

Aleksandra Duliniec

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

KAPITAŁ OBCY W FINANSOWANIU PRZEDSIĘBIORSTW – WYNIKI BADAŃ POLSKICH SPÓŁEK HANDLOWYCH

Streszczenie: Wyniki badań spółek handlowych przeprowadzonych w 2010 r. wskazują, że kapitał obcy nie ma zasadniczego znaczenia w finansowaniu polskich przedsiębiorstw. Aktywa przedsiębiorstw finansowane są w połowie kapitałem własnym i w połowie – zobowiązaniami. Tylko jedną trzecią tych zobowiązań można zaliczyć do kapitału obcego obciążonego oprocentowaniem. Głównym źródłem kapitału obcego polskich przedsiębiorstw pozostają kredyty bankowe. Emisja papierów dłużnych ma znaczenie marginesowe, mimo że rynek obligacji korporacyjnych rozwija się ostatnio dość dynamicznie. Ważnym źródłem kapitału obcego jest leasing, traktowany przez polskie przedsiębiorstwa przede wszystkim jako źródło finansowania aktywów, uzupełniające brakujący kapitał.

Słowa kluczowe: kapitał obcy, zobowiązania, źródła kapitału, kredyty, papiery dłużne.

1. Wstęp

Funkcjonowanie przedsiębiorstwa wymaga finansowania aktywów niezbędnych do prowadzenia działalności bieżącej i rozwoju przedsiębiorstwa. Potrzeby finansowe mogą być zaspokajane z różnych źródeł – wewnętrznych i zewnętrznych. Wybór struktury finansowania ma istotny wpływ nie tylko na bezpieczeństwo finansowe przedsiębiorstwa, a także na wyniki prowadzonej działalności, w tym na tworzenie i podział wyniku finansowego. Ważnym źródłem zewnętrznego finansowania przedsiębiorstwa jest kapitał obcy pozyskiwany od wierzycieli, takich jak banki, inwestorzy na rynku papierów dłużnych i inni pożyczkodawcy. Kapitał obcy to obok kapitału własnego główny składnik kapitału zainwestowanego w przedsiębiorstwie. Niekiedy mamy do czynienia także z tzw. kapitałem hybrydowym, łączącym cechy kapitału własnego i kapitału obcego. Może on przybierać różne formy, np. kapitału zamiennego czy pożyczek podporządkowanych typu *mezzanine capital*. Celem artykułu jest zaprezentowanie wyników badań empirycznych umożliwiających ocenę roli kapitału obcego oraz poszczególnych źródeł jego pozyskania w finansowaniu działalności przedsiębiorstw w Polsce. Przeanalizowane zostały bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych w Polsce, publikowane przez Główny Urząd

Statystyczny¹. Wykorzystane zostały także wyniki badań ankietowych polskich spółek handlowych, przeprowadzone przez autorkę².

2. Pojęcie kapitału obcego.

Kapitał obcy a zobowiązania przedsiębiorstwa

Źródła finansowania aktywów przedsiębiorstwa to kapitał własny oraz zobowiązania. Nie wszystkie zobowiązania przedsiębiorstw są zaliczane do źródeł kapitału obcego³. Kapitał obcy jest najczęściej definiowany jako zobowiązania podlegające oprocentowaniu [Duliniec 2007, s. 36 i 82], zaciągnięte przez przedsiębiorstwo na rynku finansowym. Na tym rynku dokonuje się obrotu instrumentami finansowymi, w tym instrumentami transferu kapitału [Jajuga 2007, s. 146]. Kapitał własny oraz kapitał obcy, czyli zobowiązanie oprocentowane, składają się na kapitał zainwestowany w przedsiębiorstwie.

Do źródeł kapitału obcego pozyskiwanego przez przedsiębiorstwa zalicza się przede wszystkim kredyty i pożyczki (głównie kredyty bankowe oraz pożyczki od podmiotów powiązanych, tzw. pożyczki od udziałowca/ów), emisje dłużnych papierów wartościowych (długoterminowych obligacji korporacyjnych i krótkoterminowych papierów dłużnych) oraz leasing finansowy⁴. Wykorzystywanie przez przedsiębiorstwa tych instrumentów kapitału obcego powoduje powstawanie zobowiązań podlegających oprocentowaniu – przedsiębiorstwa płacą odsetki od kredytów, oprocentowanie od pożyczek, w tym obligacyjnych, oraz odsetki w ramach rat leasingu finansowego.

¹ W corocznych publikacjach GUS prezentowane są dane finansowe dotyczące ponad 70 tysięcy podmiotów prowadzących działalność gospodarczą w Polsce, w tym ponad 50 tysięcy, które sporządzają pełny bilans oraz rachunek zysków i strat. Ostatnie dostępne dane dotyczą wyników za 2009 r., opublikowanych w listopadzie 2010 roku.

² W 2010 r. w ramach badań statutowych w Katedrze Rynków Kapitałowych SGH przeprowadzono badania na temat kosztu i struktury kapitału w polskich przedsiębiorstwach. Badanie ankietowe zrealizowano metodą CATI; wywiady telefoniczne na podstawie kwestionariusza ankietowego przygotowanego przez zespół badawczy przeprowadziło Centrum Badań Marketingowych Indicator w Warszawie. Głównym tematem badań był koszt kapitału – metody jego szacowania i wykorzystanie w przedsiębiorstwie, jednak informacje uzyskane w ramach badania ankietowego pozwalają również na wyciągnięcie wniosków na temat roli kapitału obcego i źródeł jego pozyskania w polskich przedsiębiorstwach. Wnioski te są przedstawione w tym artykule.

³ W literaturze przedmiotu stosowane są również (choć znacznie rzadziej) inne podejścia do definicji kapitału obcego. Pojęcie kapitał obcy może być utożsamiane ze wszystkimi zobowiązaniami przedsiębiorstwa albo jedynie ze zobowiązaniami długoterminowymi, albo też ze zobowiązaniami, które powstały wyłącznie z tytułu emisji papierów dłużnych. Por. [Duliniec 2001, s. 15-16; Błach 2009, s. 88-89].

⁴ W ramach leasingu finansowego środki trwale są zaliczane do majątku użytkującego je przedsiębiorstwa. Zawarcie takiej umowy leasingowej powoduje powstanie zobowiązań długoterminowych korzystającego (leasingobiorcy) wobec finansującego (leasingodawcy), a w racie leasingowej wyraźnie wyodrębniona jest część odsetkowa.

Pozostałe zobowiązania zaciągane przez przedsiębiorstwa, niezaliczane do kapitału obcego, to zobowiązania niepodlegające oprocentowaniu, powstające poza rynkiem finansowym – w toku prowadzonej przez przedsiębiorstwa działalności operacyjnej. Do tych zobowiązań⁵ zaliczane są przede wszystkim zobowiązania z tytułu dostaw i usług (uzyskane kredyty kupieckie od dostawców) oraz zobowiązania z tytułu podatków, ceł, ubezpieczeń i z tytułu wynagrodzeń.

Wartość kapitału obcego pozyskanego przez przedsiębiorstwo jest więc z reguły znacznie niższa niż sumy wszystkich zaciągniętych przez przedsiębiorstwo zobowiązań. Z analizy wyników finansowych polskich przedsiębiorstw [*Bilansowe wyniki...* 2010, tab. 16, s. 82] wynika, że na koniec 2009 r. ich kapitał obcy, tj. kredyty i pożyczki oraz zobowiązania z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych, stanowił średnio jedynie 34,8%⁶ wszystkich zobowiązań i rezerw na zobowiązania (zwanymi dalej zobowiązaniami ogółem). Udział kredytów oraz pożyczek długo- i krótkoterminowych w zobowiązaniach ogółem wynosił 33,3%, a zobowiązań z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych długo- i krótkoterminowych – tylko 1,5%. Zobowiązania z tytułu dostaw i usług niezaliczane do kapitału obcego stanowiły aż 28,9% zobowiązań ogółem.

Cały kapitał (własny i obcy) zainwestowany w polskie przedsiębiorstwa stanowił na koniec 2009 r. około 68,4% pasywów ogółem tych przedsiębiorstw, z czego 51,6% przypadło na kapitał własny, a 16,8% na kapitał obcy [*Bilansowe wyniki...* 2010, s. 17]. Pozostałe pasywa (ok. 31,6%) stanowiły zobowiązania nieoprocentowane oraz rezerwy na zobowiązania.

Głównym źródłem kapitału obcego w polskich przedsiębiorstwach pozostają kredyty bankowe, czyli tzw. finansowanie pośrednie. Kredyty bankowe (krajowe i zagraniczne) stanowiły 24,6% zobowiązań ogółem, z czego 14,6% to kredyty długoterminowe, a 10,0% kredyty krótkoterminowe, pożyczki zaś od podmiotów powiązanych stanowiły około 8,7% zobowiązań ogółem [*Bilansowe wyniki...* 2010, tab. 20, s. 100].

Z kolei, jak wskazują powyższe dane, emisja papierów dłużnych jest nadal rzadko wykorzystywana jako źródło pozyskiwania kapitału obcego przez polskie przedsiębiorstwa. Wydaje się jednak, że zainteresowanie tą formą tzw. finansowania bezpośredniego będzie rosło; w połowie 2010 r. wartość całego rynku nieskarbowych papierów dłużnych przekroczyła 60 mld zł [*Firmy wolą...* 2010, s. B7], z czego ponad połowę stanowią obligacje korporacyjne i krótkoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw.

Dane zaczerpnięte z bilansów przedsiębiorstw nie pozwalają na dokładne określenie udziału zobowiązań z tytułu leasingu finansowego w pasywach (są one wy-

⁵ Tego rodzaju zobowiązania są często nazywane zobowiązaniami operacyjnymi [Duliniec 2007, s. 35].

⁶ Podobny udział źródeł kapitału obcego w zobowiązaniach ogółem polskich podmiotów gospodarczych był obserwowany również w latach poprzednich 2007-2008.

kazywane w zagregowanych pozycjach, obejmujących tzw. inne zobowiązania finansowe). W związku z tym udział kapitału obcego w zobowiązaniach ogółem przedsiębiorstw przedstawiony powyżej należy uznać za nieoszacowany.

3. Znaczenie kapitału obcego w działalności przedsiębiorstwa

Kapitał obcy (zwany też kapitałem dłużnym) odgrywa ważną rolę w działalności przedsiębiorstw. Jego pozyskanie zwiększa możliwości w zakresie finansowania aktywów, czyli przyczynia się do wzrostu skali działalności przedsiębiorstwa – większe aktywa to potencjalnie większe obroty (przychody ze sprzedaży), przy założeniu niemalejącej efektywności aktywów ogółem.

Zaciągnięcie zobowiązań oprocentowanych uruchamia mechanizm dźwigni finansowej, której głównym celem jest zwiększenie rentowności kapitału własnego. Pozytywne efekty dźwigni finansowej pojawiają się wówczas, gdy w przedsiębiorstwie wykorzystującym kapitał obcy wzrasta wskaźnik rentowności kapitału własnego, w porównaniu z przedsiębiorstwem finansowanym wyłącznie kapitałem własnym, przy założeniu stałej rentowności operacyjnej całego zainwestowanego kapitału.

Korzystanie z dźwigni finansowej stwarza jednak dodatkowe ryzyko w działalności przedsiębiorstwa. Po pierwsze, powstaje ekspozycja przedsiębiorstwa na ryzyko finansowe. Sztywne płatności oprocentowania kapitału obcego powodują bowiem, że względne zmiany wyniku operacyjnego przyczyniają się do więcej niż proporcjonalnych względnych zmian wyniku finansowego netto. Ponadto zaciąganie zobowiązań oprocentowanych i podlegających zwrotowi zwiększa ryzyko bankructwa, jakie towarzyszy działalności przedsiębiorstwa zadłużonego.

Płatności oprocentowania (odsetek) wchodzące w skład kosztów finansowych są źródłem tzw. odsetkowych korzyści podatkowych, gdyż zmniejszają podstawę opodatkowania dochodów przedsiębiorstwa – są zaliczane do kosztów uzyskania przychodów⁷. Kapitał obcy stwarza więc swego rodzaju tarczę podatkową.

Koszt kapitału obcego jest niższy niż koszt kapitału własnego ze względu na mniejsze ryzyko, jakie ponoszą wierzyciele inwestujący kapitał w przedsiębiorstwo w porównaniu z ryzykiem ponoszonym przez właścicieli przedsiębiorstwa. Jest to istotny czynnik optymalizacji struktury kapitału, która ma prowadzić do minimalizacji średniego ważonego kosztu kapitału.

⁷ Z wyjątkiem tzw. przepisów zapobiegających niedostatecznej kapitalizacji, według których do kosztów uzyskania przychodów nie zalicza się odsetek od pożyczek udzielonych spółce przez udziałowca/ów, posiadających nie mniej niż 25% udziałów w kapitale zakładowym tej spółki, a wartość zadłużenia spółki wobec tych udziałowców przekroczy trzykrotność wartości jej kapitału zakładowego [Ustawa z dnia 15 lutego 1992 roku o podatku..., art.16 ust.1 pkt 60 i 61].

4. Rola poszczególnych źródeł kapitału obcego w polskich przedsiębiorstwach objętych badaniem

4.1. Charakterystyka ankietowanych przedsiębiorstw

Badanie ankietowe przeprowadzono w 311 polskich przedsiębiorstwach zatrudniających co najmniej 10 osób (bez tzw. mikroprzedsiębiorstw), działających w formie spółek handlowych⁸, które nie są bankami lub zakładami ubezpieczeń, czyli działają poza branżą pośrednictwa finansowego. W badaniu przyjęto warstwowy dobór próby, gdzie jednostki alokacji stanowią następujące przedziały zatrudnienia:

- 10-49 osób (przedsiębiorstwa małe),
- 50-249 osób (przedsiębiorstwa średnie),
- 250 i więcej osób (przedsiębiorstwa duże).

Uzasadnieniem przyjęcia tego kryterium była potrzeba uzyskania informacji (tzw. równomiernych) ze wszystkich grup przedsiębiorstw: małych, średnich i dużych. W efekcie takiego doboru próby przebadano 103 małe przedsiębiorstwa, 102 średnie i 106 dużych przedsiębiorstw.

Badane przedsiębiorstwa reprezentowały różne pod względem kapitałochłonności sektory i branże. Blisko 90% ankietowanych przedsiębiorstw stanowiły spółki kapitałowe (spółki akcyjne 41,8% i spółki z ograniczoną odpowiedzialnością 47,9%). Wśród spółek osobowych (10,3% próby), które wzięły udział w badaniu, były spółki jawne, komandytowe i jedna spółka komandytowo-akcyjna. Około jednej trzeciej ankietowanych spółek deklarowało przynależność do grup kapitałowych, a ponad połowa miała inwestora strategicznego (większościowego lub mniejszościowego).

4.2. Poziom wskaźnika zadłużenia ankietowanych przedsiębiorstw

Celem badania było m.in. określenie roli kapitału obcego w finansowaniu polskich przedsiębiorstw. Zebrane informacje dotyczące wskaźnika zadłużenia (tj. relacji zobowiązań ogółem do aktywów ogółem danego przedsiębiorstwa) tylko pośrednio pozwalają ocenić znaczenie dźwigni finansowej w działalności przedsiębiorstwa. Wskaźnik dźwigni finansowej określa bowiem relację kapitału obcego (a nie zobowiązań ogółem) do kapitału własnego. Zgodnie z wnioskami zawartymi w pierwszej części artykułu zobowiązania oprocentowane przedsiębiorstw – zaciągnięte na rynku finansowym, zaliczane do źródeł kapitału obcego – stanowią mniej niż połowę zobowiązań ogółem podmiotów gospodarczych w Polsce. Tak więc udział kapitału obcego w finansowaniu aktywów jest znacznie mniejszy niż wskazuje na to relacja zobowiązań ogółem do aktywów ogółem (wskaźnik zadłużenia).

⁸ Badaną populację ograniczono do jednostek, których działanie oparte jest na jednolitych zasadach kodeksowych (kodeks spółek handlowych), stosujących jednolite standardy rachunkowości (ustawa o rachunkowości). Losowania respondentów dokonano z ogółu spółek handlowych znajdujących się w Rejestrze Gospodarki Narodowej (REGON).

Tabela 1. Poziom wskaźnika zadłużenia ankietowanych przedsiębiorstw

Poziom wskaźnika zadłużenia	Liczba przedsiębiorstw	Udział w próbie (w %)
Poniżej 30%	217	69,8
Od 30 do 50%	59	19,0
Od 50 do 70%	23	7,4
Powyżej 70%	12	3,8
Ogółem	311	100,0

Źródło: opracowanie własne.

Większość badanych przedsiębiorstw (ok. 89%) miała w 2010 r. wskaźnik zadłużenia na poziomie nieprzekraczającym 50% (tab. 1), tj. poniżej średniej dla wszystkich podmiotów gospodarczych w Polsce, kształtującej się w ostatnich latach na poziomie nieco poniżej 50%⁹. Aż 217 badanych przedsiębiorstw (70% próby) miała wskaźnik zadłużenia niższy niż 30%, a tylko 12 spółek (4% próby) deklarowało poziom tego wskaźnika powyżej 70%.

Tabela 2. Poziom wskaźnika zadłużenia w zależności od wielkości przedsiębiorstwa

Poziom wskaźnika zadłużenia	Małe	Średnie	Duże	Cała próba
Poniżej 30%	74,8%	73,5%	61,3%	69,8%
Od 30 do 50%	15,5%	17,7%	23,6%	19,0%
Od 50 do 70%	5,8%	4,9%	11,3%	7,4%
Powyżej 70%	3,9%	3,9%	3,8%	3,8%
Liczba przedsiębiorstw	103	102	106	311

Źródło: opracowanie własne.

Z analizy poziomu wskaźnika zadłużenia oddzielnie dla przedsiębiorstw małych, średnich i dużych (tab. 2) wynika, że w miarę wzrostu wielkości przedsiębiorstwa, mierzonej liczbą zatrudnionych, wzrasta udział zobowiązań ogółem w finansowaniu aktywów przedsiębiorstwa. Obserwuje się spadek udziału spółek mających najniższy poziom wskaźnika zadłużenia (poniżej 30%), z 74,8% dla małych przedsiębiorstwa do 61,3% dla dużych, przy średniej dla całej próby wynoszącej 69,8%. Z kolei udział przedsiębiorstw ze wskaźnikiem zadłużenia mieszczącym się w przedziale 30-50%, wzrasta z 15,5% dla małych przedsiębiorstw do 23,6% dla dużych (przy średniej dla całej próby 19%). Największy wzrost – prawie dwukrotny – obserwuje się dla przedsiębiorstw, w których poziom wskaźnika zadłużenia kształtuje się

⁹ Średni poziom wskaźnika zadłużenia dla polskich podmiotów gospodarczych wynosił 46,8% w 2007 r., 49,5% w 2008 r. [*Bilansowe wyniki...* 2009, s. 17] oraz 48,4% w 2009 r. [*Bilansowe wyniki...* 2010, s. 16 i 76]. Dane GUS za rok 2010 będą dostępne dopiero na przełomie listopada i grudnia 2011 r.

w przedziale 50-70%. Dla przedsiębiorstw małych i średnich udział przedsiębiorstw z takim wskaźnikiem zadłużenia wynosi około 5-6%, w grupie zaś dużych przedsiębiorstw przekracza 11% (średnia dla całej próby to 7,4%). Wielkość przedsiębiorstwa nie wpływa jedynie na odsetek spółek mających najwyższy poziom wskaźnika zadłużenia powyżej 70%.

Otrzymane wyniki wskazują, że w większości ankietowanych przedsiębiorstw zobowiązania ogółem stanowią jedynie uzupełnienie dominującego w pasywach kapitału własnego. Biorąc pod uwagę, że do kapitału obcego zalicza się jedynie część zobowiązań przedsiębiorstw, tj. te, które zostały zaciągnięte na rynku finansowym i są oprocentowane (według danych GUS w polskich przedsiębiorstwach stanowią one średnio około 1/3 zobowiązań ogółem), to na podstawie przeprowadzonych badań można sformułować wniosek, że przedsiębiorstwa w Polsce bardzo ostrożnie wykorzystują dźwignię finansową w swojej działalności. Relacja kapitału obcego do kapitału własnego kształtuje się znacznie poniżej 1. Oznacza to, że przy wyborze źródeł kapitału takie czynniki jak odsetkowe korzyści podatkowe oraz wzrost rentowności kapitału własnego przez wykorzystanie pozytywnych efektów dźwigni finansowej nie mają zasadniczego znaczenia. O strukturze kapitału z dominującym udziałem kapitału własnego decyduje niewątpliwie ryzyko niewypłacalności związane z dźwignią finansową, zdolność kredytowa przedsiębiorstw (w szczególności w przypadku małych i średnich przedsiębiorstw) oraz dostępność źródeł kapitału obcego na rynku i koszt tego kapitału.

4.3. Źródła kapitału obcego ankietowanych przedsiębiorstw

W przeprowadzonej ankiecie respondenci¹⁰ wskazali, z jakich źródeł kapitału obcego korzystają ich przedsiębiorstwa (tab. 3), a następnie uszeregowali wymienione wcześniej źródła kapitału obcego od najważniejszego (I) do najmniej ważnego (odpowiednio II, III itd.).

Najczęściej wykorzystywanymi źródłami kapitału obcego w polskich spółkach handlowych są kredyty bankowe – wskazały je 193 przedsiębiorstwa (62,1% całej próby) oraz leasing – 153 wskazania (49,2% próby). Kolejnym najczęściej wskazywanym źródłem kapitału obcego były pożyczki od udziałowca/ów, czyli jedna z podstawowych form tzw. finansowania wewnątrzgrupowego. Wykorzystywało je 47 badanych przedsiębiorstw (15,1% próby). Z uzyskanych odpowiedzi wynika, że jedynie 3,2% ankietowanych przedsiębiorstw korzystało z emisji papierów dłużnych jako źródła kapitału obcego, 6 emitowało obligacje długoterminowe, a 4 – krótkoterminowe papiery dłużne. Potwierdza to marginesowe znaczenie tego źródła kapitału obcego w finansowaniu polskich przedsiębiorstw.

¹⁰ Respondentami były osoby pełniące najważniejszą funkcję w zarządzaniu finansami badanego przedsiębiorstwa, tj. członkowie zarządów spółek, dyrektorzy finansowi oraz główni księgowi.

Tabela 3. Źródła kapitału obcego ankietowanych przedsiębiorstw

Źródła kapitału obcego	Liczba wskazań	Udział w próbie (w %)
Kredyty bankowe	193	62,1
Pożyczki od udziałowca/ów	47	15,1
Emisje obligacji długoterminowych	6	1,9
Emisje krótkoterminowych papierów dłużnych	4	1,3
Leasing *	153	49,2
Inne źródła	13	4,2
Nie korzysta z żadnych	64	20,6
Ogółem	480	–**

* Odpowiedź obejmuje zarówno leasing finansowy (zaliczany do źródeł kapitału obcego), jak i leasing operacyjny; ** Liczby podane w tabeli nie sumują się do 100, gdyż liczba wskazań jest większa od liczby ankietowanych przedsiębiorstw (311); respondenci mogli wskazać więcej niż jedno źródło kapitału obcego.

Źródło: opracowanie własne.

Aż 64 przedsiębiorstwa (20,6%) nie korzystały w ogóle ze źródeł kapitału obcego, a 13 wskazało inne źródła długu, które – jak wynika ze szczegółowej analizy odpowiedzi udzielonych w ankiecie – nie są źródłami kapitału obcego. Chodzi tu przede wszystkim o zobowiązania wobec dostawców (kredyt kupiecki) oraz faktoring.

Ciekawe wnioski wynikają z analizy ocen ważności dla ankietowanych przedsiębiorstw różnych wykorzystywanych przez nie źródeł kapitału obcego (tab. 4).

Tabela 4. Ranking źródeł kapitału obcego według ich ważności dla przedsiębiorstw

Źródła kapitału obcego	Ranking ważności (liczba wskazań)				
	I	II	III	IV	V
Kredyty bankowe	171	22			
Pożyczki od udziałowca/ów	28	11	5	3	
Emisje obligacji długoterminowych	1	5			
Emisje krótkoterminowych papierów dłużnych	1	2	1		
Leasing	40	95	16	1	1

Źródło: opracowanie własne.

Większość badanych przedsiębiorstw (55% próby) wskazało kredyty bankowe jako najważniejsze źródło kapitału obcego. Spośród 193 przedsiębiorstw korzystających z kredytów bankowych aż 171 uważało to źródło długu za podstawowe.

W przypadku leasingu, z którego korzystały 153 badane przedsiębiorstwa, dla większości z nich (113) nie był on głównym źródłem finansowania. Tylko 40 badanych spółek (12,9% próby) wskazało leasing jako najważniejsze dla nich źródło kapitału obcego. Dla pozostałych leasing był uzupełniającym źródłem kapitału obcego; przedsiębiorstwa wymieniały go najczęściej jako drugie najważniejsze źródło finansowania kapitałem obcym (wskazało tak aż 95 ankietowanych spółek, czyli 30,5% całej próby).

Pożyczki od udziałowca/ów, z których korzystało 47 spółek, przez 28 z nich (9% próby) były uznawane za najważniejsze źródło kapitału obcego, dla pozostałych pożyczki wewnątrzgrupowe były jedynie uzupełniającym źródłem finansowania.

Emisje papierów dłużnych, zarówno długo-, jak i krótkoterminowych, miały znaczenie marginesowe. Korzystało z nich jedynie 10 badanych spółek (3,2%) i większość z nich nie traktowała papierów dłużnych jako istotnych instrumentów pozyskiwania kapitału obcego.

Tabela 5. Źródła kapitału obcego w zależności od wielkości przedsiębiorstwa

Źródła kapitału obcego	Małe	Średnie	Duże	Cała próba
Kredyty bankowe	51,5%*	64,7%	69,8%	62,1%
Pożyczki od udziałowca/ów	13,6%	13,7%	18,9%	15,1%
Emisje obligacji długoterminowych	0,0%	2,9%	2,8%	1,9%
Emisje krótkoterminowych papierów dłużnych	1,9%	0,0%	1,9%	1,3%
Leasing	39,8%	50,0%	57,5%	49,2%
Nie korzysta z żadnych	34,0%	17,6%	10,4%	20,6%
Liczba przedsiębiorstw	103	102	106	311

* Wielkości w procentach pokazują udział wskazań danego źródła kapitału obcego w ogólnej liczbie przedsiębiorstw danej grupy.

Źródło: opracowanie własne.

Jak wynika z tab. 5, odsetek przedsiębiorstw niekorzystających w ogóle z kapitału obcego był największy w podgrupie przedsiębiorstw małych (zatrudnienie od 10 do 49 osób) i wynosił 34% – znacznie powyżej średniej z całej próby (20,6%). Z kolei odsetek przedsiębiorstw korzystających z leasingu był największy w dużych przedsiębiorstwach zatrudniających powyżej 249 osób (57,5% wobec 49,2% dla całej próby). Odsetek przedsiębiorstw korzystających z pożyczek od udziałowca/ów był niemal identyczny w grupie przedsiębiorstw małych (13,6%) oraz przedsiębiorstw średnich (13,7%). Przedsiębiorstwa duże w większym stopniu korzystały z pożyczek od udziałowca/ów – 18,9% z nich (średnia dla całej próby wynosiła 15,1%). Podobnie kredyty bankowe były głównym źródłem kapitału obcego dla wszystkich trzech grup badanych przedsiębiorstw, chociaż małe przedsiębiorstwa korzystały z kredytów rzadziej (tylko 51,5%, przy średniej dla całej próby wynoszącej 62,1%)

niż przedsiębiorstwa średnie i duże (odpowiednio 64,7% średnich i 69,8% dużych). Jak się wydaje na podstawie wyników badania, wielkość przedsiębiorstw nie ma decydującego znaczenia przy wyborze źródeł kapitału obcego. Wraz ze wzrostem wielkości przedsiębiorstwa wzrasta jedynie samo wykorzystanie kapitału obcego, większe przedsiębiorstwa częściej korzystają z dźwigni finansowej.

Tabela 6. Źródła kapitału obcego w zależności od przynależności do grupy kapitałowej

Źródła kapitału obcego	W grupie kapitałowej	Poza grupą kapitałową	Cała próba
Kredyty bankowe	59,0%*	63,6%	62,1%
Pożyczki od udziałowca/ów	21,0%	12,1%	15,1%
Emisje obligacji długoterminowych	2,9%	1,5%	1,9%
Emisje krótkoterminowych papierów dłużnych	2,9%	0,5%	1,3%
Leasing	52,4%	47,6%	49,2%
Nie korzysta z żadnych	14,3%	23,8%	20,6%
Liczba przedsiębiorstw	105	206	311

* Wielkości w procentach pokazują udział wskazań danego źródła kapitału obcego w ogólnej liczbie przedsiębiorstw danej grupy.

Źródło: opracowanie własne.

Struktura źródeł kapitału obcego nie ma też zasadniczego związku z deklarowanym przez przedsiębiorstwa udziałem w grupie kapitałowej (tab. 6). Takie przedsiębiorstwa stanowiły jedną trzecią badanej próby. Pożyczki od udziałowca/ów (typowy instrument finansowania wewnątrzgrupowego) nie są, jak można by sądzić, głównym źródłem zadłużenia w tej podgrupie przedsiębiorstw. Korzysta z niej tylko 21% przedsiębiorstw wchodzących w skład grupy kapitałowej, przy średniej dla całej próby wynoszącej 15,1%. Udział pozostałych źródeł kapitału obcego jest zbliżony do przeciętnych dla wszystkich badanych przedsiębiorstw. Wśród przedsiębiorstw wchodzących w skład grupy kapitałowej wyraźnie mniejszy jest odsetek tych, które nie korzystają z kapitału obcego w ogóle (tylko 14,3%, wobec 20,6% dla całej próby).

5. Podsumowanie

Znaczenie źródeł kapitału obcego w finansowaniu aktywów polskich przedsiębiorstw nie jest zbyt duże. Tylko około 1/3 wszystkich zobowiązań i rezerw na zobowiązania można zaliczyć do źródeł kapitału obcego, co stanowi jedynie około 17% pasywów polskich podmiotów gospodarczych, przy średnim udziale kapitału własnego na poziomie 52% pasywów ogółem (dane GUS).

Przeprowadzone na próbie 311 przedsiębiorstw badanie ankietowe, którego wyniki można uznać za reprezentatywne dla polskich spółek handlowych (z wyłączeniem banków, zakładów ubezpieczeń oraz mikroprzedsiębiorstw), potwierdzają powyższy wniosek.

Ankietowane przedsiębiorstwa bardzo ostrożnie korzystają z dźwigni finansowej, w ponad 2/3 z nich wskaźnik zadłużenia nie przekraczał 30%. Znaczna część przedsiębiorstw (21% badanych) nie korzysta w ogóle z kapitału obcego, w największym stopniu dotyczy to małych przedsiębiorstw (34% respondentów z tej grupy). Kredyt bankowy pozostaje głównym źródłem kapitału obcego we wszystkich grupach badanych przedsiębiorstw. Korzysta z niego ponad połowa ankietowanych spółek (62% całej próby), a 55% wskazało kredyt bankowy jako najważniejsze źródło kapitału obcego. Drugim najczęściej wykorzystywanym źródłem kapitału obcego jest leasing. Korzystało z niego 49% respondentów, choć większość z nich traktowało leasing jako źródło kapitału uzupełniające ich potrzeby finansowe. Emisje papierów dłużnych mają nadal marginalne znaczenie w finansowaniu działalności polskich przedsiębiorstw.

Literatura

- Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych w 2008 r.*, Główny Urząd Statystyczny, Warszawa 2009.
- Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych w 2009 r.*, Główny Urząd Statystyczny, Warszawa 2010.
- Błach J., *Ewolucja teorii struktury kapitału*, „Finanse” 2009, nr 1.
- Duliniec A., *Finansowanie przedsiębiorstwa*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007.
- Duliniec A., *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.
- Firmy wolą obligacje niż kredyt*, „Rzeczpospolita”, 6 sierpnia 2010.
- Jajuga K., *Elementy nauki o finansach*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007.
- Ustawa z dnia 15 lutego 1992 roku o podatku dochodowym od osób prawnych, tekst jednolity z późniejszymi zmianami, DzU 2000, nr 54, poz. 654.

DEBT CAPITAL IN CORPORATE FINANCING – RESULTS OF SURVEY OF POLISH COMMERCIAL COMPANIES

Summary: The survey of Polish companies conducted in 2010 indicates that interest-bearing debt does not play a leading role in corporate financing. Companies' assets have been financed almost equally by equity capital and liabilities. Only one third of the liabilities may be regarded as an interest-bearing debt. The main source of debt capital in Polish companies are bank loans. Debt securities are still of marginal importance as debt financing instrument, although corporate bonds market has been growing recently. An important source of debt financing is also leasing, which helps to supplement lack of capital in financing Polish companies' assets.