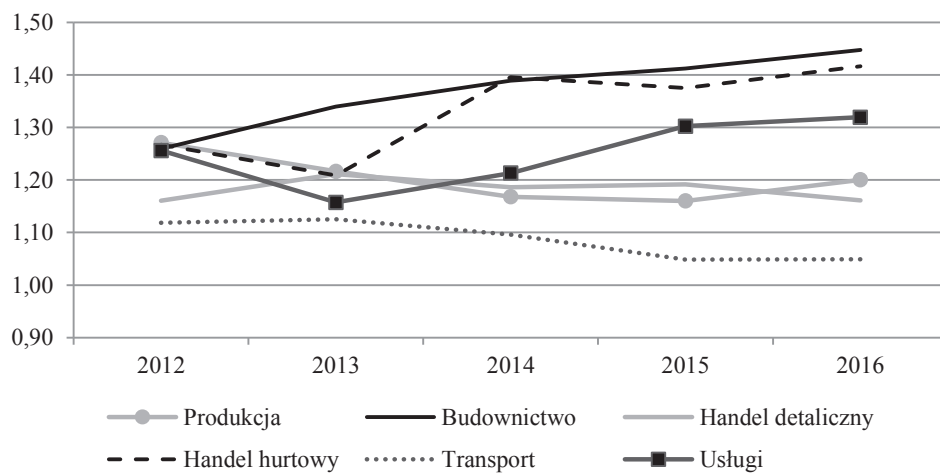
Wartość wskaźnika wynikająca ze złotej reguły bilansowej powinna również wynosić co najmniej 1. Warunek ten jest spełniony jedynie w przypadku przedsiębiorstw handlu hurtowego w całym analizowanym okresie oraz usług w 2012 r. i budownictwa w 2016 r. (por. rys. 14). Można zatem stwierdzić, że w tych przypadkach wartość kapitałów własnych przewyższa wartość aktywów trwałych. Dla pozostałych sektorów wartości tych wskaźników są poniżej wartości wynikającej z reguły.

Bardziej liberalną zasadą finansowania jest tzw. srebrna reguła finansowania, a wynikający z niej wskaźnik powinien wynosić co najmniej 1. Regułę tę spełniają już wszystkie analizowane sektory (por. rys. 14).



Rys. 14. Wskaźniki kapitałów własnych (KW) do aktywów trwałych (AT) w poszczególnych sektorach w latach 2012 – 2016

Źródło: opracowanie własne.



Rys. 14. Wskaźniki kapitałów stałych (KS) do aktywów trwałych (AT) w poszczególnych sektorach w latach 2012-2016

Źródło: opracowanie własne.

5. Zakończenie

Dokonując podsumowania, w pierwszej kolejności należy podkreślić, że w każdym analizowanym sektorze przedsiębiorstw notowanych na GPW w Warszawie w latach 2012-2016 nastąpił wzrost sumy bilansowej, czyli również źródeł finansowania. Wzrosty te były następujące: w sektorze przedsiębiorstw produkcyjnych o 11,83%, w sektorze handlu hurtowego o 13,62%, w budownictwie o 17,42%, w transporcie o 33,35%, sektorze usług o 38,58%, a największy wzrost miał miejsce w sektorze handlu detalicznego, o 54,42%.

W zdecydowanej większości przypadków strukturę finansowania analizowanych sektorów przedsiębiorstw należy uznać za prawidłową. Jedynie przedsiębiorstwa budowlane posiadały zbyt niski poziom kapitałów własnych, wynoszący od 36,85% do 44,50% w stosunku do ogólnej sumy finansowania. Pozytywnym zjawiskiem w tej grupie podmiotów był stopniowy wzrost ich udziałów w strukturze kapitałowej. Należy podkreślić stosunkowo wysoki udział w strukturze finansowania kapitałów własnych i zobowiązań długoterminowych w przedsiębiorstwach transportowych oraz kapitałów własnych w podmiotach usługowych.

Biorąc pod uwagę dopasowanie struktury kapitałowej do struktury majątkowej, najmniejsze dopasowanie występuje w przedsiębiorstwach transportowych (ze względu na stosunkowo wysoki poziom aktywów trwałych) oraz produkcyjnych (z uwagi na znaczny spadek kapitałów własnych). W pozostałych sektorach dopasowanie to należy uznać za odpowiednie, wynoszące +/- 10%.

Analizowane sektory charakteryzują się także wysokim bezpieczeństwem finansowania, mierzonym udziałem kapitałów własnych w ogólnej sumie kapitałów. Wyjątek stanowi jedynie sektor budownictwa, zwłaszcza w początkowym okresie analizy. W celu wyjaśnienia przyczyn określonych struktur finansowania analizowanych przedsiębiorstw podjęte zostaną dalsze badania z wykorzystaniem bardziej zaawansowanych metod i narzędzi badawczych.

Literatura

- Demirguc-Kunt A., Maksimovica V., 1995, *Stock Market Development and Firm Financing Choices*, The World Bank, Working Paper.
- Duliniec A., 2015, *Wybór źródeł finansowania a optymalna struktura kapitału w przedsiębiorstwie*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, nr 855, Uniwersytet Szczeciński.
- Domowitz I., Glen J., Madhavan A., 2000, *International Evidence on Aggregate Corporate Financing Decisions*. *International Finance Corporation*, Working Paper.
- Gabrusewicz W., 2014, *Analiza finansowa przedsiębiorstwa. Teoria i zastosowanie*, PWE, Warszawa.
- Glen J., Pinto B., 1994, *Debt or Equity? How Firms in Developing Countries Choose?* *International Finance Corporation*, Discussion Paper, no. 22.
- Jerzemowska M., 2013, *Kształtowanie struktury kapitału w przedsiębiorstwie*, [w:] *Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie*, red. M. Jerzemowska, PWE, Warszawa.

- Nawrot W., 2007, *Struktura finansowania przedsiębiorstw w Polsce na tle badań międzynarodowych*, Gospodarka Narodowa, nr 7-8.
- Rajan R., Zingales L., 1995, *What do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data*, The Journal of Finance, vol. L, no. 5.
- Sierpińska M., Jachna T., 2004, *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, PWN, Warszawa.
- Singh A., Hamid J., 1991, *Corporate Financial Structures in Developing Countries*, International Finance Corporation, The World Bank Technical Paper, no. 1.