



Zeszyty Naukowe  
Wyższej Szkoły Bankowej we Wrocławiu  
Nr 6(38)/2013

---

**Anna Motylska-Kuźma**  
Wyższa Szkoła Bankowa we Wrocławiu

## **Zadłużenie spółek giełdowych w Polsce w latach 2008-2011**

**Streszczenie.** W pracy przedstawiono problem kapitału i jego struktury, ze szczególnym uwzględnieniem kapitałów obcych i ich znaczenia dla rozwoju i funkcjonowania jednostki gospodarczej. Opisano podstawowe wskaźniki oceny zadłużenia, stosowane w teorii i praktyce wraz z ich wartością informacyjną. Na podstawie zebranych danych przeprowadzono analizę zadłużenia spółek kapitałowych w Polsce w latach 2008-2011, odnosząc je do pierwszej fali ogólnoswiatowego kryzysu gospodarczego, z którym mamy obecnie do czynienia.

**Słowa kluczowe:** giełda, struktura kapitału, zadłużenie, zarządzanie finansami

### **Wstęp**

Szybkość zmian zachodzących w otoczeniu gospodarczym doprowadziła do sytuacji, w której przedsiębiorstwa borykają się z coraz większymi problemami dopasowania się do wymagań swoich kontrahentów oraz oczekiwań właścicieli. Budowanie pozytywnych relacji, umożliwiające przetrwanie, z jednej strony zapewnia dodatkowe środki finansowe, które mogą być przeznaczone na dalszy rozwój, z drugiej – pociąga za sobą ogromne koszty. Tak więc, w miarę wzrostu przedsiębiorstwa, nieuniknione staje się sięganie po kapitały obce i finansowanie zewnętrzne. Spółki, których akcje są przedmiotem obrotu na giełdzie papierów wartościowych, nie stanowią tu wyjątku. Jednak zbyt optymistyczne zadłużanie się zwiększa ryzyko prowadzonej działalności i może prowadzić do utraty płynności finansowej, a w efekcie do niewypłacalności i upadłości. Dlatego też poszukiwanie pewnego optimum, przy którym korzysta się jeszcze z pozytywnego efektu dźwigni finansowej i jednocześnie nie traci okazji inwestycyjnych,



powinno być dla zarządzających bardzo istotnym celem polityki finansowej prowadzonej wewnątrz każdego podmiotu gospodarczego. Przy czym, ze względu na charakter tych poszukiwań, będzie to raczej proces ciągły.

Celem niniejszego artykułu była analiza stanu zadłużenia polskich spółek kapitałowych w latach 2008-2011. Badany okres jest ciekawy dlatego, że uznaje się go za początek ogólnoswiatowego kryzysu gospodarczego i że od tego czasu coraz częściej w literaturze obalane jest założenie o racjonalności zachowań podmiotów gospodarczych na rynku.

## 1. Kapitały i ich struktura

Pojęcie kapitału jest jednym z najbardziej wieloznacznych terminów naukowych, a szczególnie, jeśli bierzemy pod uwagę takie dziedziny, jak ekonomia i finanse. Można bowiem mówić o kapitale rzeczowym, pieniężnym, intelektualnym, ludzkim itp. Pod pojęciem tym za każdym razem będą ukryte inne wartości. Z punktu widzenia finansów jednak najczęściej mówi się o kapitale w sensie rzeczowym, czyli w kontekście majątku przedsiębiorstwa (aktywa bilansowe) lub w sensie pieniężnym – odpowiadającym pasywom bilansu, czyli źródłom finansowania majątku. Tak więc, ogólnie rzecz ujmując, kapitał można określić jako środki finansowe zgromadzone przez przedsiębiorstwo, które służą do finansowania jego działalności i dalszego rozwoju<sup>1</sup>. Takie podejście do kapitału nasuwa konieczność rozpatrywania go w kategorii kapitałów własnych i obcych. Relacje pomiędzy tymi kategoriami tworzą tzw. strukturę finansowania, która ma ogromne znaczenie przy budowaniu wartości przedsiębiorstwa<sup>2</sup>.

W literaturze przedmiotu, podobnie jak w przypadku samego kapitału, nie ma jednoznacznej definicji struktury kapitału<sup>3</sup>. Z jednej strony, mówi się o strukturze finansowania, czyli inaczej o strukturze pasywów w bilansie przedsiębiorstwa<sup>4</sup>. Z drugiej, strukturę kapitałów rozpatruje się w kontekście korzyści i kosztów związanych z zaciąganiem zobowiązań, mowa tu więc o tzw. teorii substytucji<sup>5</sup>, według której należy optymalizować strukturę, przy założeniu, że wartość aktywów i kapitałów zainwestowanych w przedsiębiorstwo jest stała. Struktura kapitału postrzegana jest wówczas jako stosunek długu do kapitału własnego.

<sup>1</sup> H. Towarnicka, *Strategia inwestycyjna przedsiębiorstwa*, Wyd. AE we Wrocławiu, Wrocław 2003, s. 20.

<sup>2</sup> F. Modigliani, M.H. Miller, *The Cost of Capital. Corporation Finance and the Theory of Investment*, „American Economic Review” 1958, vol. 48, s. 261-297.

<sup>3</sup> A. Dubliniec, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa 1998, s. 12.

<sup>4</sup> Np. S.A. Ross, R.W. Westerfield, J. Jaffe, *Corporate Finance*, Irwin, Chicago 1996, s. 4; R.C. Higgins, *Analysis of Financial Management*, Irwin, Homewood 1992, s. 344-345.

<sup>5</sup> Np. M.H. Miller, *Debt and Taxes*, „Journal of Finance” 1977, vol. 32, s. 261-275.

Rozbieżności w pojmowaniu struktury kapitału, a także jej wpływu na ogólną kondycję przedsiębiorstwa doprowadziły do powstania wielu teorii dotyczących tego obszaru. Dzielone są one na dwie podstawowe grupy:

- teorie zakładające istnienie optymalnej struktury kapitału i dążące do jej osiągnięcia,
- teorie przyjmujące, że nie istnieje optymalna struktura kapitału, ze względu na fakt, że nie ma możliwości określenia właściwego, jednoznacznego celu optymalizacji.

W pierwszej grupie najpopularniejsza jest teoria Franco Modiglianiego i Merton H. Millera, według której optymalna struktura kapitału może zostać osiągnięta tylko wówczas, gdy aktualna krańcowa wartość tarczy podatkowej z dodatkowego długu jest równa aktualnej krańcowej wartości kosztu trudności finansowych wynikających z pozyskania tego dodatkowego długu<sup>6</sup>.

W drugiej grupie na uwagę zasługuje tzw. teoria kolejności wyboru<sup>7</sup>. Według której przedsiębiorstwa preferują finansowanie swojej działalności kapitałami własnymi, a dokładnie zyskami zatrzymanymi i środkami pochodzącymi z odpisów amortyzacyjnych, ewentualnie ze sprzedaży składników majątku. Nie można zatem w tym przypadku mówić o optymalnej strukturze kapitałów. Po pierwsze, ich wybór jest dyktowany preferencjami. Po drugie, kapitały dzielone są na wewnętrzne kapitały własne i zewnętrzne kapitały własne, po które sięga się w ostateczności.

Niezależnie od przyjętego modelu badania statystyczne potwierdzają, że z punktu widzenia właścicieli korzystanie z kapitałów obcych daje większe korzyści niż rezygnacja z zaciągania zobowiązań.

## 2. Wskaźniki zadłużenia i ich wartość informacyjna

Analiza wskaźnikowa posługuje się kilkoma obszarami do oceny przedsiębiorstwa. „Obok rentowności i płynności, zadłużenie jest kolejnym obszarem, którego analiza daje podstawy do oceny nie tylko kondycji finansowej przedsiębiorstwa, ale sposobu zarządzania i stosowanych strategii finansowania”<sup>8</sup>.

Do oceny zadłużenia stosowane są m.in. takie wskaźniki, jak:

- wskaźnik ogólnego zadłużenia (*debt ratio*),
- wskaźnik zadłużenia kapitałów własnych (D/E),

<sup>6</sup> F. Modigliani, M.H. Miller, *The Cost of Capital...*, op. cit.

<sup>7</sup> T. Jurkowski, *Struktura kapitału a dynamika otoczenia przedsiębiorstwa*, w: *Strategie wzrostu wartości przedsiębiorstw. Teoria i praktyka*, red. E. Urbańczyk, t. I, Wyd. Kreos, Szczecin 2005, s. 297.

<sup>8</sup> A. Motylska-Kuźma, J. Wieprow, *Decyzje finansowe w przedsiębiorstwie*, Wyd. Difin, Warszawa 2013, s. 52.

- wskaźnik poziomu zadłużenia długoterminowego,
- wskaźnik poziomu zadłużenia krótkoterminowego.

**Wskaźnik ogólnego zadłużenia** (*debt ratio*) jest procentowym ujęciem udziału zobowiązań w sumie wszystkich kapitałów wykorzystywanych przez przedsiębiorstwo do finansowania swojej działalności.

$$\text{wskaźnik ogólnego zadłużenia} = \frac{\text{zobowiązania ogółem}}{\text{aktywa ogółem}} \quad (1)$$

Wartość tego wskaźnika pokazuje, w jakim stopniu przedsiębiorstwo posiłkuje się kapitałami obcymi przy realizacji swoich celów. Zgodnie z przyjętymi standardami, wskaźnik ten powinien przyjmować wartości z zakresu 0,57-0,67<sup>9</sup>. Zbyt wysoki poziom zadłużenia zwiększa ryzyko utraty płynności finansowej, a co za tym idzie – niewypłacalności, dlatego też nie jest mile widziany przez potencjalnych nowych wierzycieli. Z drugiej strony, finansowanie kapitałem obcym zapewnia wzrost rentowności poprzez dźwignię finansową, zwiększając jednocześnie efektywność zaangażowanych już kapitałów. A to z kolei przekłada się na wzrost zyskowności dla właścicieli.

**Wskaźnik zadłużenia kapitałów własnych** (*D/E*) z powodu swojego bezwzględnego charakteru, jest jednym z najpopularniejszych wskaźników służących do porównań rynkowych.

$$D/E = \frac{\text{zobowiązania ogółem}}{\text{kapitał własny}} \quad (2)$$

Wyrażony stosunek wielkości zobowiązań do kapitału własnego informuje m.in. o stopniu pokrycia zobowiązań kapitałami własnymi. W pewnym stopniu poziom tego wskaźnika determinuje zdolność i wiarygodność kredytową przedsiębiorstwa, jak również poziom podejmowanego przez podmiot gospodarczy ryzyka finansowego.

**Wskaźnik zadłużenia długoterminowego** skupia swoją uwagę głównie na zobowiązaniach długoterminowych i ich poziomie.

$$\text{wskaźnik zadłużenia długoterminowego} = \frac{\text{zobowiązania długoterminowe}}{\text{kapitał własny}} \quad (3)$$

Kapitały obce o charakterze długoterminowych, wraz z kapitałami własnymi, wchodzi w skład kapitału stałego, który powinien stanowić bazę finansowania

<sup>9</sup> M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, PWN, Warszawa 2002, s. 89.

działalności przedsiębiorstwa. Są zatem bardzo istotnym elementem tego finansowania. Jednak ich poziom w stosunku do kapitałów własnych nie powinien być zbyt wysoki. W literaturze przedmiotu jako wartości racjonalne badanego wskaźnika podaje się przedział 0,5-1<sup>10</sup>.

**Wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego** jest uzupełnieniem wskaźnika zadłużenia długoterminowego.

$$\text{wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego} = \frac{\text{zobowiązania krótkoterminowe}}{\text{kapitał własny}} \quad (4)$$

Korzystanie z kapitałów krótkoterminowych znacznie pogarsza wskaźniki płynności finansowej i jednocześnie zwiększa koszty prowadzonej działalności. Ponieważ ten rodzaj kapitałów jest zdecydowanie najłatwiej dostępny, to wydaje się, że wymienione wyżej wady nie decydują o ostatecznym użyciu tych zobowiązań.

### 3. Zadłużenie spółek kapitałowych w Polsce

Jako podmiot badań dotyczących poziomu zadłużenia obrano spółki kapitałowe w Polsce, których akcje są przedmiotem obrotu na Warszawskiej GPW. Głównym argumentem przemawiającym za takim wyborem, była łatwość dostępu do danych.

Analizą objęto lata 2008-2011. Wybór ten był spowodowany faktem, że rok 2009 uważany jest za początek ogólnoswiatowego kryzysu gospodarczego, z którym mamy w dalszym ciągu do czynienia. Co więcej, od tego roku coraz częściej mówi się o nieracjonalności zachowań zarówno samych rynków, jak i ich uczestników. Zbadanie więc tych zachowań pod kątem zadłużenia wydawało się bardzo interesujące. Niestety, ze względu na brak danych<sup>11</sup> do analiz nie można było włączyć roku 2012.

Przeanalizowano łącznie 436 spółek akcyjnych. Z badań wyłączono:

- 11 podmiotów, które w rozpatrywanym okresie postawione były w stan upadłości,
- 17 banków, których specyfika kapitałów jest zupełnie odmienna od przedsiębiorstw niefinansowych,
- 13 spółek z udziałem Skarbu Państwa, ponieważ siła jego oddziaływania na podejmowane decyzje mogłyby zakłócić rzeczywisty obraz sytuacji,

<sup>10</sup> Ibidem, s. 90.

<sup>11</sup> Okres publikacji sprawozdań finansowych za rok 2012 dla spółek giełdowych nie został zakończony przed powstaniem tego artykułu.

– 43 inne podmioty, co do których nie otrzymano pełnych danych lub dane te uznano za noszące pierwiastki błędu<sup>12</sup>.

Do analiz zakwalifikowano zatem 352 spółki należące do 25 różnych sektorów gospodarki. Dla tych przedsiębiorstw zebrano następujące dane:

- nazwa spółki,
- sektor działalności (zgodnie z klasyfikacją przyjętą przez GPW),
- zysk netto,
- aktywa ogółem,
- zobowiązania i rezerwy,
- zobowiązania długoterminowe,
- zobowiązania krótkoterminowe,
- kapitał własny.

Na podstawie powyższych danych obliczono wskaźniki: ogólnego zadłużenia, zadłużenia kapitałów własnych, zadłużenia długo- i krótkoterminowego oraz rentowność kapitałów własnych (ROE) jako główny miernik efektywności wykorzystywanych kapitałów. Poniżej zebrano podstawowe statystyki opisujące obliczone wskaźniki (tabela 1).

Tabela 1. Podstawowe statystyki opisujące zadłużenie i rentowność

Rodzaj wskaźnika	Rok	Średnia arytmetyczna	Odchylenie standardowe	Współczynnik zmienności
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	2008	0,38	0,22	0,57
	2009	0,38	0,22	0,57
	2010	0,37	0,21	0,57
	2011	0,38	0,22	0,57
Wskaźnik D/E	2008	1,00	1,42	1,41
	2009	0,96	1,30	1,36
	2010	0,94	1,47	1,57
	2011	1,03	1,53	1,49
Wskaźnik zadłużenia długoterminowego	2008	0,22	0,42	1,88
	2009	0,25	0,59	2,37
	2010	0,25	0,52	2,09
	2011	0,30	0,62	2,07
Wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego	2008	0,71	1,13	1,58
	2009	0,65	0,95	1,45
	2010	0,63	1,03	1,62
	2011	0,69	1,02	1,48
ROE	2008	3,62%	34,80%	9,62
	2009	-6,41%	124,06%	19,35
	2010	3,97%	40,95%	10,31
	2011	-2,19%	55,62%	25,36

Źródło: opracowanie własne.

<sup>12</sup> Np. podmioty z sektora finansowego, niebędące bankami, ale ich struktura kapitałowa w znaczny sposób odbiegała od przedsiębiorstw niefinansowych, co powodowałoby brak porównywalności.

Z powyższych danych wynika, że spółki kapitałowe w Polsce nie są nadmiernie zadłużone, a sytuacja gospodarcza zdaje się wcale nie wpływać na ich zachowania. Prowadzona polityka finansowa bardziej przypomina teorię kolejności wyboru. Potwierdzeniem tego stwierdzenia jest fakt, że wskaźnik ogólnego zadłużenia, zamiast przybierać wartości z przedziału 0,57-0,67, zachowuje się zupełnie odwrotnie. Polskie przedsiębiorstwa zdają się unikać kapitałów obcych. Można by było wywnioskować, że sytuacja taka ma miejsce z powodu kryzysu gospodarczego. Jednak lata 2010 i 2011 odznaczały się na ogólnoswiatowym rynku, a co za tym idzie – również na polskim, lekkim ożywieniem, stąd wskaźniki te powinny się poprawić. Tak jednak nie jest. Mamy tu do czynienia z pewnym *status quo*. Co więcej, sama struktura zadłużenia również wskazuje na działania zachowawcze. Zadłużenie kapitałów własnych (D/E) waha się w całym okresie wokół jedności. Niewielki udział kapitałów długoterminowych w zobowiązaniach wobec kapitałów krótkoterminowych wskazuje na nieefektywność prowadzonych działań, szczególnie wobec niskiego ROE. Wykorzystując do finansowania droższe kapitały (własny i krótkoterminowy), przy niskiej efektywności (ROE), doprowadza się do zerowych lub ujemnych nadwyżek ekonomicznych, które obniżają wartość przedsiębiorstw. Ponieważ dostępność kapitałów długoterminowych jest ograniczona, opisująca sytuacja mogłaby być w pewnym stopniu usprawiedliwiona. Należałoby jednak odpowiedzieć na pytanie, czy niski poziom zadłużenia długoterminowego nie wynika raczej z braku poszukiwania możliwości takiego finansowania oraz obawy przed długim okresem, którego ono dotyczy. Niestety zebrane dane nie pozwalają na wyciąganie tak daleko idących wniosków.

Analizując powyższe dane z punktu widzenia sektorów i przyglądając się wskaźnikowi ogólnego zadłużenia, można zauważyć (tabela 2), że w latach 2008 i 2010 najbardziej zadłużony był sektor handlu hurtowego. Przeciętna wysokość tego wskaźnika wynosiła odpowiednio 0,57 i 0,54, a więc zahaczała o dolną granicę wzorcowego przedziału. Głównym składnikiem tego zadłużenia były zobowiązania krótkoterminowe. Ich wartość była prawie siedmiokrotnie większa niż wartość zobowiązań długoterminowych. W latach 2009 i 2011 na pierwszym miejscu w rankingu zadłużenia znajdował się sektor budownictwa ze średnią wartością wskaźnika odpowiednio 0,46 i 0,48. Również w tym przypadku przewaga leżała po stronie zobowiązań krótkoterminowych, choć nie była już ona tak wyraźna, bo stosunek kapitału obcego krótkoterminowego do długoterminowego wynosił około 3,5. Warto zauważyć, że w przypadku sektora handlu hurtowego we wspomnianych latach wysokość osiągniętej efektywności działania mierzona wskaźnikiem ROE wyniosła odpowiednio 2% i 6%, a w przypadku sektora budowlanego 10% i -4% i wartości te znacznie odbiegały od maksymalnych osiągniętych w tym czasie przez wszystkie sektory.

Tabela 2. Średnie wskaźniki zadłużenia i rentowności z podziałem według sektorów

Wg sektorów:	2008					2009					2010					2011				
	wsk. og. zadł.	D/E	wsk. zadł. dł.	wsk. zadł. kr.	ROE	wsk. og. zadł.	D/E	wsk. zadł. dł.	wsk. zadł. kr.	ROE	wsk. og. zadł.	D/E	wsk. zadł. dł.	wsk. zadł. kr.	ROE	wsk. og. zadł.	D/E	wsk. zadł. dł.	wsk. zadł. kr.	ROE
Budownictwo	0,50	1,43	0,24	1,03	0,14	<b>0,46</b>	1,11	0,21	0,75	0,10	0,45	1,08	0,17	0,78	0,03	<b>0,48</b>	1,26	0,16	0,99	-0,04
Deweloperzy	0,29	0,76	0,33	0,42	-0,04	0,40	<b>1,64</b>	<b>0,80</b>	0,80	-1,09	0,33	0,79	0,44	0,30	0,06	0,34	0,79	0,46	0,32	0,04
Energetyka	0,42	1,62	<b>0,81</b>	0,79	0,23	0,39	0,83	0,51	0,32	0,20	0,46	1,18	0,60	0,57	0,16	0,38	0,73	0,34	0,38	0,12
Finanse inne	0,26	0,66	0,11	0,37	0,05	0,31	0,88	0,19	0,48	0,02	0,32	1,23	0,48	0,74	0,09	0,38	1,24	<b>0,67</b>	0,56	0,06
Handel detaliczny	0,46	1,15	0,19	0,94	0,00	0,43	1,08	0,22	0,83	0,00	0,42	1,08	0,25	0,82	0,03	0,45	1,37	0,35	1,00	0,08
Handel hurtowy	<b>0,57</b>	<b>2,09</b>	0,26	<b>1,81</b>	0,02	0,51	1,45	0,24	1,19	0,07	<b>0,54</b>	<b>1,59</b>	0,20	<b>1,37</b>	0,06	0,53	1,63	0,37	<b>1,24</b>	-0,11
Hotele i restauracje	0,30	0,57	0,12	0,24	-0,04	0,33	0,64	0,16	0,33	0,01	0,24	0,38	0,10	0,17	0,04	0,24	0,39	0,06	0,26	0,05
Informatyka	0,31	0,55	0,06	0,46	0,05	0,32	0,83	0,14	0,64	-0,04	0,32	0,58	0,08	0,47	0,04	0,34	0,79	0,10	0,65	-0,02
Inne usługi	0,38	1,13	0,28	0,74	0,06	0,39	0,94	0,22	0,69	0,12	0,36	1,30	0,24	0,91	-0,15	0,35	1,05	0,27	0,67	-0,01
Media	0,34	0,61	0,18	0,39	0,21	0,33	0,59	0,20	0,39	<b>0,15</b>	0,30	0,52	0,22	0,28	0,02	0,31	0,53	0,24	0,27	0,08
Przemysł chemiczny	0,12	0,15	0,00	0,11	0,17	0,21	0,33	0,00	0,31	-1,03	0,25	0,51	0,34	0,17	0,03	0,30	0,74	0,45	0,30	0,03
Przemysł drzewny	0,40	0,80	0,21	0,54	0,01	0,36	0,73	0,11	0,58	0,08	0,41	0,85	0,40	0,43	0,00	0,47	0,97	0,35	0,59	-0,14



Przemysł elektro-maszynowy	0,34	0,70	0,12	0,48	0,09	0,29	0,54	0,08	0,41	0,07	0,30	0,53	0,09	0,40	0,04	0,37	0,76	0,13	0,55	0,07
Przemysł farmaceutyczny	0,31	0,55	0,23	0,31	-0,04	0,32	1,41	0,31	<b>1,09</b>	-1,00	0,29	0,63	0,15	0,46	0,05	0,39	0,99	0,35	0,45	-0,27
Przemysł lekki	0,31	0,50	0,09	0,36	-0,12	0,28	0,48	0,08	0,36	-0,08	0,28	0,67	0,07	0,47	-0,27	0,26	0,51	0,08	0,37	-0,14
Przemysł materiałów budowlanych	0,43	1,05	0,29	0,73	0,05	0,43	1,03	0,26	0,75	-0,02	0,44	0,97	0,28	0,66	0,01	0,44	0,87	0,20	0,65	0,02
Przemysł metalowy	0,35	0,61	0,14	0,44	0,08	0,30	0,49	0,13	0,33	0,04	0,34	0,60	0,11	0,44	0,09	0,35	0,65	0,14	0,47	0,08
Przemysł motoryzacyjny	0,35	0,61	0,06	0,50	0,21	0,35	0,56	0,12	0,38	0,12	0,37	0,65	0,09	0,50	0,11	0,38	0,70	0,07	0,56	0,12
Przemysł paliwowy	0,37	0,82	0,50	0,32	-0,18	0,33	0,69	0,34	0,32	-0,16	0,22	0,49	0,26	0,26	-0,02	0,21	0,46	0,25	0,28	-0,04
Przemysł spożywczy	0,45	1,72	0,44	1,24	-0,18	0,44	1,19	0,33	0,83	0,02	0,40	0,94	0,24	0,63	0,17	0,47	<b>1,85</b>	0,51	1,13	-0,40
Przemysł surowcowy	0,35	0,55	0,24	0,31	<b>0,61</b>	0,38	0,65	0,31	0,34	-0,12	0,30	0,44	0,23	0,20	0,12	0,30	0,44	0,29	0,14	0,10
Przemysł tworzyw sztucznych	0,36	0,64	0,28	0,33	0,01	0,33	0,55	0,22	0,33	0,06	0,34	0,55	0,17	0,39	0,05	0,36	0,61	0,25	0,35	0,03
Rynek kapitałowy	0,06	0,08	0,00	0,05	-0,19	0,09	0,12	0,00	0,07	0,08	0,11	0,16	0,00	0,09	<b>0,29</b>	0,07	0,08	0,00	0,06	0,17
Telekomunikacja	0,29	0,51	0,27	0,23	0,02	0,29	0,51	0,30	0,20	0,05	0,45	1,13	<b>0,62</b>	0,47	0,04	0,35	0,72	0,15	0,54	0,05

Źródło: opracowanie własne.

Analizując wskaźnik D/E, sytuacja wygląda nieco inaczej. O ile w latach 2008 i 2010 pierwsze miejsce zajmował sektor handlu hurtowego z wartościami odpowiednio 2,09 i 1,59, o tyle w roku 2009 najbardziej zadłużony był sektor deweloperów (1,64), a w roku 2011 – sektor spożywczy (1,85). Poziom wskaźnika dla tych sektorów przekraczał więc w każdym przypadku 1,5, co przełożyło się, niestety, na ujemne wartości ROE (odpowiednio: –1,09 i –0,40). Sektor deweloperów zachował równość pomiędzy zadłużeniem długo- i krótkoterminowym, a sektor spożywczy wykazał ogólną tendencję do przewagi zadłużenia krótkoterminowego nad długoterminowym (2,21).

Biorąc pod uwagę zadłużenie długoterminowe w roku 2008, maksymalne zadłużenie wykazywał sektor energetyki (0,81), w 2009 – sektor deweloperów (0,80), w 2010 – sektor telekomunikacji (0,62), a w 2011 – sektor finansowy (0,67). Najbardziej zadłużony w krótkim okresie w roku 2008 był handel hurtowy (1,81), w 2009 – przemysł farmaceutyczny (1,09), w 2010 i 2011 – ponownie handel hurtowy (1,37 i 1,24). Poziomy tych wskaźników, zarówno dla zobowiązań długoterminowych, jak i krótkoterminowych, nie są zbyt wysokie.

Przeprowadzając podobną analizę dla wartości minimalnych, zauważamy, że minimalne zadłużenie ogólne, kapitałów własnych (D/E) oraz długo- i krótkoterminowe w każdym z badanych lat wykazywane jest w sektorze rynków kapitałowych.

Nakładając na powyższy obraz wyniki przedsiębiorstw, zauważamy, że maksymalną rentowność pod kątem kapitałów własnych wykazywał w roku 2008 sektor przemysłu surowcowego. W roku 2009 – media, w 2010 i 2011 – rynek kapitałowy. Natomiast minimalne wartości tego wskaźnika wykazywał w roku 2008 sektor rynku kapitałowego, w 2009 – deweloperzy, w 2010 – przemysł lekki, a w 2011 – przemysł spożywczy.

Warto zauważyć, że wbrew powszechnej opinii kapitał obcy zaangażowany w finansowanie działalności na rozsądnym poziomie zwiększa rentowność kapitałów własnych (efekt dźwigni finansowej). W przypadku polskich spółek kapitałowych w dwóch z czterech badanych lat sektor wykazujący najniższe zadłużenie osiągnął najwyższe wartości ROE (2010 i 2011). Natomiast w roku 2009 sektor, który wykazał najwyższe zadłużenie osiągnął najniższe ROE. Takie wnioski i analiza są oczywiście bardzo daleko idącym uproszczeniem, ale pokazują pewną specyfikę firm polskich. Co więcej, zadziwiający jest fakt, że większość spółek notowanych na giełdzie wykazuje efektywność poniżej oprocentowania bonów i obligacji skarbowych, które uznawane są za aktywa wolne od ryzyka. Zdecydowanie ma na to wpływ kryzys gospodarczy, ale nie można tylko nim tłumaczyć aż tak niskiej rentowności. Nie dziwi więc fakt, że indeksy polskiej giełdy, jak i same ceny akcji spółek, zostały w ostatnim czasie mocno przecenione.

## Podsumowanie

W dzisiejszych czasach zarządzanie zdecydowanie staje się sztuką, a podejmowane decyzje muszą bazować na ograniczonych informacjach, gdyż analiza wszystkich dostępnych danych staje się po prostu niemożliwa. W przypadku doboru źródła finansowania sprawa również nie jest wcale prosta. Z jednej strony, wyznaczenie kosztu dla niektórych rodzajów finansowania przysparza niemałych problemów, z drugiej – określenie korzyści, jakie można osiągnąć z finansowanego przedsięwzięcia, obarczone jest zawsze pierwiastkiem błędu ze względu na przyszły i niepewny charakter większości danych. Tak więc nie tylko samo znalezienie optymalnej struktury kapitału, ale możliwość, albo lepiej – sensowność jej poszukiwania jest kwestią sporną. Nie zmienia to faktu, że posiadanie w kapitałach zobowiązań prowadzi do uruchomienia mechanizmu dźwigni finansowej, która może działać na naszą korzyść lub wręcz przeciwnie. Kierunek tego działania jest wprost zależny od poziomu zadłużenia. Dlatego też monitorowanie zobowiązań jest bardzo ważnym elementem zarządzania, szczególnie w sferze decyzji finansowych.

Na potrzeby niniejszego artykułu przebadano poziom zadłużenia polskich spółek kapitałowych, których akcje są przedmiotem obrotu na giełdzie. Z przeprowadzonych analiz wynika, że niechętnie korzystają one z kapitałów obcych, a jeżeli po nie sięgają, to przeważnie są to zobowiązania krótkoterminowe. Pomimo tak niewielkiego zadłużenia, przedsiębiorstwa te nie wykazują zbyt wysokiej efektywności mierzonej wskaźnikiem ROE. Do pełnego obrazu rzeczywistości należałoby przeprowadzić jeszcze badanie stopnia wykorzystania dźwigni finansowej w tych podmiotach i zależności pomiędzy tymi elementami a sytuacją na ogólnie pojętym rynku.

Wyciągnięte wnioski są tylko pewnymi ogólnymi obserwacjami, za którymi kryją się dalsze problemy wymagające poznania i rozwiązania. Niemniej pokazują pewne tendencje na polskim rynku, które niekoniecznie zawsze zgodne są z ogólnie panującymi opiniami, i dlatego też warto było je poznać.

## Literatura

- Dubliniec A., *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa 1998.  
Higgins R.C., *Analysis of Financial Management*, Irwin, Homewood 1992.  
Jurkowski T., *Struktura kapitału a dynamika otoczenia przedsiębiorstwa*, w: *Strategie wzrostu wartości przedsiębiorstw. Teoria i praktyka*, red. E. Urbańczyk, t. I, Wyd. Kreos, Szczecin 2005.  
Miller M.H., *Debt and Taxes*, „Journal of Finance” 1977, vol. 32.  
Modigliani F., Miller M.H., *The Cost of Capital. Corporation Finance and the Theory of Investment*, „American Economic Review” 1958, vol. 48.

Motylska-Kuźma A., Wieprow J., *Decyzje finansowe w przedsiębiorstwie*, Wyd. Difin, Warszawa 2013.

Ross S.A., Westerfield R.W., Jaffe J., *Corporate Finance*, Irwin, Chicago 1996.

Sierpińska M., Jachna T., *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, PWN, Warszawa 2002.

Towarnicka H., *Strategia inwestycyjna przedsiębiorstwa*, Wyd. A.E. we Wrocławiu, Wrocław 2003.

[www.gpw.gov.pl](http://www.gpw.gov.pl)

## **Debt of the companies form the Polish Stock Market in 2008-2011**

**Summary.** The paper presents the problem of the capital and its structure, with particular emphasis placed on foreign capitals and their importance for the development and operations of enterprises. It describes the basic indicators of debt used in the theory and practice with their informative value. Based on the collected data, the author analyses the debt of companies in Poland in the years 2008-2011, referring them to the first wave of the global economic crisis with which we are now dealing.

**Key words:** stock market, capital structure, debt, financial management