

Mgr Anna Miarecka
Wyższa Szkoła Informatyki i Zarządzania w Rzeszowie

Znaczenie złotych reguł finansowania w kształtowaniu struktury kapitałowej przedsiębiorstwa

Wprowadzenie

We współcześnie działającej spółce akcyjnej istotne znaczenie w polityce finansowej przyjmują zasady (reguły) kształtowania struktury kapitału. Struktura kapitału, ujmowana najczęściej jako relacja długu do kapitału własnego lub długu do pasywów, zależy od wielu czynników o charakterze ekonomicznym i pozaekonomicznym. Spotyka się również w literaturze przedmiotu podział czynników wpływających na strukturę kapitału na mikro- i makroekonomiczne. Przedmiotem rozważań w niniejszym artykule jest analiza i ocena wzajemnych relacji pomiędzy strukturą majątku a strukturą kapitału przedsiębiorstwa zorganizowanego w formie spółki akcyjnej¹, określanych w literaturze przedmiotu mianem złotych reguł finansowania. O strukturze kapitału przedsiębiorstwa decyduje również wiele innych czynników, lecz z uwagi na ograniczenia objętościowe publikacji nie będą one punktem rozważań.

Ujęcia złotych reguł finansowania

Właściwe ustalenie wielkości składników majątku oraz prawidłowe określenie udziału kapitałów własnych i obcych w ich finansowaniu odgrywa istotną rolę w racjonalnym wykorzystaniu zasobów kapitałowych przedsiębiorstwa. Stopień tego wykorzystania można oceniać na podstawie wielu kryteriów sprowadzanych do określonych wskaźników struktury kapitałowo-majątkowej o zróżnicowanym stopniu szczegółowości².

Relacje pomiędzy strukturą majątku i strukturą kapitałów w przedsiębiorstwie stanowią obok kosztu kapitału i mechanizmu dźwigni finansowej bardzo istotne zagadnienie, gdyż są kryterium wyboru odpowiedniej struktury kapitałowej³.

Wzajemne relacje pomiędzy strukturą aktywów i źródeł finansowania wynikają głównie ze specyfiki działalności przedsiębiorstwa i charakteru branży, w której funkcjonuje.

W zależności od wzajemnych relacji bilansowych wyróżnią się dwie grupy reguł⁴:

1. reguły poziomej struktury kapitałowo-majątkowej, w ramach, których można mówić o:

- **złotej regule finansowania**, zwanej również złotą regułą bankową albo klasyczną regułą finansowania, według której kapitały obce przedsiębiorstwa powinny być w pełni pokryte kapitałami własnymi⁵,

¹ Badaniami empirycznymi w formie wywiadów bezpośrednich objęto 82 spółki akcyjne notowane na 31 grudnia 2001 r. na potrzeby pracy doktorskiej nt. „Czynniki kształtowania struktury kapitału w spółce akcyjnej”, pod kierunkiem naukowym prof. dr hab. J. Ostaszewskiego. Analizowana próba stanowi 43% populacji generalnej spółek akcyjnych notowanych na WGPW z wyłączeniem sektora bankowego i NFI.

² Należą do nich głównie wskaźniki rentowności, płynności oraz struktury źródeł finansowania.

³ Z. Leszczyński, A. Skowronek-Mielczarek, *Analiza ekonomiczno-finansowa firmy*, Difin, Warszawa 2000, s. 162.

⁴ A. Bielawska, *Podstawy finansów przedsiębiorstwa*, Wyd. Zachodniopomorskiej Szkoły Biznesu, Szczecin 2001, s. 236.

⁵ Wzajemna relacja pokrycia kapitałów obcych kapitałami własnymi może wynosić 1:1 lub 2:1. Zob. R. Borowiecki, *Zarządzanie kapitałem trwałym w przedsiębiorstwie*, Akademia Ekonomiczna w Krakowie, Wydawnictwo Secesja, Kraków 1993, s. 35.

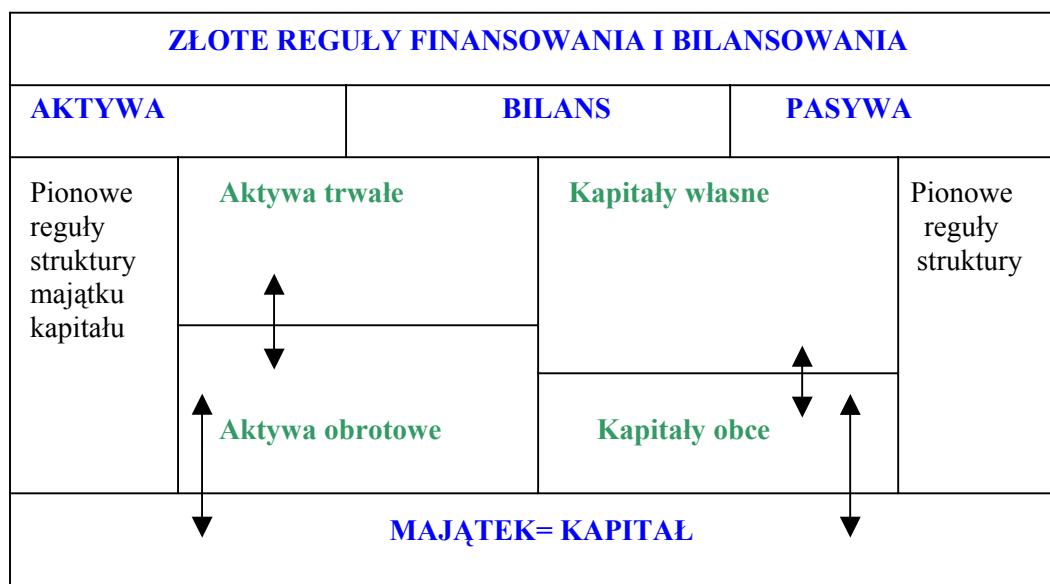
- **złotej regule bilansowej**, która wymaga dostosowania sposobu finansowania do czasu wykorzystania kapitału i rodzaju finansowanego majątku. W wąskim (starszym) ujęciu złota reguła bilansowa wymaga, by majątek trwały, obciążony wysokim stopniem ryzyka, był w pełni sfinansowany kapitałami własnymi. Szersze ujęcie tej reguły zakłada natomiast sfinansowanie aktywów trwałych i części aktywów obrotowych kapitałem stałym przedsiębiorstwa, tj. kapitałem własnym i zobowiązaniami długoterminowymi⁶.

2. reguły pionowej struktury kapitału, wyrażające wyłącznie kształtowanie właściwych proporcji kapitałów własnych i obcych w pasywach przedsiębiorstwa.

Reguły finansowania wyrażone są najczęściej w formie wskaźników bilansowych, a ich ujęcie przedstawia rys. 1.

Rys. 1.

Relacje między strukturą majątku a źródłami finansowania przedsiębiorstwa.



Źródło: A. Harmagardt, J. Tiedke, *Inwestowanie i finansowanie*, DIE AKADEMIE, Bad Harzburg 1992.

W praktyce przestrzeganie złotych reguł finansowania zwiększa poczucie pewności finansowej oraz jeśli zachowane są prawidłowe relacje, zostaje utrzymana równowaga finansowa przedsiębiorstwa. Wpływa to tym samym na wzrost wiarygodności finansowej przedsiębiorstwa oraz określenie optymalnej struktury kapitału⁷. Zachowanie złotych reguł finansowania umożliwia również zarządzającym diagnozę sytuacji finansowej firmy⁸. Spotyka się również pogląd, że postępowanie przedsiębiorstwa zgodnie ze złotą regułą finansowania może doprowadzić do sprzeczności z zasadą maksymalizacji rentowności zainwestowanego kapitału⁹.

⁶ W. Bień, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2005, s.187.

⁷ Por. A. Bielawska, *Złota reguła*, „Finansista” 2001, nr 2; T. Waśniewski, W. Skoczylas, *Ocena sytuacji kapitałowo-majątkowej (układ poziomy)*, „Rachunkowość” 1993, nr 6, s. 206.

⁸ J. Stępniewski, *Diagnostyka księgową sytuacji finansowej przedsiębiorstwa*, „Problemy Rachunkowości” 2001, nr 4.

⁹ A. Bielawska, *op.cit.*, s. 238.

Złote reguły finansowania w praktyce polskich spółek akcyjnych

Posługując się zaleceniami, według których stosunek kapitałów własnych do kapitałów obcych powinien być większy lub równy 1^{10} , połowa badanych spółek w roku 1995 odnotowała wskaźnik wyższy niż 1,31; w roku 1996 – powyżej 1,26; w roku 1997 – powyżej 1,81; w roku 1998 – powyżej 1,55; w roku 1999 – powyżej 1,36; w roku 2000 – powyżej 1,15 i w 2001 r. – powyżej 1,09, co ujęto w tab. 1.

Tab.1.

Złote zasady finansowania i bilansowania w badanych spółkach akcyjnych w latach 1995-2001(średnia i mediana).

Wyszczególnienie		1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Złota zasada finansowania*	Średnia	1,77	1,42	1,30	0,97	0,93	0,81	0,83
	Mediana	1,31	1,26	1,81	1,55	1,36	1,15	1,09
Złota zasada bilansowa**	Średnia	1,13	1,09	1,07	1,09	1,04	1,02	0,97
	Mediana	1,51	1,51	1,54	1,50	1,41	1,28	1,30

*Kapitał własny/Kapitał obcy

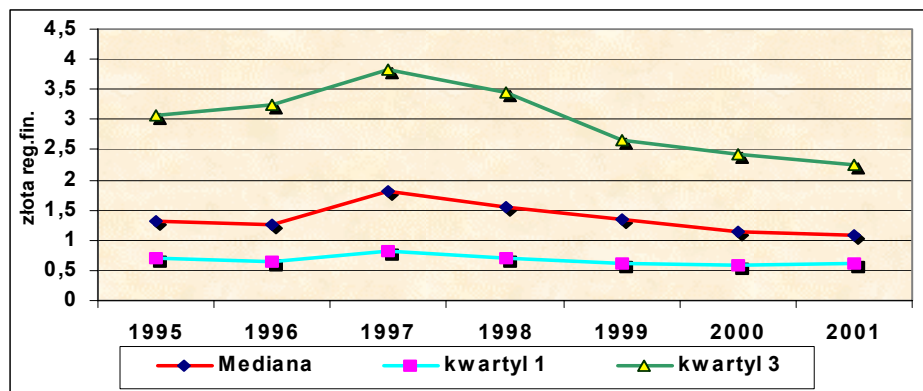
** Kapitał stały/Aktywa trwałe

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych bilansowych badanych przedsiębiorstw.

Ujęcie złotej reguły finansowania według kwartyła 1 i kwartyła 3 na wykresie 1 wskazuje, że 75% badanych spółek uzyskało w roku 1995 stosunek kapitałów własnych do obcych na poziomie powyżej 3,08; w roku 1996 – 3,24, w roku 1997 – 3,83; w 1998 r. – 3,45; w roku 1999 – 2,64; w 2000 r. – 2,43 oraz w 2001 r. – 2,26. W oparciu o ten miernik obserwuje się tendencję malejącą zachowania złotej reguły finansowania.

Wykres 1.

Mediana, kwartył 1 i kwartył 3 złotej reguły finansowania w grupie badanych przedsiębiorstw w latach 1995-2001.



¹⁰ Analiza w zarządzaniu przedsiębiorstwem, red. L. Bednarski, T. Waśniewski, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1996.

Źródło: Opracowanie własne.

Powyższe wskaźniki złotej reguły finansowania wynikają ze struktury źródeł finansowania badanych podmiotów. W latach 1998-2001, gdy tempo wzrostu kapitałów obcych badanych spółek było większe niż kapitałów własnych, wskazuje, że średni wskaźnik złotej zasady finansowania ukształtował się poniżej 1. Natomiast w okresie 1995-1997, w którym spółki utrzymywały niski poziom kapitałów obcych w strukturze kapitału, średni wskaźnik złotej reguły finansowania ukształtował się powyżej 1. Należy stwierdzić, że okres ożywienia gospodarki sprzyjał zachowaniu niezależności finansowej, a tym samym – swobodzie w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych i finansowych. Szczególnie widoczne jest to w przypadku analizy mediany złotej reguły finansowania, której wyniki w roku 1997 wskazują na znaczny (1,81) udział kapitałów własnych w finansowaniu działalności badanych przedsiębiorstw.

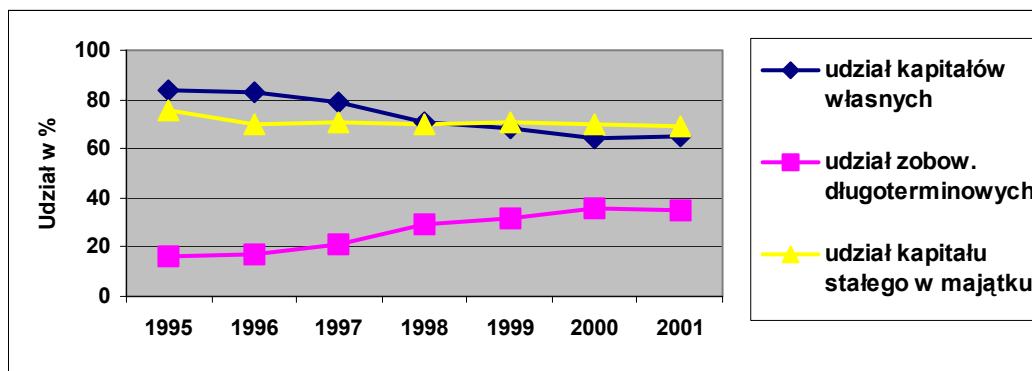
Złota zasada bilansowa, zgodnie z którą aktywa trwałe powinny być finansowane w pełni kapitałem stałym, ogranicza prawdopodobieństwo utraty płynności finansowej przez przedsiębiorstwo oraz zmniejsza jego ryzyko finansowe. Analiza złotej zasady bilansowej za pomocą mediany wskazała, że w roku 1995 w połowie badanych spółek odnotowano udział kapitałów stałych w sfinansowaniu majątku trwałego powyżej 1,51; w roku 1996 – powyżej 1,51; w roku 1997 – powyżej 1,54; w roku 1998 – powyżej 1,50; w roku 1999 – powyżej 1,41; w roku 2000 – powyżej 1,28 oraz w roku 2001 – powyżej 1,30.

Kształtowanie odpowiednio wysokiego poziomu kapitału stałego w przedsiębiorstwach w celu pełnego sfinansowania aktywów trwałych pozwoliło utrzymać równowagę płatniczą oraz kształtować ryzyko finansowe na poziomie możliwym do zaakceptowania. W strukturze kapitału stałego bardzo istotne znaczenie odgrywa jego struktura. W szczególności przy podejmowaniu inwestycji finansowanych kapitałem obcym długoterminowym zarząd przedsiębiorstwa powinien się upewnić o możliwości ich spłaty z uzyskanych nadwyżek finansowych z realizacji podjętych inwestycji. Jednym z istotnych elementów wspomagających podjęcie takiej decyzji jest oszacowanie kosztu kapitału i porównanie go ze stopą rentowności z tego projektu ($ROIC > WACC$)¹¹.

Struktura kapitału stałego badanych przedsiębiorstw w latach 1995-2001, ujęta na wykresie 1, wskazuje na wzrost udziału zobowiązań długoterminowych przy odpowiednio malejącym udziale kapitałów własnych.

Wykres 1.

Struktura kapitału stałego badanych przedsiębiorstw w latach 1995-2001 średnia (w%).



¹¹ Jest to podstawowe kryterium efektywności przedsięwzięć, które są wynikiem tego, iż projekty przyjmowane do realizacji są o dodatniej NPV. W skali całego przedsiębiorstwa kryterium efektywności ($ROIC > WACC$) jest ważnym czynnikiem kreacji jego wartości.

Źródło: Opracowanie własne.

Średni udział kapitałów stałych w majątku badanych przedsiębiorstw w roku 1995 wykazał poziom 75% i w latach kolejnych utrzymał się na stabilnym poziomie 70%.

Złote reguły finansowania a płynność i rentowność przedsiębiorstwa

Wpływ struktury kapitału na płynność finansową ma istotne znaczenie. Poddając ocenie wskaźnik bieżącej płynności finansowej badanych przedsiębiorstw w latach 1995–2001, za pomocą mediany zauważa się utrzymanie relacji według zalecanych norm w latach 1995–1999. Natomiast w latach 2000–2001 relacja aktywów bieżących badanych podmiotów do ich zobowiązań bieżących uległa obniżeniu, co ujęto w tabeli 2. Analiza wskaźnika bieżącej płynności finansowej wskazała, iż w roku 1995 w połowie badanych spółek odnotowano relację aktywów obrotowych do zobowiązań bieżących powyżej 1,63; w roku 1996 – powyżej 1,80; w roku 1997 – powyżej 1,90; w roku 1998 – powyżej 1,67; w roku 1999 – powyżej 1,72; w roku 2000 – powyżej 1,40 i w roku 2001 – powyżej 1,38. Zatem w roku 2000 i 2001 spadek wskaźnika poniżej 1,6 wskazuje na krótkoterminowe problemy z regulowaniem zobowiązań. Przyczyn spadku płynności finansowej badanych przedsiębiorstw należy upatrywać w trudnościach podmiotów w generowaniu wyników finansowych i terminowym regulowaniu zobowiązań.

Wskaźnik wysokiej płynności badanych przedsiębiorstw w latach 1995–2001 wskazuje, iż w połowie badanych spółek odnotowano jego poziom powyżej 1,02, co ujęto w tab. 2. Wskazuje to tym samym na utrzymywanie wysokiego stanu należności i środków pieniężnych w stosunku do zobowiązań bieżących przedsiębiorstw.

Tab. 2.

Wskaźnik płynności finansowej badanych przedsiębiorstw w latach 1995–2001 (średnia i mediana).

Wyszczególnienie		1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Wskaźnik bieżącej płynności* (zalecane 1,6-1,9)	Średnia	1,61	1,11	1,29	1,28	1,53	1,47	1,30
	Mediana	1,63	1,80	1,90	1,67	1,72	1,40	1,38
Wskaźnik wysokiej płynności** (zalecane 0,9-1,0)	Średnia	1,17	0,82	0,93	1,02	1,21	1,15	1,02
	Mediana	1,05	1,20	1,38	1,12	1,13	1,02	1,02

*aktywa obrotowe /zobowiązania bieżące

**aktywa obrotowe-zapasy/zobowiązania bieżące

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych bilansowych badanych przedsiębiorstw.

Analiza rozbieżności pomiędzy średnim wskaźnikiem bieżącej i szybkiej płynności finansowej badanych przedsiębiorstw w latach 1995–2001 pokazuje utrzymywanie się wysokiego stanu należności, związane z tzw. „zatorami płatniczymi”. W podmiotach gospodarczych w Polsce występowanie zatorów płatniczych, szczególnie uwidoczniło się w okresie dekonunktury gospodarczej, po roku 1999.

Zamieszczone w tab. 3 dane wskazują, że w badanym okresie rentowność przedsiębiorstw systematycznie ulegała zmniejszeniu (mediana). W roku 1995 połowa

badanych spółek akcyjnych osiągnęła rentowność kapitałów własnych (ROE) w wyrażeniu nominalnym w wysokości powyżej 13,9%, w 1996 – powyżej 11,6%, w roku 1997 – powyżej 11,3%, w 1998 r. – powyżej 8,6%, w roku 1999 – powyżej 6,1%, w roku 2000 – powyżej 3,9%, a w roku 2001 powyżej 2,4%. W badanym okresie stopa ROE w wyrażeniu nominalnym uległa obniżeniu o ponad 10 pkt. proc.

Tab. 3.

Wskaźniki rentowności badanych spółek akcyjnych oraz stopa inflacji w latach 1995-2001 (średnia i mediana).

Wyszczególnienie		1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
ROE w %	Średnia	13,7	13,7	11,2	9,9	9,6	6,8	3,1
	Mediana	13,9	11,6	11,3	8,6	6,1	3,9	2,4
ROA w %	Średnia	8,7	8,0	6,3	4,9	4,6	3,1	1,4
	Mediana	7,8	6,8	6,4	5,0	3,2	1,7	1,2
Stopa inflacji w %		21,6	18,7	13,3	8,6	9,8	8,5	3,6
ROE w ujęciu realnym	Średnia	-0,06	-0,06	-0,02	+0,01	-0,002	-0,02	-0,005
	Mediana	-0,06	-0,04	-0,02	0,0	-0,03	-0,04	-0,01
ROIC w %	Średnia	9,7	10,2	10,8	8,3	9,4	9,1	6,6
	Mediana	12,4	10,8	9,3	7,1	5,0	2,8	2,5

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych bilansowych badanych przedsiębiorstw.

Poddając ocenie realny poziom stopy rentowności kapitału netto¹², obserwuje się jej dodatni poziom tylko w roku 1998 (+0,01). Ujemny realny poziom stopy ROE w pozostałych latach okresu badawczego wskazuje na zmniejszanie się realnej wartości kapitałów zainwestowanych w przedsiębiorstwie¹³.

Malejący poziom rentowności kapitałów własnych w badanym okresie świadczył o niskiej efektywności gospodarowania kapitałem powierzonym przez akcjonariuszy. Przyczyny spadku rentowności kapitałów własnych należy upatrywać w malejącym w badanym okresie zysku netto oraz pogarszającej efektywności wykorzystania majątku (stopa ROA). W okresie 1995-2001 na spadek stopy ROE o 11,5 pkt. proc. w stosunku do roku 1995 miał wpływ spadek stopy rentowności majątku (ROA) o 6,6 pkt. proc.

Przeprowadzone badania wskazują, że angażowanie coraz większych kapitałów obcych w strukturze kapitału badanych przedsiębiorstw powodowało spadek stopy ROE. Na

¹² Realna stopa rentowności obliczona została według wzoru: $d_r = \frac{d_n - d_i}{100 + d_i} \times 100$, gdzie d_r - realna stopa

rentowności, d_n - nominalna stopa rentowności, d_i - stopa inflacji.

¹³ W publicznej spółce akcyjnej sytuacja taka powoduje, że brak jest ekonomicznego uzasadnienia wypłat dywidend dla akcjonariuszy lub innych wypłat z zysku. Cały wygosposodarowany zysk powinien zostać przeznaczony na częściowe wyrównywanie deprecjacji kapitałów własnych i nie ma ekonomicznie uzasadnionych przesłanek do wykorzystania zysku jako źródła finansowania inwestycji rozwojowych powodujących wzrost majątku firmy. Zob. W. Bień, *op.cit.*, s. 125.

tej podstawie można sądzić, że wystąpiły negatywne efekty dźwigni finansowej. Oznacza to, że przedsiębiorstwa pozyskiwały nowy kapitał obcy po wyższym koszcie od osiągniętej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału.

Dokonując oceny rentowności badanych przedsiębiorstw według miernika ROIC zauważa się, że przedsiębiorstwa nieefektywnie gospodarowały kapitałem. Stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału (ROIC) miała tendencję spadkową w badanym okresie (mediana). Przyczyn spadku rentowności można upatrywać w wielu czynnikach, zarówno zewnętrznych (koniunktura gospodarcza), jak i wewnętrznych, np. angażowania kapitału w nieefektywne projekty inwestycyjne.

Zmiany w strukturze kapitału badanych podmiotów

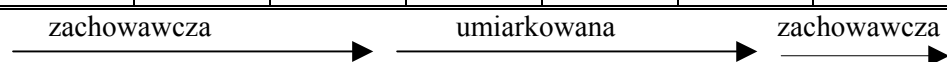
Analiza wzajemnych relacji zachodzących pomiędzy strukturą majątku i kapitałów skłoniła badane podmioty do podejmowania decyzji dotyczących zmian w kształtowaniu struktury kapitału. Przeprowadzone badania wskazują, że przedsiębiorstwa w dużym stopniu ograniczały pozyskanie kapitałów obcych, obciążonych odsetkami, finansując bieżącą działalność zobowiązaniami handlowymi, czego przyczyną było tzw. zjawisko zatorów płatniczych. Ich „powszechne” występowanie w polskich podmiotach gospodarczych znacznie ogranicza elastyczność finansowania oraz rezerwową zdolność pożyczkową. Dodatkowo polityka ograniczania zwiększania zadłużenia „oprocentowanego” na korzyść „nieoprocentowanych” wynikała z niskiej (malejącej) rentowności badanych podmiotów w okresie 1995-2001. Banki komercyjne z uwagi na wysokie ryzyko kredytowe unikają udzielania kredytów takim kredytobiorcom lub znacznie podnoszą prowizje przy ich udzielaniu, co wiąże się z wysokim kosztem pozyskania tej formy kapitału dla przedsiębiorstwa.

Proporcje, w jakich aktywa przedsiębiorstwa są finansowane kapitałem, wynikają z przyjętej strategii finansowania¹⁴. Obliczenia własne, dokonane z wykorzystaniem mediany kapitału obrotowego netto w tab. 4 wskazują na stosowanie przez badane podmioty w latach 1995-1997 strategii zachowawczej, charakteryzującej się utrzymywaniem wysokiej płynności finansowej.

Tab. 4.

Kapitał obrotowy netto badanych przedsiębiorstw w latach 1995-2001 w tys. zł oraz rodzaj stosowanej strategii finansowania (mediana).

Wyszczególnienie	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Kapitał obrotowy netto*	7111,6	9592,2	13622,6	12519,0	11083,0	8619,5	9223,0



*kapitał obrotowy netto = kapitał stały - aktywa trwałe

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych bilansowych badanych przedsiębiorstw.

W latach 1998-2000 zmniejszenie kapitału obrotowego netto w stosunku do okresu 1995-1997 pozwala wnioskować, że badane przedsiębiorstwa zmieniły strategię finansowania majątku na umiarkowaną, w której płynność finansowa ulegała obniżeniu. W roku 2001

¹⁴ A. Dulinić, *Determinanty polityki finansowej przedsiębiorstwa*, „e-Finanse” 2005, nr 1.

obserwuje się wzrost kapitału obrotowego netto w stosunku do roku 2000, co wskazuje na ponowne przyjęcie przez badane podmioty strategii zachowawczej.

Podsumowanie

Przeprowadzone badania empiryczne pozwalają stwierdzić, iż przedsiębiorstwa w polityce kształtowania struktury kapitału przyjmują istotny cel – utrzymania płynności finansowej. Badania własne wskazują, iż zachowanie właściwych relacji pomiędzy strukturą majątku a strukturą kapitału w praktyce badanych przedsiębiorstw zapewnia ich płynność finansowania, jednak nie zapewnia maksymalizacji rentowności zainwestowanego kapitału. Wynika to przede wszystkim ze stosowanych strategii finansowania, w których nie wykorzystuje się pozytywnych efektów dźwigni finansowej. Spółki wolą ponosić z tym związane wyższe koszty finansowania za cenę niskiego ryzyka finansowego.

Literatura

1. *Analiza w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, red. L. Bednarski, T. Waśniewski, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1996.
 2. Bielawska A., *Złota reguła*, „Finansista” 2001, nr 2.
 3. Bielawska A., *Podstawy finansów przedsiębiorstwa*, Wyd. Zachodniopomorskiej Szkoły Biznesu, Szczecin 2001.
 4. Bień W., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2005.
 5. Borowiecki R., *Zarządzanie kapitałem trwałym w przedsiębiorstwie*, Akademia Ekonomiczna w Krakowie, Wydawnictwo Secesja, Kraków 1993.
 6. Davies D., *Sztuka zarządzania finansami*, PWN, Warszawa 1997.
 7. Duliniec A., *Determinanty polityki finansowej przedsiębiorstwa*, „e-Finanse” 2005, nr 1,
 8. Leszczyński Z., Skowronek-Mielczarek A., *Analiza ekonomiczno-finansowa firmy*, Difin, Warszawa 2000.
 9. Ostaszewski J., *Zarządzanie finansami w spółce akcyjnej*, Difin, Warszawa 2001.
 10. Stępniewski J.: *Diagnostyka księgowa sytuacji finansowej przedsiębiorstwa*, „Problemy Rachunkowości” 2001, nr 4.
- Waśniewski T., Skoczylas W., *Ocena sytuacji kapitałowo- majątkowej (układ poziomy)*, „Rachunkowość” 1993, nr 6.