

Mirosław Wypych

Uniwersytet Łódzki

SPÓŁKI GIEŁDOWE W ŚWIETLE REGUŁ FINANSOWANIA

Streszczenie: Celem artykułu jest ocena równowagi finansowej spółek giełdowych w okresie spowolnienia gospodarczego. Jako kryterium oceny równowagi finansowej przyjęto reguły finansowania przedsiębiorstwa. Analizą objęto 120 spółek krajowych reprezentujących przemysł przetwórczy, a źródło informacji stanowiły bilanse spółek sporządzone na koniec I kwartału lat 2009 i 2010. Wykazano, że reguły finansowania stanowią użyteczny instrument analizy równowagi finansowej nie tylko pojedynczych przedsiębiorstw, ale i ich zbiorów. Potwierdzono również istnienie związku między stanem gospodarki a kondycją przedsiębiorstw.

Słowa kluczowe: spółka giełdowa, finansowanie przedsiębiorstwa, struktura kapitału.

1. Wstęp

Racjonalne wykorzystanie zasobów kapitałowych przedsiębiorstwa determinowane jest między innymi przez wzajemne relacje między strukturą majątku a strukturą źródeł jego finansowania. Relacje te stanowią jeden z instrumentów oceny równowagi finansowej firmy i powszechnie uznawane są, obok mechanizmu dźwigni finansowej oraz kosztu kapitału, za ważne kryterium kształtowania struktury kapitałowej. W literaturze ekonomicznej określane są one jako reguły finansowania przedsiębiorstwa, a niektóre z nich także jako złote reguły finansowania. Celem artykułu jest prezentacja możliwości wykorzystania reguł finansowania do oceny równowagi finansowej nie tylko pojedynczych przedsiębiorstw, ale ich większych zbiorowości z uwzględnieniem specyfiki działalności. Analizą objęto 120 spółek giełdowych reprezentujących przemysł przetwórczy, a źródło informacji stanowią bilanse spółek sporządzone na koniec I kwartału 2009 i 2010 roku. Uzasadnieniem wyboru okresu analizy jest fakt, że w I kwartale 2009 r. dynamika PKB miała poziom najniższy w fazie jej tendencji spadkowej wywołanej globalnym kryzysem. Od tego kwartału dynamika PKB wzrasta i w I kwartale 2010 r. osiąga poziom zbliżony do stanu z IV kwartału 2008 r. W ten sposób uwzględniono również wpływ makroekonomicznych uwarunkowań koniunkturalnych na wyniki finansowe spółek.

2. Istota i interpretacja reguł finansowania

Reguły finansowania najczęściej są przedmiotem publikacji z zakresu rachunkowości oraz finansów firmy, głównie przy okazji przedstawiania zagadnień wykorzystania bilansu w analizie sytuacji finansowej przedsiębiorstwa. Bilans jest bowiem tym elementem sprawozdania finansowego, w którym ujęte są informacje o zasobach majątkowych przedsiębiorstwa i źródłach ich finansowania. Wśród autorów brak jest jednak pełnej zgodności, zarówno co do sposobów ujmowania oraz nazewnictwa reguł finansowania, jak i ich interpretacji. Uzasadnione jest więc usystematyzowanie wiedzy na ten temat, uwzględniające potrzeby niniejszego opracowania.

Termin „reguła” w znaczeniu encyklopedycznym oznacza zasadę postępowania przyjętą zwyczajowo, ustaloną przez kogoś lub ujętą w formie przepisu [*Słownik współczesnego...* 1998, s. 231]. Z pojęciem reguły spotkać się można w niemal wszystkich dziedzinach życia gospodarczego i społecznego. Przedmiotem naszego zainteresowania są reguły związane z finansowaniem przedsiębiorstwa. Nie są one usankcjonowane przepisami prawa, odzwierciedlają natomiast dorobek współdziałania naukowców, analityków finansowych i praktyków gospodarczych, stanowiąc pewnego rodzaju wymogi, których należy przestrzegać, podejmując decyzje w obszarze finansowania przedsiębiorstwa. Dotyczy to zarówno decyzji menedżerów zarządzających przedsiębiorstwem, jak i decyzji podmiotów dostarczających kapitał do przedsiębiorstwa.

Powszechnym w literaturze ekonomicznej uznaniem cieszą się zwłaszcza dwie reguły finansowania, określane jako złota reguła bilansowa i złota reguła bankowa. Opierają się one na założeniu, że podziałowi aktywów na majątek trwały i obrotowy odpowiada w pasywach podział na kapitał związany długoterminowo i kapitał związany krótkoterminowo [Bień 2005, s. 187; Walczak (red.) 2007, s. 353]. Ponieważ majątek trwały na długo pozostaje w przedsiębiorstwie i obciążony jest dużym ryzykiem, powinien być finansowany stabilnymi źródłami finansowania. Złota reguła bilansowa zostaje zachowana, jeżeli majątek trwały jest w pełni pokryty kapitałem własnym. Inaczej mówiąc, kapitał własny powinien być co najmniej równy aktywom trwałym. Reguła ta nazywana jest także złotą zasadą finansową lub złotą regułą bilansową w wąskim ujęciu [Waśniewski, Skoczylas 2004, s. 133; Bednarski, Kurtys (red.) 1993, s. 105].

Z tego względu, że często łatwiej jest uzyskać kapitał obcy aniżeli kapitał własny, dopuszcza się możliwość złagodzenia wymogu stawianego przez złotą regułę bilansową, zakładając, że majątek trwały winien być finansowany kapitałem stałym (kapitałem własnym i długoterminowym kapitałem obcym). Dostarczycielem długoterminowego kapitału obcego są głównie banki, dlatego w celu oznaczenia tego sposobu ujmowania relacji między kapitałem związanym długoterminowo a majątkiem trwałym przyjęło się określenie „złota reguła bankowa”. Złota reguła bankowa zostaje zachowana, jeżeli wartość kapitału stałego jest wyższa od wartości majątku trwałego. Niektórzy autorzy tę regułę nazywają złotą regułą bilansową w szerszym

znaczeniu [Waśniewski, Skoczylas 2004, s. 135] lub srebrną regułą bilansową [Sierpińska, Jachna 2004, s. 76]. Mimo że obie złote reguły poddawane są krytyce¹, często wykorzystuje się je w praktyce i badaniach empirycznych, formułując na ich podstawie wnioski co do kondycji finansowej przedsiębiorstw. Przeważa przy tym pogląd, iż ważniejsze jest zachowanie złotej reguły bankowej, która uwzględnia możliwość wykorzystania efektu dźwigni finansowej.

Następstwem przestrzegania zasad odnoszących się do finansowania majątku trwałego jest potrzeba sformułowania reguły określającej relację między kapitałem związanym krótkoterminowo a majątkiem obrotowym. Logiczne wydaje się, że zachowanie złotej reguły bankowej wymaga, aby aktywa obrotowe były wyższe od zobowiązań krótkoterminowych. Uważa się mianowicie, że przy prawidłowo prowadzonej polityce finansowej kapitały stałe powinny pokryć całość majątku trwałego i pewną część aktywów obrotowych, a konkretnie nie mniej niż jedną trzecią aktywów obrotowych [Sierpińska, Jachna 2004, s. 76]. Oznaczałoby to, że relacja między majątkiem obrotowym a zobowiązaniami krótkoterminowymi (wskaźnik bieżącej płynności finansowej) powinna wynosić co najmniej 1,5 i taką dolną granicę jej poziomu najczęściej podaje się w literaturze. Ze względu na zróżnicowanie struktury aktywów uwarunkowane specyfiką branżową oraz możliwość realizowania przez firmy różnych strategii finansowania spotkać się można z sugestią obniżenia tej granicy do 1,2, a nawet do 1,0 [Bielawska (red.) 2009, s. 202; Dębski 2005, s. 79; Prusak (red.) 2007, s. 100]. Niezależnie od sposobu podejścia do postulatu dotyczącego poziomu minimalnego wskaźnika bieżącej płynności finansowej uznać można za jedną z reguł finansowania.

Opisane trzy reguły wyrażają zależności między wybranym zbiorem składników pasywów i wybranym zbiorem składników aktywów. Reguły finansowania mogą być rozpatrywane także z punktu widzenia pionowej struktury pasywów: wskazuje się wówczas na zalecenia odnośnie do kształtowania właściwych proporcji między kapitałami własnymi i kapitałami obcymi [Bielawska 2000, s. 214]. Proporcje te są istotne dla zachowania niezależności finansowej, a więc niedopuszczenia do nadmiernego zadłużenia się i utraty wpływu zarządu na decyzje finansowe przedsiębiorstwa. Dla dawców kapitału obcego informacja o zbyt niskim poziomie kapitału własnego i jego niskim udziale w strukturze źródeł finansowania może budzić obawy o utratę zaangażowanych przez nich środków, ponieważ kapitał własny pełni funkcję gwarancyjną w stosunku do kapitału obcego. Oznaczałoby to, że przedsiębiorstwo nie powinno się zadłużać w stopniu większym niż 50%, a więc relacja między kapitałem własnym a zobowiązaniami powinna wynosić co najmniej 1:1.

Jest oczywiste, że wysoki poziom kapitału własnego w relacji do kapitału obcego świadczy o silnych podstawach finansowych firmy, ale niekoniecznie o jej

¹ Ze względu na ograniczenia objętościowe opracowania ten wątek pominięto. Uwagi krytyczne dotyczące złotych reguł finansowania zawierają m.in. prace [Bielawska 2001; Iwin-Garzyńska (red.) 2009].

rentowności. Biorąc pod uwagę korzyści związane z mechanizmem dźwigni finansowej, możliwość realizowania różnych strategii finansowania oraz zróżnicowanie specyfiki branżowej, postuluje się, aby udział kapitału obcego w stosunku do udziału kapitału własnego nie był więcej niż dwukrotnie wyższy, a więc nie przekraczał 67% wartości pasywów [Prusak (red.) 2007, s. 100; Sierpińska, Jachna 2004, s. 167]. Oznaczałoby to, że zgodnie z omawianą regułą finansowania, mimo zalecenia, aby udział kapitału własnego w finansowaniu aktywów był wyższy od 50%, dopuszcza się obniżenie tego progu do 33%. Taka interpretacja jest uzasadniona także z tego powodu, że niektórzy autorzy zwracają uwagę na zależność między kapitałem własnym a zobowiązaniami długoterminowymi, wyrażającą strukturę kapitału stałego. Postulują mianowicie, aby kapitały własne przekraczały poziom zobowiązań długoterminowych [Sierpińska, Jachna 2007, s. 89; Dębski 2005, s. 84]. Reasumując powyższe wywody, można uznać minimalne wartości progowe postulowane w przedstawionych regułach za kryteria oceny równowagi finansowej przedsiębiorstw. Zbiorcze ich ujęcie zawiera tab. 1.

Tabela 1. Reguły finansowania jako kryteria oceny równowagi finansowej przedsiębiorstwa

Relacja	Nazwa	Minimalne wartości postulowane dla zachowania równowagi finansowej
KW/AT	złota reguła bilansowa	>1, jeżeli przedsiębiorstwo nie posiada zobowiązań długoterminowych
		>0,5, jeżeli występują zobowiązania długoterminowe i spełniony jest warunek $KW > ZD$
(KW+ZD)/AT	złota reguła bankowa	>1, zaleca się ponadto, aby kapitał stały w 1/3 finansował majątek obrotowy
AO/ZK	wskaźnik bieżącej płynności finansowej	>1,5 (przy uwzględnieniu specyfiki branżowej i zróżnicowania strategii finansowania >1,2)
KW/(AT + OA)	wskaźnik finansowania aktywów kapitałem własnym	>1/2 (przy uwzględnieniu specyfiki branżowej i zróżnicowania strategii finansowania >1/3)

Oznaczenia: KW – kapitał własny, ZD – zobowiązania długoterminowe, ZK – zobowiązania krótkoterminowe, AT – aktywa trwałe, AO – aktywa obrotowe.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Bielawska (red.) 2009; Dębski 2005; Micherda (red.) 2004; Prusak (red.) 2007; Sierpińska, Jachna 2004; Walczak (red.) 2007].

3. Założenia metodyczne analizy i charakterystyka badanej zbiorowości

Jak podkreślono na wstępie, celem opracowania jest ocena równowagi finansowej przedsiębiorstw przemysłowych w okresie wahań koniunkturalnych w gospodarce polskiej, wywołanych światowym kryzysem ekonomicznym. Oceny tej dokonamy na podstawie przemysłowych krajowych spółek giełdowych.

W świetle danych statystycznych w Polsce nie odnotowano spadku PKB, a jedynie zaobserwowano przejściowe obniżenie tempa jego wzrostu. Najniższy wskaźnik dynamiki PKB, rozpatrywany w ujęciu kwartalnym, przypada na I kwartał 2009 r. (100,7%). W kolejnych kwartałach dynamika PKB wykazuje tendencję do wzrostu: w I kwartale 2010 r. wynosi 103,0% i jest zbliżona do poziomu z ostatniego kwartału 2008 r. (103,2%). Porównanie sytuacji z I kwartału 2009 i 2010 roku pozwoli więc ocenić wpływ konsekwencji spowolnienia gospodarczego na kondycję finansową spółek.

Jako kryterium wyboru spółek przyjęto obecność na giełdzie w okresie objętym analizą oraz przynależność do sektorów reprezentujących przemysł. Pominięte zostały spółki zagraniczne oraz spółki, w których między I kwartałem 2009 r. i I kwartałem 2010 r. nastąpiła zasadnicza zmiana w poziomie aktywów lub które odnotowały ujemny kapitał własny. Dotyczy to spółki Kolastyna (wartość aktywów zmniejszyła się z 150 do 84 mln zł), spółki Vistula (zmniejszenie aktywów z 790 do 629 mln zł) oraz spółki Odlewnie Polskie (ujemna wartość kapitału własnego przekracza 60 mln zł i jest ponaddwukrotnie większa od kwoty zobowiązań). Tego rodzaju przypadki mają charakter incydentalny i ich uwzględnienie zniekształciłoby rezultaty analizy. Łącznie analizą objęto 120 spółek, wyodrębniając dziesięć sektorów na podstawie klasyfikacji obowiązującej na GPW w Warszawie.

GPW do klasyfikacji spółek posługuje się terminami „makrosektor” i „sektor”. W ramach makrosektora „Przemysł” wyodrębnia się 13 sektorów, w tym 11 typowo przemysłowych (pozostałe to „Budownictwo” i „Inne”), które różnią się znacznie liczebnością spółek (rozpiętość od 5 do 25 spółek). W celu zniwelowania rozpiętości w liczebności zbiorów spółek dokonano nieznacznych zmian w klasyfikacji, nie mających większego znaczenia z merytorycznego punktu widzenia. Zatem spółki

Tabela 2. Klasyfikacja giełdowych spółek przemysłowych w układzie branżowym

Sektor	Nazwa skrócona	Liczba spółek
Przemysł spożywczy	SP	17
Przemysł lekki	LE	10
Przemysł drzewny i papierniczy	DP	9
Przemysł chemiczny i tworzyw sztucznych	CH	14
Przemysł farmaceutyczny	FA	8
Przemysł materiałów budowlanych	MB	15
Przemysł paliwowy	PA	5
Przemysł maszynowy	MA	17
Przemysł elektrotechniczny	EL	12
Przemysł metalurgiczny i wyrobów metalowych	ME	13

Źródło: opracowanie własne.

zaliczane zgodnie z systematyką obowiązującą na GPW do sektora przemysłu motoryzacyjnego włączono do przemysłu maszynowego, a spółki sektora przemysłu tworzyw sztucznych do przemysłu chemicznego. Z drugiej strony w ramach giełdowego sektora przemysłu elektromaszynowego, ze względu na dużą liczbę spółek, wyodrębniono sektor przemysłu maszynowego oraz sektor przemysłu elektrotechnicznego. Klasyfikację spółek w układzie sektorów oraz liczebność poszczególnych sektorów przedstawia tab. 2.

Wartość aktywów objętych analizą spółek w badanym okresie nieznacznie się zmniejszyła (na koniec I kwartału 2009 r. wynosiła 175,2 mld zł, a na koniec I kwartału 2010 r. 174,5 mld zł). Zasadniczej zmianie uległa struktura finansowania aktywów: udział kapitału własnego w pasywach zwiększył się z 49,7% do 54,4%, udział zobowiązań długoterminowych wzrósł z 15,7% do 19,1%, natomiast udział zobowiązań krótkoterminowych zmniejszył się z 34,6% do 26,5%. Zaobserwowane tendencje stanowią istotny argument uzasadniający celowość podjętej problematyki.

4. Reguły finansowania w praktyce na przykładzie przemysłowych spółek giełdowych

Wykorzystując kryteria wynikające z postulowanych wartości progowych określonych w regułach finansowania, w aplikacyjnej części artykułu dokonano oceny równowagi finansowej spółek. Zbiorcze wyniki analizy, odnoszące się do ogółu spółek, przedstawiono w tab. 3. Dla wskaźnika bieżącej płynności finansowej i wskaźnika udziału finansowania własnego przyjęto dwie wersje postulowanego wymogu minimalnego. Z kolei tab. 4 zawiera informacje umożliwiające ocenę równowagi finansowej spółek w układzie sektorowym. Pominięto w tym przypadku złotą regułę bilansową, wychodząc z założenia, że postulowane w niej wymogi zawarte są również w złotej regule bankowej. W odniesieniu do wskaźnika bieżącej płynności finansowej i wskaźnika udziału finansowania własnego ograniczono się do postulatu podstawowego.

Rozpatrując równowagę finansową spółek przez pryzmat kryteriów ujętych w regułach finansowania, sytuację można uznać za zadowalającą. Większość spółek spełnia minimalne wymogi wyznaczone w regułach finansowania, a w okresie objętym analizą obserwujemy wyraźną poprawę w tym obszarze.

Biorąc pod uwagę poszczególne kryteria oceny, na podkreślenie zasługują zwłaszcza wzrost poziomu wskaźnika bieżącej płynności finansowej oraz wzrost poziomu relacji wyrażającej złotą regułę bankową. Jest to konsekwencja sygnalizowanych wcześniej przekształceń w strukturze zadłużenia. Mimo tych pozytywnych tendencji trudno nie zauważyć, że niemal w co czwartej spółce wskaźnik bieżącej płynności nie przekracza poziomu 1,2 – z całą pewnością w niektórych przypadkach nie wynika to z przyjętej strategii finansowania, lecz sygnalizuje kłopoty z wypłacalnością.

Tabela 3. Stopień spełniania przez spółki wymogów określonych w regulach finansowania (stan na 31.03.2009 i 31.03.2010)

Relacja	Poziom przeciętny dla ogółu spółek		Odsetek spółek wykazujących wzrost relacji	Odsetek spółek spełniających postulowany wymóg minimalny	
	2009	2010		2009	2010
KW/AT	0,78	0,85	68,3	70,8	73,3
(KW + ZD)/AT	1,03	1,45	61,6	83,3	89,2
AO/ZK _{min. 1,5}	1,14	1,38	61,7	54,2	56,7
AO/ZK _{min. 1,2}				76,7	77,5
KW/Pasywa _{min. 50%}	0,50	0,54	74,2	64,2	65,8
KW/Pasywa _{min. 33%}				90,0	93,3

Źródło: opracowanie własne na podstawie [*Wyniki spółek giełdowych...* 2010].

Dane zawarte w tab. 3 wskazują ponadto, że polskie spółki giełdowe w stosunkowo małym stopniu wykorzystują mechanizm dźwigni finansowej. Informuje o tym dość wysoki poziom finansowania aktywów kapitałem własnym i tendencja do wzrostu w tym obszarze. Prawie dwie trzecie spółek charakteryzuje się udziałem kapitału własnego przekraczającym 50%, a trzy czwarte spółek zwiększyło udział finansowania własnego. Także relacja wyrażająca złotą regułę bilansową jest wysoka: w 2010 r. dla ogółu spółek wyniosła 0,85, a ponad 70% spółek odnotowało jej poziom powyżej 1,0. Z jednej strony świadczy to o przestrzeganiu przez spółki wymogu określonego przez złotą regułę bilansową, z drugiej jednak strony wskazuje na niechęć spółek do korzystania z długoterminowych kapitałów obcych. Dlatego zmniejszanie się udziału kapitału własnego w kapitale stałym, o czym sygnalizuje wyższy wzrost udziału spółek spełniających regułę bankową niż udziału spółek spełniających regułę bilansową, ocenić należy pozytywnie.

Analiza równowagi finansowej w układzie sektorowym (tab. 4) wskazuje, że w najmniej korzystnej sytuacji znajdują się przemysł spożywczy oraz przemysł drzewno-papierniczy. Wymienione sektory, rozpatrywane jako całość, nie spełniały żadnego z wymogów postulowanych w regulach finansowania. Potwierdzają to również dane odnoszące się do konkretnych spółek. Spośród wszystkich objętych analizą spółek dwanaście nie spełniało żadnego postulatu reguł finansowania, połowa z nich to spółki reprezentujące przemysł spożywczy (Duda, Kofola, Żywiec) i przemysł drzewno-papierniczy (Artic Paper, Drewex, Grajewo). Szczególnie niepokojący jest bardzo niski wskaźnik płynności finansowej w przemyśle spożywczym, dla całego sektora wynoszący zaledwie 1,01, a w co trzeciej spółce nie przekraczający poziomu 1,5. Co więcej, ponad połowa spółek (dziewięć spośród siedemnastu) wskaźnik ten miała niższy o 1,2 (m.in. spółki Duda i Żywiec). W zbliżonej sytuacji znajduje się przemysł drzewno-papierniczy – nie spełniony jest warunek złotej reguły bankowej, co trzecia spółka posiada wskaźnik bieżącej płynności poniżej 1,5, najniższy jest

udział kapitału własnego w pasywach. Jednak w tym przypadku w okresie objętym analizą daje się zaobserwować wyraźną poprawę relacji charakteryzujących równowagę finansową.

Tabela 4. Wybrane reguły finansowania według sektorów (stan 31.03.2010)

Wyszczególnienie	KS/MT > 1,0			MO/ZK > 1,5			KW/Pasywa > 0,50		
	poziom relacji	odsetek		poziom relacji	odsetek		poziom relacji	odsetek	
		a	b		a	b		a	b
Spółki ogółem	1,45	89,2	61,6	1,38	56,7	61,7	0,54	65,8	74,2
Sektory (nazwy skrócone)									
SP	0,99	76,4	70,5	1,01	35,3	52,9	0,46	47,1	70,5
LE	1,14	70,0	40,0	1,31	40,0	40,0	0,54	60,0	40,0
DP	0,99	77,8	88,9	1,35	33,3	77,8	0,38	44,4	77,8
CH	1,15	92,9	50,0	1,24	57,1	50,0	0,51	71,4	85,7
FA	1,11	100,0	62,5	1,30	75,0	75,0	0,65	100,0	87,5
MB	1,30	93,3	58,8	1,58	53,3	70,5	0,50	66,7	76,5
PA	1,10	80,0	50,0	1,28	40,0	50,0	0,53	40,0	100
MA	1,36	94,1	46,7	1,91	76,5	53,3	0,65	76,5	73,3
EL	1,72	100,0	61,5	1,83	83,3	69,2	0,55	69,2	69,2
ME	1,34	100,0	66,7	2,08	53,8	75,0	0,68	75,0	75,0

Oznaczenia:

a – odsetek spółek spełniających postulowany wymóg minimalny,

b – odsetek spółek wykazujących wzrost poziomu relacji.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Wyniki spółek giełdowych... 2010].

Z kolei najkorzystniej, w świetle wymienionych kryteriów, prezentują się przemysł maszynowy oraz przemysł elektrotechniczny, charakteryzujące się relatywnie wysokim poziomem wskaźnika bieżącej płynności finansowej i jednocześnie najwyższym udziałem spółek spełniających minimalny wymóg dotyczący płynności. Sektory te posiadają również wysoki udział finansowania własnego i niemal wszystkie spółki spełniają warunek złotej reguły bankowej. Na wyróżnienie zasługuje ponadto przemysł metalurgiczny i metalowy, gdzie poziom wskaźnika płynności finansowej jest najwyższy (przekracza 2,0), wszystkie spółki spełniają wymóg złotej reguły finansowej, a trzy czwarte spółek charakteryzuje się udziałem kapitału własnego przekraczającym 50%. W tym przypadku jednak na poziom płynności finansowej sektora jako całości znaczny wpływ ma spółka KHGM, której majątek obrotowy przekracza trzy czwarte wartości aktywów obrotowych sektora, a wskaźnik bieżącej płynności finansowej w 2010 r. wynosił 2,27 (z pominięciem KGHM wskaźnik ten dla sektora osiągnął poziom 1,77). Wypada jeszcze zwrócić uwagę na przemysł farmaceutyczny: wprawdzie wskaźnik bieżącej płynności finansowej dla

całego sektora jest relatywnie niski, to w trzech czwartych spółek wynosi on ponad 1,5, a wszystkie spółki spełniają wymóg złotej reguły bankowej i finansują majątek głównie kapitałem własnym.

Do reguł finansowania i wyników przeprowadzonej na ich podstawie analizy nie można podchodzić bezkrytycznie, tym bardziej że wyeksponowany został jedynie aspekt postulatów dotyczących wartości minimalnych. Pominęto kwestię optymalizacji struktury finansowania i jej związków z realizacją finansowych celów przedsiębiorstwa. Przyjęto mianowicie założenie, że potrzeby kapitałowe firm są znane, a istotne jest określenie warunków, jakie powinny być spełnione, aby sfinansować te potrzeby i jednocześnie utrzymać równowagę finansową. Postępowanie zgodnie z regułami finansowania nie gwarantuje, a nawet pozostaje w sprzeczności z zasadą maksymalizacji rentowności zainwestowanego kapitału, a więc nie przyczynia się do maksymalizacji wartości rynkowej przedsiębiorstwa. Jednak mimo że teoria wypracowała szereg metod optymalizacji struktury kapitałowej, to w praktyce wykorzystanie przedstawionych reguł do oceny sytuacji finansowej przedsiębiorstw jest powszechne. Ich przestrzeganie zwiększa poczucie pewności finansowej, sprzyja utrzymaniu równowagi finansowej, zmniejsza prawdopodobieństwo wystąpienia trudności płatniczych, wpływa na wzrost wiarygodności przedsiębiorstwa.

5. Podsumowanie

Przedstawiona analiza daje przybliżony obraz sytuacji finansowej polskich przedsiębiorstw w okresie spowolnienia gospodarczego. Na przykładzie giełdowych spółek przemysłowych wykazano istnienie współzależności między stanem gospodarki a kondycją przedsiębiorstw. Większość objętych badaniem spółek w okresie największego osłabienia koniunktury, obserwowanego na początku 2009 r., zachowała równowagę finansową, a w miarę poprawy wskaźników makroekonomicznych umocniła ją. Nie oznacza to jednak, że skutki spowolnienia w jednakowym stopniu odczuły wszystkie dziedziny przemysłu, co również zostało stwierdzone. Wydaje się więc, że reguły finansowania stanowią użyteczny instrument analizy równowagi finansowej nie tylko pojedynczych przedsiębiorstw, ale i ich zbiorów.

Literatura

- Bednarski L., Kurtys E. (red.), *Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 1993.
- Bielawska A., *Finanse przedsiębiorstwa. Teoria i praktyka*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2000.
- Bielawska A., *Złota reguła*, „Finansista” 2001, nr 2.
- Bielawska A. (red.), *Nowoczesne zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, C.H. Beck, Warszawa 2009.
- Bień W., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2005.

- Dębski W., *Teoretyczne i praktyczne aspekty zarządzania finansami przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005.
- Iwin-Garzyńska J. (red.), *Finanse podmiotów prywatnych i publicznych w Polsce*, Economicus, Szczecin 2009.
- Miarecka A., *Znaczenie złotych reguł finansowania w kształtowaniu struktury kapitałowej przedsiębiorstwa*, „e-Finanse, Finansowy Kwartalnik Internetowy”, www.e-finanse.com.
- Micherda B. (red.), *Współczesna analiza finansowa*, Kantor Wydawniczy Zakamycze, Kraków 2004.
- Prusak B. (red.), *Ekonomiczne i prawne aspekty upadłości przedsiębiorstw*, Difin, Warszawa 2007.
- Sierpińska M., Jachna T., *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004.
- Sierpińska M., Jachna T., *Metody podejmowania decyzji finansowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- Słownik współczesnego języka polskiego*, t. 2, Przegląd Readers Digest, Warszawa 1998.
- Walczak M. (red.), *Analiza finansowa w zarządzaniu współczesnym przedsiębiorstwem*, Difin, Warszawa 2007.
- Waśniewski T., Skoczylas W., *Teoria i praktyka analizy finansowej w przedsiębiorstwie*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2004.
- Wyniki spółek giełdowych za I kwartał 2010 roku*, „Parkiet” 2010, nr 117/118.

STOCK LISTED EXCHANGE COMPANIES IN THE LIGHT OF FINANCING RULES

Summary: This article aims to assess the financial stability of listed companies during the economic slowdown. As a measure of financial sustainability rules for the financing company were adopted. The analysis included 120 domestic companies representing the manufacturing industry, and corporate balance sheets prepared at the end of the first quarter of 2009 and 2010 were the source of information. It was shown that the funding rules could constitute a useful instrument to analyze the financial stability not only of individual companies, but also their collectiveness. Also a link between the state of the economy and the soundness of companies was confirmed.