

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

271

Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka

Tom 1



Redaktorzy naukowi

**Adam Kopiński, Tomasz Słoński,
Bożena Ryszawska**



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2012

Redaktorzy Wydawnictwa: Elżbieta Kozuchowska, Aleksandra Śliwka

Redaktor techniczny: Barbara Łopusiewicz

Korektor: Justyna Mroczkowska

Łamanie: Adam Dębski

Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:

www.ibuk.pl, www.ebscohost.com,

The Central and Eastern European Online Library www.ceeol.com,

a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon

http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się na stronie internetowej Wydawnictwa

www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2012

ISSN 1899-3192

ISBN 978-83-7695-219-2 (całość)

ISBN 978-83-7695-223-9 t. 1

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

Spis treści

Wstęp	11
Abdul Nafea Al Zararee, Abdulrahman Al-Azzawi: The impact of free cash flow on market value of firm.....	13
Tomasz Berent, Sebastian Jasinowski: Financial leverage puzzle – preliminary conclusions from literature review	22
Michał Buszko: Zarządzanie ryzykiem konwersji kapitału nieruchomości (<i>equity release</i>)	40
Magdalena Bywalec: Jakość portfela kredytów mieszkaniowych w Polsce w latach 2007-2011	49
Jolanta Ciak: Model of public debt management institutions in Poland and the models functioning within the European Union	59
Leszek Czapiewski, Jarosław Kubiak: Syntetyczny miernik poziomu asymetrii informacji (SMAI)	68
Anna Doś: Low-carbon technologies investment decisions under uncertainty created by the carbon market.....	79
Justyna Dyduch: Ocena efektywności kosztowej inwestycji proekologicznych.....	88
Ewa Dziawgo: Analiza własności opcji <i>floored</i>	100
Ryta Dziemianowicz: Kryzys gospodarczy a polityka podatkowa w krajach UE.....	113
Józefa Famielec: Finansowanie zreformowanej gospodarki odpadami komunalnymi	123
Anna Feruś: The use of data envelopment analysis method for the estimation of companies' credit risk	133
Joanna Fila: Europejski instrument mikrofinansowy Progress wsparciem w obszarze mikrofinansów.....	144
Sławomir Franek: Ocena wiarygodności prognoz makroekonomicznych – doświadczenia paktu stabilności i wzrostu a wieloletnie planowanie budżetowe	152
Paweł Galiński: Produkty i usługi bankowe dla jednostek samorządu terytorialnego w Polsce.....	162
Alina Gorczyńska, Izabela Jonek-Kowalska: Kwity depozytowe jako źródło finansowania podmiotów gospodarczych w warunkach globalizacji rynków finansowych	172
Jerzy Grabowiecki: Financial structure and organization of <i>keiretsu</i> – Japanese business groups.....	181

Sylwia Grenda: Ryzyko cen transferowych w działalności przedsiębiorstw powiązanych	191
Maria Magdalena Grzelak: Ocena związków pomiędzy nakładami na działalność innowacyjną a konkurencyjnością przedsiębiorstw przemysłu spożywczego w Polsce.....	202
Agnieszka Jachowicz: Finanse publiczne w Polsce w świetle paktu stabilności	214
Agnieszka Janeta: Rynkowe wskaźniki oceny stanu finansów publicznych na przykładzie wybranych krajów strefy euro	226
Agnieszka Janeta: Obligacje komunalne jako instrument finansowania rozwoju lokalnego i regionalnego.....	236
Bogna Janik: Efficiency of investment strategy of Socially Responsible Funds Calvert.....	247
Anna Jarzębska: Obszary zarządzania płynnością finansową w publicznej szkole wyższej	256
Tomasz Jewartowski, Michał Kaldoński: Struktura kapitału i dywersyfikacja działalności spółek rodzinnych notowanych na GPW	265
Marta Kacprzyk, Rafał Wolski, Monika Bolek: Analiza wpływu wskaźników płynności i rentowności na kształtowanie się ekonomicznej wartości dodanej na przykładzie spółek notowanych na GPW w Warszawie.....	279
Arkadiusz Kijek: Modelowanie ryzyka sektorowego przy zastosowaniu metody harmonicznej	289
Anna Kobialka: Analiza dochodów gmin województwa lubelskiego w latach 2004-2009.....	302
Anna Korombel: Zarządzanie ryzykiem w praktyce polskich przedsiębiorstw	313
Anna Korzeniowska, Wojciech Misterek: Znaczenie instytucji otoczenia biznesu we wdrażaniu innowacji MŚP.....	322
Magdalena Kowalczyk: Wykorzystanie narzędzi rachunkowości zarządczej w sektorze finansów publicznych.....	334
Mirosław Kowalewski, Dominika Siemianowska: Zarządzanie kosztami za pomocą zarządzania przez cele na przykładzie zakładu przetwórstwa mięsnego X	343
Paweł Kowalik, Błażej Prus: Analiza wyznaczania kwoty na wyrównanie dochodów w krajowych niemieckich systemach wyrównania finansowego na przykładzie 2011 roku.....	353
Sylwester Kozak, Olga Teplova: Covered bonds and RMBS as secured funding instruments for the real estate market in the EU.....	367
Małgorzata Koźuch: Preferencje podatkowe jako narzędzia subsydiowania przedsięwzięć ochrony środowiska	378
Marzena Krawczyk: Gotowość inwestycyjna determinantą pozyskiwania kapitału od aniołów biznesu	388

Marzena Krawczyk: Teoria hierarchii źródeł finansowania w praktyce innowacyjnych MŚP w Polsce	397
Jarosław Kubiak: Planowanie należności na podstawie cyklu ich rotacji określonego według zasady lifo oraz według wartości średniej	407
Iwa Kuchciak: <i>Crowdsourcing</i> w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa.....	418
Marcin Kuzel: Chińskie inwestycje bezpośrednie na świecie – skala, kierunki i motywy ekspansji zagranicznej	427
Katarzyna Lewkowicz-Grzegorzczak: Progresja podatkowa a redystrybucja dochodów	439
Katarzyna Lisińska: Struktura kapitałowa przedsiębiorstw produkcyjnych w Polsce, Niemczech i Portugalii	449
Joanna Lizińska: Problem doboru portfela porównawczego w długookresowej ewaluacji efektów kolejnych emisji akcji	459
Bogdan Ludwiczak: Wykorzystanie metody VaR w procesie pomiaru ryzyka.....	468
Justyna Łukomska-Szarek: Ocena zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego w Polsce w latach 2004-2010.....	480
Agnieszka Majewska: Wykorzystanie opcji quanto w zarządzaniu ryzykiem pogodowym w przedsiębiorstwach sektora energetycznego.....	490
Monika Marcinkowska: Rachunkowość społeczna – czyli o pomiarze wyników przedsiębiorstw w kontekście oczekiwań interesariuszy	502

Summaries

Abdul Nafea Al Zararee: Wpływ wolnych przepływów pieniężnych na wartość rynkową firmy	21
Tomasz Berent, Sebastian Jasinowski: Dźwignia finansowa – wstępne wnioski z przeglądu literatury.....	39
Michał Buszko: Risk management of real estate equity release	48
Magdalena Bywalec: The quality of the portfolio of housing loans in Poland in 2007-2011	58
Jolanta Ciak: Model instytucji zarządzania długiem publicznym w Polsce na tle modeli funkcjonujących w Unii Europejskiej	67
Leszek Czapiewski, Jarosław Kubiak: Synthetic measure of the degree of information asymmetry	78
Anna Doś: Decyzje o inwestycjach w technologie obniżające emisję CO ₂ w warunkach niepewności stwarzanej przez europejski system handlu emisjami.....	87
Justyna Dyduch: Assessment of cost effectiveness of proecological investments	99
Ewa Dziawgo: The analysis of the properties of floored options	112

Ryta Dziemianowicz: Economic crisis and tax policy in the EU countries ...	123
Józefa Famielec: Financing of reformed economy of municipal waste	132
Anna Feruś: Wykorzystanie metody granicznej analizy danych do oceny ryzyka kredytowego przedsiębiorstw	143
Joanna Fila: The European Progress Microfinance Facility as an example of the support in microfinance	151
Sławomir Franek: Credibility of macroeconomic forecasts – experiences of stability and growth pact and multi-year budgeting planning	161
Paweł Galiński: Banking products and services for local governments in Poland	171
Alina Gorczyńska, Izabela Jonek-Kowalska: Depositary receipts as a source of businesses entities financing in the conditions of globalization of financial markets	180
Jerzy Grabowiecki: Struktura finansowa i organizacja japońskich grup kapitałowych <i>keiretsu</i>	190
Sylwia Grenda: Transfer pricing risk in the activity of related companies	201
Maria Magdalena Grzelak: Assessment of relationship between outlays on innovation and competitiveness of food industry enterprises in Poland....	213
Agnieszka Jachowicz: Public finance in Poland in the perspective of the Stability and Growth Pact	225
Agnieszka Janeta: Market indicators assessing the state of public finances: the case of selected euro zone countries.....	235
Agnieszka Janeta: Municipal bonds as a financing instrument for local and regional development.....	246
Bogna Janik: Efektywność strategii inwestycyjnych funduszy społecznie odpowiedzialnych Calvert	255
Anna Jarzębska: Areas of liquidity management in public university	264
Tomasz Jewartowski, Michał Kaldoński: Capital structure and diversification of family firms listed on the Warsaw Stock Exchange	278
Marta Kacprzyk, Rafał Wolski, Monika Bolek: Liquidity and profitability ratios influence on economic value added basing on companies listed on the Warsaw Stock Exchange.....	288
Arkadiusz Kijek: Sector risk modelling by harmonic method	301
Anna Kobiałka: Analysis of revenue of Lublin Voivodeship communes in 2004-2009	312
Anna Korombel: Risk management in practice of Polish companies.....	321
Anna Korzeniowska, Wojciech Misterek: The role of business environment institutions in implementing SMEs' innovations	333
Magdalena Kowalczyk: Using tools of managerial accounting in public finance sector	342

Mirosław Kowalewski, Dominika Siemianowska: Cost management conducted with the utilization of Management by Objectives on an example of meat processing plant.....	352
Paweł Kowalik, Błażej Prus: The analysis of determining the amount of the financial equalization in German's national financial equalization systems on the example of 2011	366
Sylwester Kozak, Olga Teplova: Listy zastawne i RMBS jako bezpieczne instrumenty finansujące rynek nieruchomości w UE	377
Małgorzata Kożuch: Tax preferences as the instrument of subsidizing of ecological investments.....	387
Marzena Krawczyk: Investment readiness as a determinant for raising capital from business angels	396
Marzena Krawczyk: Theory of financing hierarchy in the practice of innovative SMEs in Poland.....	406
Jarosław Kubiak: The receivables level planning on the basis of cycle of rotation determined by the LIFO principles and by average value	417
Iwa Kuchciak: Crowdsourcing in the creation of bank company value	426
Marcin Kuzel: Chinese foreign direct investment in the world – scale, directions and determinants of international expansion	438
Katarzyna Lewkowicz-Grzegorzcyk: Tax progression vs. income redistribution.....	448
Katarzyna Lisińska: Capital structure of manufacturing companies in Poland, Germany and Portugal.....	458
Joanna Lizińska: The long-run abnormal stock returns after seasoned equity offerings and the choice of the reference portfolio	467
Bogdan Ludwiczak: The VAR approach in the risk measurement	479
Justyna Łukomska-Szarek: Assessment of debt of local self-government units in Poland in the years 2004-2010.....	489
Agnieszka Majewska: Weather risk management by using quanto options in enterprises of the energy sector.....	501
Monika Marcinkowska: “Social accounting” – or how to measure companies’ performance in the context of stakeholders’ expectations	525

Katarzyna Lisińska

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

STRUKTURA KAPITAŁOWA PRZEDSIĘBIORSTW PRODUKCYJNYCH W POLSCE, NIEMCZECH I PORTUGALII

Streszczenie: Wydarzenia w globalnej gospodarce, takie jak procesy globalizacji i integracji europejskiej, wiążący się z nimi rozwój międzynarodowych rynków kapitałowych i handlu, jak również rosnąca konkurencja czy zawirowania gospodarcze w różnym stopniu wpływają na warunki funkcjonowania przedsiębiorstw w krajach Unii Europejskiej, a tym samym na ich kondycję finansową. W artykule przedstawiono porównanie, jak kształtowały się struktury kapitałowe polskich, niemieckich i portugalskich przedsiębiorstw w latach 2005-2010. W badaniu wykorzystano dane z baz BACH (*bank for the accounts of companies harmonised*) oraz BACH-ESD (*European sectoral references database*) charakteryzujące firmy produkcyjne.

Słowa kluczowe: struktura kapitałowa, kapitał własny, kapitał obcy, przedsiębiorstwa produkcyjne.

1. Wstęp

Wydarzenia w globalnej gospodarce z ostatnich lat bez wątpienia wywarły wpływ na warunki funkcjonowania przedsiębiorstw krajów Unii Europejskiej, a tym samym na ich kondycję finansową. Wymienić tu należy przede wszystkim procesy globalizacji i integracji europejskiej, wiążący się z nimi rozwój międzynarodowych rynków kapitałowych i handlu, jak również rosnącą konkurencję czy zawirowania gospodarcze. W szczególności te ostatnie – ujawniające się w postaci kryzysu – dotknęły poszczególne gospodarki krajowe w różnym stopniu. Na obszarze zjednoczonej Europy największe zagrożenia przyniosły w krajach tzw. grupy PIIGS (Portugalia, Włochy, Irlandia, Grecja i Hiszpania). Natomiast państwa, które cechuje nadwyżka handlowa na rachunku obrotów bieżących (państwa Beneluksu, Niemcy, Austria, Finlandia), dużo lepiej radziły sobie w obliczu zaburzeń funkcjonowania rynków finansowych. Polska jest jedynym krajem Unii Europejskiej, który jak dotąd uniknął recesji rozumianej jako spadek realnego PKB trwającego co najmniej dwa kwartały [Matkowski 2010, s. 9]. Nie oznacza to jednak, że polskie przedsiębiorstwa nie odczuły skutków kryzysu. Objawiły się one m.in. w postaci ograniczenia akcji kredytowej przez banki, ataku spekulacyjnego na polską walutę i znacznego

obniżenia wartości złotego, co z kolei wpłynęło na poważne problemy wielu polskich eksporterów z tytułu otwartych pozycji na opcjach walutowych [Iwin-Garzyńska, s. 115].

Celem niniejszego opracowania jest porównanie, jak kształtowały się struktury kapitałowe polskich, niemieckich i portugalskich przedsiębiorstw w latach 2005-2010. Zostanie on zrealizowany przez badanie empiryczne źródeł finansowania firm produkcyjnych. W 2004 r. polskie przedsiębiorstwa zaczęły konkurować na wspólnym rynku europejskim. Warto zatem porównać je pod kątem struktury finansowania z podmiotami z największej gospodarki zjednoczonej Europy oraz z firmami prowadzącymi działalność w jednym z krajów, w którym skutki kryzysu przyniosły stosunkowo największe zagrożenia.

2. Pojęcie i determinanty struktury kapitałowej przedsiębiorstw

Przedsiębiorstwa, finansując swoją działalność, mogą korzystać z kapitałów własnych oraz długu. Kategorie te tworzą strukturę kapitału, którą opisują następujące wskaźniki:

$$\text{wskaźnik finansowania majątku kapitałem własnym} = \frac{\text{kapitał własny}}{\text{aktywa ogółem}}$$

oraz

$$\text{wskaźnik zadłużenia ogólnego} = \frac{\text{zobowiązania ogółem}}{\text{aktywa ogółem}}$$

Chociaż powstało wiele definicji i interpretacji struktury kapitału, to z perspektywy niniejszego opracowania celowe wydaje się ograniczenie rozumienia tego zagadnienia do postaci przedstawionej powyżej.

W konwencjonalnej teorii finansów jako cel przedsiębiorstwa określono maksymalizowanie wartości firmy, który w praktyce jest często zawężany do maksymalizowania wartości dla akcjonariuszy lub ceny akcji [Damodaran 2007, s. 44]. Podporządkowana powinna zostać mu również kwestia zarządzania strukturą kapitału. Wyższa wartość przedsiębiorstwa przekłada się bowiem na większe możliwości pozyskiwania kapitału na cele rozwojowe po niższych kosztach, a więc – w efekcie końcowym – na obniżenie średniego ważonego kosztu kapitału przedsiębiorstwa. Przy tym koszt kapitałów obcych jest niższy od kosztu kapitału własnego. Jednakże wraz ze wzrostem ich udziału w strukturze kapitałowej firmy kapitałodawcy domagają się wyższej stopy zwrotu, ponieważ uznają przedsiębiorstwo za bardziej ryzykowne [Michalski 2010, s. 143]. Poszukiwania optymalnej struktury kapitałowej, czyli takiej, przy której wartość przedsiębiorstwa byłaby najwyższa, a średni ważony koszt kapitału najniższy, zaowocowały powstaniem wielu teorii dotyczących tego zagadnienia. Za przełomowy moment w tej dziedzinie uznaje się rok 1958, w którym

sformułowano teorię nieistotności, zwaną również modelem MM czy też teorią Modiglianiego-Millera. Przy założeniu doskonałego rynku kapitałowego oraz braku opodatkowania badacze ci stwierdzili wówczas, że wartość firmy nie zależy od dźwigni finansowej, a jej średni ważony koszt kapitału nie zależy od struktury kapitału [Brigham, Gapenski 2000, s. 495]. Pięć lat później Modigliani i Miller opublikowali rozwinięcie swojej teorii. Uwzględniając opodatkowanie dochodu przedsiębiorstw, wyciągnęli wniosek, że wykorzystanie dźwigi finansowej podwyższa wartość firmy. Uzasadniono to stwierdzeniem, że skoro odsetki od długu są wydatkami wyłączonymi od opodatkowania, to większa część dochodów operacyjnych firmy korzystającej z kapitałów obcych trafia do inwestorów [Brigham, Gapenski 2000, s. 498]. Wśród pozostałych teorii charakteryzujących optymalną strukturę kapitału na szczególną uwagę zasługują m.in. [Kędzior 2011, s. 8; Jaworski 2010, s. 279]:

- teoria optymalnego poziomu długu, czyli takiego, który maksymalizuje wartość przedsiębiorstwa dla akcjonariuszy,
- teoria kosztów bankructwa, według której optymalna struktura kapitału to taka, która minimalizuje koszty związane z bankructwem przedsiębiorstwa,
- teoria kosztów agencji, według której należy minimalizować koszty wynikające z konfliktu interesów pomiędzy właścicielami przedsiębiorstwa a wynajętym zarządem (tj. żądania wyższego oprocentowania ze strony wierzycieli czy mniejszych cen akcji ze strony potencjalnych inwestorów),
- teoria sygnalizacji, według której decyzje dotyczące finansowania przedsiębiorstwa podejmowane przez kierownictwo pełnią funkcję informacyjną odnośnie do potencjalnej sytuacji i możliwości finansowych dla inwestorów,
- teoria uwzględniająca kolejność źródeł finansowania, według której przedsiębiorstwa preferują wewnętrzne źródła finansowania.

3. Badania empiryczne w zakresie struktury kapitałowej przedsiębiorstw

3.1. Źródło danych wykorzystanych w badaniu empirycznym

Badanie struktury kapitałowej przedsiębiorstw przeprowadzono na podstawie danych z baz BACH (*bank for the accounts of companies harmonised*) i BACH-ESD (*European sectoral references database*) powstałych z inicjatywy Komisji Europejskiej. Projekt ten został zapoczątkowany w celu umożliwienia analizowania struktury finansowej i wyników europejskich przedsiębiorstw.

Podobnie jak w innych opracowaniach dotyczących międzynarodowej struktury kapitałowej przedsiębiorstw (m.in. [Kędzior 2011, s. 185; Delbreili in. 1997, s. 3]) do porównania wybrano spółki produkcyjne. Przedsiębiorstwa przemysłu wytwórczego stanowią stosunkowo jednorodną grupę w krajach europejskich. Na szczególne zainteresowanie ekonomistów podmiotami tego sektora wpływa m.in.:

- liczność grupy pozwalająca na uogólnienie wyników analiz na poziom wszystkich przedsiębiorstw niefinansowych w danym kraju,

- rzeczywista możliwość prowadzenia polityki zadłużenia i kształtowania struktury kapitału wynikająca z posiadania większego udziału rzeczowych aktywów trwałych w majątku oraz ugruntowanej pozycji rynkowej większości podmiotów sektora.

Za wyborem sektora produkcyjnego przemawia również specyfika danych dostępnych w bazach BACH i BACH-ESD. Dane dostarczane przez niemiecki Bundesbank cechuje nadreprezentatywność sprawozdań finansowych dużych przedsiębiorstw. Tym samym dane charakteryzujące sektory z przewagą dużych firm, w tym produkcyjnych, należą do najbardziej reprezentatywnych. Przy tym są one oparte wyłącznie na sprawozdaniach finansowych spółek kapitałowych (*Kapitalgesellschaften*). Dane statystyczne opisujące polskie przedsiębiorstwa, dostarczane przez Główny Urząd Statystyczny, charakteryzują podmioty gospodarcze zorganizowane w formie spółek handlowych (osobowych i kapitałowych), spółek cywilnych, przedsiębiorstw państwowych, spółdzielni, oddziałów przedsiębiorców zagranicznych, państwowych jednostek organizacyjnych oraz osób fizycznych prowadzących działalność gospodarczą, w których liczba pracujących wynosi co najmniej 10 osób, prowadzących księgi rachunkowe lub podatkową księgę przychodów i rozchodów. Natomiast dane dotyczące przedsiębiorstw portugalskich, dostarczane przez Banco de Portugal (bank centralny Portugalii), obejmują niemal wszystkie przedsiębiorstwa w kraju, a tym samym są najbardziej reprezentatywne dla całej populacji firm.

3.2. Wyniki badań empirycznych

Badanie struktury kapitałowej przedsiębiorstw rozpoczęto od porównania ogólnej struktury finansowania. W tabeli 1 zaprezentowano udziały kapitałów własnych i obcych w majątku przedsiębiorstw produkcyjnych w latach 2005-2010 wyrażone w postaci średniej ważonej.

Tabela 1. Struktura kapitałów przedsiębiorstw produkcyjnych w latach 2005-2010

Lata	Udział kapitałów własnych w kapitałach ogółem			Udział kapitałów obcych w kapitałach ogółem		
	Polska	Niemcy	Portugalia	Polska	Niemcy	Portugalia
2005	0,4982	0,2994	0,4419	0,5018	0,7006	0,5581
2006	0,4948	0,3032	0,3680	0,5052	0,6968	0,6320
2007	0,5017	0,3100	0,3619	0,4983	0,6900	0,6381
2008	0,4661	0,2999	0,3546	0,5339	0,7001	0,6454
2009	0,4943	0,3042	0,3501	0,5057	0,6958	0,6499
2010	0,4981	0,3239	0,3497	0,5019	0,6761	0,6503

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ECCBSO, BACH (www.bachesd.banque-france.fr).

Z danych przedstawionych w tab. 1 wynika, że w latach 2005-2010 (z wyjątkiem 2008 r.) udział kapitałów własnych w polskich przedsiębiorstwach produkcyjnych

utrzymywał się na tym samym poziomie. W 2008 r. odnotowano 3,5-procentowy wzrost udziału wykorzystania kapitałów obcych w strukturze kapitałowej. Sytuacja ta mogła wynikać z faktu, że polskich przedsiębiorców zaczęły dotyczyć wówczas negatywne skutki kryzysu finansowego. Spowolnienie gospodarcze, obserwowane w drugim półroczu 2008 r., objawiało się m.in. w postaci ujemnego rocznego tempa produkcji sprzedanej przemysłu. Obniżenie produkcji sprzedanej w grudniu 2008 r. w porównaniu z analogicznym okresem w 2007 r. wystąpiło w 20 (spośród 29) działach przemysłu [NBP 2009, s. 4]. Zaobserwowany wzrost udziału kapitałów własnych w strukturze finansowania polskich przedsiębiorstw produkcyjnych w 2009 r. mógł wynikać ze stosunkowo dużej odporności, jaką wykazała się gospodarka krajowa wobec skutków kryzysu światowego. Pozytywne trendy, szczególnie widoczne w ostatnim kwartale, przejawiały się m.in. w postaci wzrostu produkcji przedsiębiorstw [NBP 2010, s. 4]. Wskutek tego udział kapitałów własnych powrócił do poziomu z lat 2005-2007, czyli blisko 50%.

Relacja kapitałów własnych do obcych w strukturze finansowania niemieckich firm produkcyjnych w latach 2005-2010 utrzymywała się praktycznie na tym samym poziomie. Większe zmiany to 1-procentowy spadek udziału finansowania środkami własnymi w 2008 r. oraz blisko 2-procentowy wzrost udziału tychże środków w 2010 r. Zmiany w 2008 r. można wiązać z załamaniem gospodarczym, które dotknęło niemiecką gospodarkę jesienią [Deutsche Bundesbank 2010, s. 27]. Z kolei wzrost udziału kapitałów własnych do 32% w 2010 r. wynika z ożywienia w niemieckiej gospodarce [Deutsche Bundesbank 2011, s. 47].

Natomiast w przypadku struktury finansowej podmiotów portugalskich znaczącą zmianę odnotowano w 2006 r. – 7-procentowy wzrost dźwigni finansowej. Wzrost udziału finansowania środkami obcymi nastąpił w dużej mierze na skutek wykupów lewarowanych, głównie z wykorzystaniem kredytów konsorcjalnych. Działaniom tym sprzyjała dobra kondycja finansowa przedsiębiorstw, wykazujących rosnący trend w zakresie rentowności, ich stosunkowo umiarkowany poziom zadłużenia oraz czynniki, takie jak niskie stopy procentowe, wzrost globalnej gospodarki oraz mała zmienność rynku [Banco de Portugal, s. 25-26]. W kolejnych latach udział kapitałów obcych w finansowaniu przedsiębiorstw produkcyjnych nieznacznie wzrastał, osiągając poziom 65% w roku 2010.

Tym samym polskie przedsiębiorstwa produkcyjne cechował znacznie większy udział kapitałów własnych w finansowaniu majątku niż podmioty niemieckie czy portugalskie. W latach 2005-2010 polskie firmy poddane analizie niemal w równej mierze wykorzystywały kapitał obcy i własny. Dowodzi to ich konserwatywnego podejścia do wykorzystywania kapitałów zewnętrznych.

Rozpatrując strukturę finansowania przedsiębiorstw, należy stwierdzić, że istotną informacją jest struktura długu. Zaprezentowano ją w tab. 2. Przedstawione w niej dane dowodzą, że w przedsiębiorstwach produkcyjnych w trzech analizowanych krajach zobowiązania krótkoterminowe stanowiły istotną część finansowania kapitałami obcymi. W 2009 r. odnotowano spadek udziału zobowiązań krótkotermino-

wych w kapitałach obcych. Sytuacja ta mogła wynikać z faktu, że przedsiębiorstwa dokonywały zamiany zadłużenia krótkoterminowego na długoterminowe w celu odroczenia terminu spłaty zobowiązań w okresie kryzysu. Z kolei wzrost udziału tychże zobowiązań w następnym roku można wiązać z ożywieniem gospodarczym w Europie i w poszczególnych gospodarkach krajowych.

Tabela 2. Struktura długu przedsiębiorstw produkcyjnych w latach 2005-2010

Lata	Zobowiązania krótkoterminowe/kapitały obce			Zobowiązania średnio- i długoterminowe, rezerwy i rozliczenia międzyokresowe/kapitały obce		
	Polska	Niemcy	Portugalia	Polska	Niemcy	Portugalia
2005	0,3468	0,3665	0,3454	0,6532	0,6335	0,6546
2006	0,3440	0,3800	0,4145	0,6560	0,6200	0,5855
2007	0,3389	0,3826	0,4171	0,6611	0,6174	0,5829
2008	0,3686	0,3634	0,3928	0,6314	0,6366	0,6072
2009	0,3204	0,3503	0,3780	0,6796	0,6497	0,6220
2010	0,3331	0,3683	0,4037	0,6669	0,6317	0,5963

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ECCBSO, BACH (www.bachesd.banque-france.fr).

Tabela 3. Udział pożyczek bankowych w długu

Lata	Udział pożyczek bankowych w kapitałach obcych ogółem			Udział krótkoterminowych pożyczek bankowych w kapitałach obcych ogółem			Udział średnio- i długoterminowych pożyczek bankowych w kapitałach obcych ogółem		
	Polska	Niemcy	Portugalia	Polska	Niemcy	Portugalia	Polska	Niemcy	Portugalia
2005	0,24	0,06	0,23	0,14	0,03	0,13	0,11	0,04	0,10
2006	0,25	0,07	0,22	0,14	0,03	0,13	0,11	0,03	0,09
2007	0,25	0,07	0,22	0,12	0,03	0,13	0,12	0,03	0,09
2008	0,26	0,08	0,24	0,16	0,03	0,12	0,10	0,05	0,12
2009	0,26	0,08	0,26	0,12	0,03	0,12	0,14	0,04	0,14
2010	b.d.	0,06	0,27	b.d.	0,02	0,11	0,12	0,04	0,17

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ECCBSO, BACH (www.bachesd.banque-france.fr).

Do najbardziej dotkliwych skutków kryzysu dla przedsiębiorstw, w szczególności dużych, zalicza się między innymi ograniczony dostęp do kredytów (inwestycyjnych i obrotowych) oraz większe obciążenia finansowe z nich wynikające. Tabela 3 prezentuje udział pożyczek bankowych w kapitałach obcych przedsiębiorstw produkcyjnych w latach 2005-2010.

Analizując dane prezentujące udział pożyczek bankowych w długu, trudno doszukać się potwierdzenia wyżej zaprezentowanej tezy. W przypadku polskich

i niemieckich przedsiębiorstw produkcyjnych udział kredytów bankowych w kapitałach obcych nieznacznie wzrastał w analizowanym okresie. Natomiast w przypadku przedsiębiorstw portugalskich udział pożyczek bankowych w długu wzrósł o 4% w 2010 r. w porównaniu z rokiem 2005. Jednocześnie w przypadku przedsiębiorstw produkcyjnych z Polski, Niemiec i Portugalii zaobserwowano malejący udział kredytów krótkoterminowych w latach 2005-2010. Dowodzi to tezy, że w okresie recesji przedsiębiorstwa dokonywały zamiany zadłużenia krótkoterminowego na długoterminowe w celu odroczenia terminu spłaty zobowiązań.

W latach zmiennej koniunktury gospodarczej warto zwrócić również uwagę, w jakim stopniu przedsiębiorstwa wykorzystywały zobowiązania nieodpłatne w finansowaniu swojej działalności. Tabela 4 prezentuje udział zobowiązań z tytułu dostaw i usług w kapitałach obcych ogółem.

Tabela 4. Udział zobowiązań z tytułu dostaw i usług w kapitałach obcych ogółem

Lata	Udział zobowiązań z tytułu dostaw i usług w kapitałach obcych ogółem		
	Polska	Niemcy	Portugalia
2005	0,36	0,10	0,27
2006	0,36	0,10	0,28
2007	0,36	0,10	0,28
2008	0,32	0,09	0,25
2009	0,34	0,08	0,24
2010	0,36	0,09	0,25

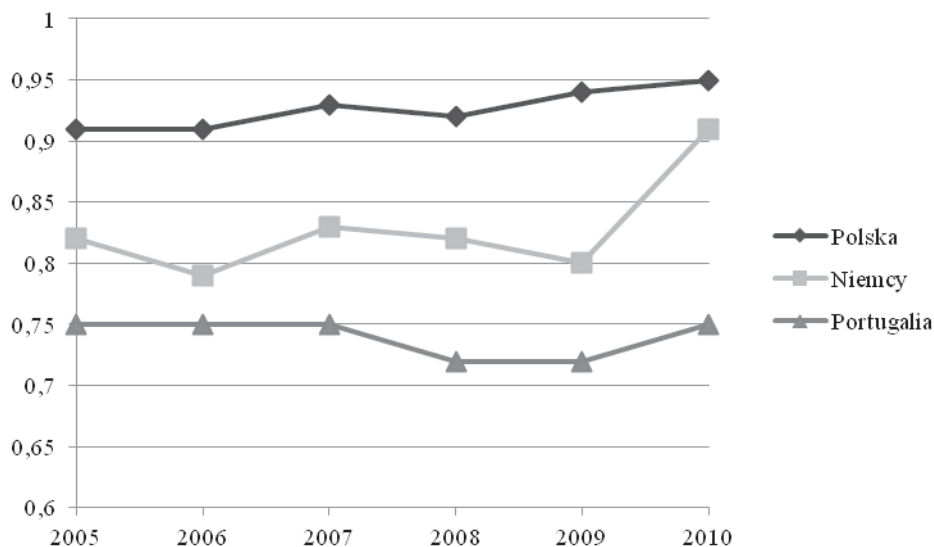
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ECCBSO, BACH (www.bachesd.banque-france.fr).

Z danych przedstawionych w tab. 4 wynika, że udział kredytu kupieckiego w kapitałach obcych ogółem w polskich przedsiębiorstwach był znacznie wyższy niż w przypadku podmiotów niemieckich i portugalskich. Warto zwrócić również uwagę, na jakim poziomie kształtowała się relacja otrzymanego kredytu kupieckiego do należności z tytułu dostaw i usług. Dane te przedstawiono w tab. 5 oraz na rys. 1.

Tabela 5. Struktura należności i zobowiązań z tytułu dostaw i usług w przedsiębiorstwach produkcyjnych

Lata	Należności z tytułu dostaw i usług/ aktywa ogółem			Zobowiązania z tytułu dostaw i usług/ aktywa ogółem		
	Polska	Niemcy	Portugalia	Polska	Niemcy	Portugalia
	2005	0,2	0,08	0,2	0,18	0,07
2006	0,2	0,08	0,23	0,18	0,07	0,17
2007	0,19	0,08	0,23	0,18	0,07	0,17
2008	0,18	0,08	0,22	0,17	0,06	0,16
2009	0,18	0,07	0,21	0,17	0,05	0,15
2010	0,19	0,06	0,21	0,18	0,06	0,16

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ECCBSO, BACH (www.bachesd.banque-france.fr).



Rys. 1. Relacja zobowiązań z tytułu dostaw i usług do należności z tytułu dostaw i usług w przedsiębiorstwach produkcyjnych

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ECCBSO, BACH (www.bachesd.banque-france.fr).

Z danych zaprezentowanych w tab. 5. oraz na rys. 1. wynika, że udział należności z tytułu dostaw i usług w aktywach ogółem był wyższy niż udział zobowiązań z tego tytułu. Oznacza to, że przedsiębiorstwa w większym stopniu kredytowały swoich klientów, niż były kredytowane przez dostawców. Przy tym w przypadku przedsiębiorstw polskich przewaga należności nad zobowiązaniami z tytułu dostaw i usług nie tylko nie była znacząca, ale również systematycznie malała w latach 2008-2010. Natomiast w przedsiębiorstwach portugalskich w 2006 r. odnotowano wzrost udziału należności i zobowiązań z tytułu dostaw i usług w aktywach ogółem w stosunku do 2005 r., przy czym ich wzajemna relacja pozostała na tym samym poziomie. W kolejnych czterech latach udziały zobowiązań i należności w aktywach ogółem, jak również ich wzajemna relacja nieznacznie malały. Trend ten został przelamany w 2010 r., w którym to odnotowano wzrost udziału zobowiązań, wskutek czego relacja wzrosła. Niemniej jednak spośród analizowanych przedsiębiorstw to podmioty portugalskie w największym stopniu finansowały swoje należności z tytułu dostaw i usług z innych źródeł niż kredyt kupiecki (25% tych należności w 2010 r.). Z kolei dla przedsiębiorstw polskich było to mniej niż 10% (5% w 2010 r.). Jednocześnie wzrost relacji zobowiązań bieżących do należności z tytułu dostaw i usług we wszystkich analizowanych krajach w 2010 r. można interpretować jako wprowadzenie przez przedsiębiorstwa ostrożniejszej polityki kredytowania swoich kontrahentów.

4. Podsumowanie

Z przeprowadzonej analizy wynika, że polskie przedsiębiorstwa produkcyjne cechował duży konserwatyzm w zakresie kształtowania struktury finansowej. Mniejszy udział finansowania majątku kapitałami obcymi skutkowało większą odpornością na ryzyka wynikające ze zmian koniunktury w ostatnich latach. W ich przypadku potwierdzenie znajduje teoria kolejności źródeł finansowania, według której przedsiębiorstwa preferują wewnętrzne źródła finansowania. Odróżnia je to od przedsiębiorstw niemieckich czy portugalskich, które w znacznie większym stopniu wykorzystywały kapitały obce w finansowaniu swojego majątku. Jednocześnie w przypadku trzech analizowanych rynków europejskich zobowiązania krótkoterminowe przedsiębiorstw produkcyjnych stanowiły istotną część (ok. 1/3) ich kapitałów obcych. Analiza danych statystycznych nie potwierdziła tezy, że w okresie kryzysu przedsiębiorstwa miały ograniczony dostęp do kredytów (inwestycyjnych i obrotowych), ponieważ udział pożyczek bankowych w kapitałach obcych ogółem badanych podmiotów w latach 2005-2010 wykazywał tendencję wzrostową. Porównując zaś udział finansowania zewnętrznego nieodpłatnego, jakim jest kredyt kupiecki, ustalono, że stanowił on zdecydowanie większą część kapitałów obcych wykorzystywanych w polskich przedsiębiorstwach produkcyjnych niż w niemieckich czy portugalskich. Zestawiając te dane z poziomem należności z tytułu dostaw i usług, stwierdzono, że polskie firmy w najmniejszym stopniu finansowały swoje należności z tytułu dostaw i usług z innych źródeł niż kredyt kupiecki.

Literatura

- Baza BACH-ESD: Banco de Portugal, Narodowy Bank Polski (*obliczenia NBP na podstawie danych z Głównego Urzędu Statystycznego*), Deutsche Bundesbank.
- Biuletyn informacyjny 12/2008*, NBP, Warszawa, marzec 2009.
- Biuletyn informacyjny 12/2009*, NBP, Warszawa, 2010.
- Brigham E., Gapenski L.C., *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa 2000.
- Damodaran A., *Finanse korporacyjne: teoria i praktyka*, wyd. II, Wydawnictwo Helion, Gliwice 2007.
- Delbreil M. i in., *Net equity and corporate financing in Europe: a comparative analysis of German, Austrian, Spanish, French and Italian companies with share capital during the period 1991-1993*, European Committee of Central Balance Sheet Offices, Working Group on Net Equity, 1998.
- Etragslage und Finanzierungsverhältnisse deutscher Unternehmen im Jahr 2008*, Deutsche Bundesbank, Frankfurt, styczeń 2010.
- Etragslage und Finanzierungsverhältnisse deutscher Unternehmen im Jahr 2010*, Deutsche Bundesbank, Frankfurt, grudzień 2011.
- Financial stability report 2006*, Banco de Portugal, Lizbona 2007.
- Iwin-Garżyńska J., *Symptomy kryzysu a struktura finansowania przedsiębiorstw polskich*, [w:] *Finanse przedsiębiorstw*, red. A. Kopiński, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 98, UE, Wrocław 2010.

- Jaworski J., *Teoria i praktyka zarządzania finansami przedsiębiorstw*, wyd. I, CeDeWu, Warszawa 2010.
- Kędzior M., *Międzynarodowa struktura kapitału przedsiębiorstw. Ujęcie rachunkowości i finansów*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2011.
- Matkowski Z., *Wpływ kryzysu globalnego na ogólną kondycję polskiej gospodarki*, [w:] *Biuletyn analityczny*, nr 4, Akademia Finansów, Warszawa 2010.
- Michalski G., *Wprowadzenie do zarządzania finansami przedsiębiorstw*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2010.

CAPITAL STRUCTURE OF MANUFACTURING COMPANIES IN POLAND, GERMANY AND PORTUGAL

Summary: Events in the global economy, such as processes of globalization, European integration, development of international capital and trade markets, increasing competition, as well as financial crisis have an impact to a varying degree on the financial conditions of enterprises. The aim of this paper is to compare the capital structures of Polish, German and Portuguese companies in the years 2005-2010. The analysis is based on data from BACH (Bank for the Accounts of Companies Harmonised) and BACH-ESD (European Sectoral references Database) databases describing manufacturing enterprises.

Keywords: capital structure, equity, debt, manufacturing companies.