

Anna Marzec, Danuta Redel

Zmiany w źródłach finansowania aktywów przedsiębiorstw w Polsce w latach 2003-2007

Ekonomiczne Problemy Usług nr 39, 69-76

2009

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

ANNA MARZEC

DANUTA REDEL

Szkola Główna Handlowa w Warszawie

ZMIANY W ŹRÓDŁACH FINANSOWANIA AKTYWÓW PRZEDSIĘBIORSTW W POLSCE W LATACH 2003–2007

Wprowadzenie

Rozszerzanie zakresu działalności przedsiębiorstwa wymaga pozyskiwania nowych źródeł finansowania. Przedsiębiorstwo staje zatem przed wyborem, z jakich nowych sposobów finansowania powinno korzystać w pierwszej kolejności, a które mogą się okazać mniej korzystne. Wybór źródeł finansowania uzależniony jest od kilku czynników, z których najważniejsze to koszt pozyskiwanego w ten sposób kapitału, jego dostępność dla firmy, ryzyko związane z wyborem określonego źródła finansowania, a także rodzaj informacji, jaką przedsiębiorstwo przekazuje dokonując wyboru określonej formy finansowania. Powstała na ten temat obszerna literatura. Znałe są także wyniki szeregu badań empirycznych, przeprowadzanych w różnych krajach¹.

Zgodnie z teorią hierarchii źródeł finansowania przedsiębiorstwa, szczególnie te z grupy małych i średnich, w pierwszej kolejności wybierają zwiększanie kapitału poprzez zatrzymywanie wypracowanych zysków. Jest to źródło najłatwiej dostępne i mało ryzykowne. Wyczerpanie się tego źródła zwiększania kapitału skłania firmę do zwiększania zadłużenia, w pierwszej kolejności krótkoterminowego (w tym poprzez wzrost kredytu kupieckiego), a następnie długoterminowego. Dopiero dalszy wzrost zapotrzebowania na kapitał powoduje, że przedsiębiorstwa sięgają po zewnętrzne źródła finansowania kapitałem własnym (dopłaty wspólników, emisja akcji, *venture capital* itp.). Sądzymy, że dla zwerifikowania tej teorii warto podjąć badania nad zmianami źródeł finansowania aktywów w polskich przedsiębiorstwach w latach 2003–2007².

¹ Także w polskiej literaturze ekonomicznej temat ten był niejednokrotnie podejmowany. Przykładami mogą być opracowania: A. Kurczewska: *Wybór poziomu i formy finansowania małych i średnich przedsiębiorstw – podstawy teoretyczne i sposoby testowania* oraz J. Kubiak: *Teoria hierarchii a pozyskiwanie źródeł finansowania przez małe i średnie przedsiębiorstwa*. W: *Współczesne finanse. Stan i perspektywy rozwoju finansów przedsiębiorstw i ubezpieczeń*. Red. B. Kołosowska. Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń 2008.

² Przedstawione w dalszej części referatu dane statystyczne dotyczą przedsiębiorstw, w których liczba pracujących wynosi 10 i więcej osób i które składają sprawozdania statystyczne: bilans i rachunek wyników.

Wzrost przychodów i ich wpływ na zmiany wartości aktywów w przedsiębiorstwach w latach 2003–2007

Lata 2003–2007 były nie tylko w Polsce okresem systematycznie poprawiającej się koniunktury gospodarczej, a co za tym idzie wzrostu popytu na wytwarzane przez przedsiębiorstwa produkty. Przychody polskich przedsiębiorstw w 2007 roku były o 53,8% wyższe od tych z 2003 roku Najszybciej (o 62,2% w porównaniu z 2003 r.), między innymi ze względu na dynamiczne zwiększanie się liczby firm³, wzrosły przychody w dużych przedsiębiorstwach. W firmach średniej wielkości przychody wzrosły o 56,1%, a w małych o 27,9%. Liczba pracujących w sektorze przedsiębiorstw zwiększyła się o 15,2% (o 19,6% w dużych, o 12,7% w średnich i o 5,6% w małych).

Dynamiczny wzrost przychodów, przy mniej niż proporcjonalnym wzroście kosztów, spowodował, że w 2007 roku wartość wyniku finansowego brutto była w przedsiębiorstwach ponad trzykrotnie wyższa niż w 2003 roku. W dużych i średnich firmach dynamika tego wzrostu była jeszcze wyższa.

Tabela 1

Dynamika wzrostu przychodów, kosztów i wyników finansowych w przedsiębiorstwach w latach 2003–2007 (w cenach bieżących, w %; rok 2003 = 100)

Wyszczególnienie	Przychody	Koszty	Wyniki finansowe	
			brutto	netto
Ogółem	153,8	148,8	322,5	410,9
– małe	127,9	124,9	230,6	238,4
– średnie	156,1	151,0	356,1	482,9
– duże	162,2	156,5	348,9	488,9

Źródło: obliczenia własne na podstawie wydawnictw GUS *Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych* z lat 2003–2007.

Jeszcze szybszy był wzrost wartości realizowanych przez polskie przedsiębiorstwa zysków netto. W 2007 roku ich wartość była ponad czterokrotnie większa od tej z 2003 roku, przy czym w dużych i średnich firmach wzrost ten był niemal pięciokrotny. Wynikało to nie tylko z poprawy zyskowności, ale także z tego, że od 2004 roku zmniejszona została stawka podatku dochodowego od osób prawnych z 27% w 2003 roku do 19% od 2004 roku.

Dynamiczny wzrost przychodów wymagał dodatkowych nakładów na wzrost wartości aktywów w przedsiębiorstwach. Wartość posiadanych przez przedsiębiorstwa aktywów trwałych zwiększyła się w 2007 roku w porównaniu z 2003 rokiem o 42,6%. W najwięk-

³ W 2007 r. dużych przedsiębiorstw (o liczbie pracujących 250 i więcej osób) było o 577 więcej niż w 2003 r., średnich firm (o liczbie pracujących od 50 do 249 osób) było o 1557 więcej, natomiast liczba małych przedsiębiorstw (zatrudniających do 49 pracowników) prawie się w tym okresie nie zmieniła.

szym stopniu (o 56,3%) zwiększyły się aktywa trwałe w średnich firmach, nieco mniej (o 42,7%) w dużych. Wzrost wartości aktywów trwałych w małych przedsiębiorstwach był relatywnie niewielki (o 21,3% w porównaniu z 2003 r.), wynikał jednak m.in. z niewielkiego przyrostu liczby tego typu przedsiębiorstw.

Tabela 2

Dynamika zmian wartości aktywów w przedsiębiorstwach w latach 2003–2007
(w cenach bieżących, w %; rok 2003 = 100)

Wyszczególnienie	Aktywa trwałe	Aktywa obrotowe	w tym:		
			zapasy	należności	inwestycje krótkoterminowe
Ogółem	142,6	165,4	175,8	148,3	194,0
– małe	121,3	143,8	147,2	132,4	164,7
– średnie	156,3	169,1	182,3	149,0	202,5
– duże	142,7	171,5	183,3	154,1	200,3

Źródło: jak w tabeli 1.

W warunkach szybkiego wzrostu popytu wartość aktywów obrotowych w przedsiębiorstwach rosła w latach 2003–2007 szybciej niż aktywów trwałych. Dla ogółu firm dynamika wzrostu aktywów obrotowych wynosiła 65,4%. Im większe przedsiębiorstwa tym dynamika wzrostu wartości aktywów obrotowych była w analizowanym okresie wyższa. W dużych przedsiębiorstwach zwiększyła się ona o 71,5%, w średnich o 69,1%, a w małych o 43,8%.

Spośród aktywów obrotowych najszybciej w latach 2003–2007 zwiększała się wartość posiadanych przez przedsiębiorstwa zapasów. Warto przy tym zauważyć, że wartość zapasów we wszystkich grupach przedsiębiorstw rosła w analizowanym okresie szybciej od przychodów ze sprzedaży. W warunkach dynamicznego wzrostu popytu przedsiębiorstwa starały się utrzymywać większe zapasy, aby w każdym momencie móc natychmiast odpowiedzieć podażą swoich produktów na kolejny, spodziewany wzrost popytu. Takie postępowanie doprowadziło jednak do wydłużenia się okresu obrotu zapasami, dla ogółu przedsiębiorstw z 27 dni w 2003 roku do 31 dni w 2007 roku.

Wartość należności przedsiębiorstw zwiększała się w latach 2003–2007 wolniej niż przychody ze sprzedaży. Jedynie w małych firmach wzrost należności był szybszy od wzrostu przychodów i w tej grupie przedsiębiorstw o 2 dni wydłużył się okres ich spływu (z 55 dni w 2003 r. do 57 dni w 2007 r.). W średnich i dużych przedsiębiorstwach okres spływu należności w 2007 roku był o 2–3 dni krótszy niż w 2003 roku.

Bardzo dynamicznie zwiększała się w latach 2003–2007 wartość krótkoterminowych inwestycji w przedsiębiorstwach. W dużych i średnich firmach była ona w 2007 roku ponad dwukrotnie wyższa od tej z 2003 roku. W małych przedsiębiorstwach krótkoterminowe

inwestycje w 2007 roku o około 65% przekraczały te z 2003 roku. Przedsiębiorstwa posiadały zatem dość znaczne zasoby płynnych środków obrotowych, jednak rosnąca wartość ich majątku wymagała wzrostu źródeł finansowania.

Źródła finansowania majątku przedsiębiorstw w latach 2003–2007

W latach 2003–2007 polskie przedsiębiorstwa małe, średnie i duże preferowały finansowanie swojej działalności przede wszystkim kapitałami własnymi. W 2007 roku wartość kapitałów własnych w przedsiębiorstwach ogółem była o prawie 77% wyższa niż w 2003 roku. W największym stopniu wzrost ten odnotowano w grupie przedsiębiorstw średnich, bo aż o 80%, najmniejszy w grupie przedsiębiorstw małych, bo o 71,5%, a przedsiębiorstwa duże cechowały się wzrostem odpowiadającym poziomowi ogółu przedsiębiorstw, czyli około 77%.

Tabela 3

Dynamika zmian wartości kapitałów własnych i obcych w przedsiębiorstwach w latach 2003–2007 (w cenach bieżących, w %; rok 2003 = 100%)

Wyszczególnienie	Kapitały własne	Zobowiązania i rezerwy		
		ogółem	zobowiązania długoterminowe	zobowiązania krótkoterminowe
Ogółem	176,8	129,4	107,6	133,4
– małe	171,5	104,8	118,9	98,0
– średnie	180,0	144,4	151,8	138,6
– duże	176,6	131,2	89,2	145,8

Źródło: jak w tabeli 1.

Na zaistniały proces miały niewątpliwie wpływ systematyczna poprawa koniunktury gospodarczej, wejście Polski do Unii Europejskiej, znaczny wzrost popytu na wytwarzane dobra, wzrost efektywności gospodarczej, rosnące zyski i konieczność rozwoju przedsiębiorstw w okresie rosnącej konkurencji.

Dynamiczny wzrost kapitałów własnych wpłynął również na korzystne zmiany w strukturze źródeł finansowania poprzez zwiększenie kapitału stałego.

W 2003 roku udział kapitału stałego dla ogółu przedsiębiorstw, a także dla grupy małych i dużych przedsiębiorstw w sumie bilansowej był mniejszy niż aktywów trwałych, w związku z tym część zobowiązań krótkoterminowych była wykorzystywana do ich finansowania, co nie było korzystne. Natomiast od 2004 roku dla większości przedsiębiorstw sytuacja w tym względzie się zmienia, relacja ta przyjmuje kierunek odmienny i systematycznie z okresu na okres się zwiększa. W roku 2007 relacja ta jest najkorzystniejsza dla gru-

py przedsiębiorstw małych, w których udział kapitałów stałych w finansowaniu aktywów obrotowych wynosi aż 10,8%, natomiast w grupie przedsiębiorstw dużych zaledwie 1%.

Tabela 4

Finansowanie aktywów kapitałem stałym (w %, suma bilansowa = 100%)

Wyszczególnienie	Kapitały stałe					Aktywa trwałe				
	2003	2004	2005	2006	2007	2003	2004	2005	2006	2007
Ogółem	61,5	62,9	63,6	63,3	64,6	63,6	61,7	60,6	59,4	60,1
– małe	55,1	58,3	62,0	63,5	65,7	59,0	56,9	55,3	53,5	54,9
– średnie	61,0	63,3	62,6	62,6	65,7	59,1	58,1	56,8	55,0	57,2
– duże	63,7	63,9	64,5	63,6	63,8	67,0	64,7	63,8	63,0	62,8

Źródło: jak w tabeli 1.

Należy podkreślić, że przedsiębiorstwa, szczególnie te z grupy małych i średnich w pierwszej kolejności wybierają zwiększenie kapitału własnego poprzez zatrzymanie wypracowanych zysków. Dostępne dane statystyczne nie pozwalają w zasadzie precyzyjnie określić jaka część przyrostu finansowana kapitałem własnym pochodziła z zatrzymanych przez przedsiębiorstwo zysków, a jaka była pozyskana z zewnątrz. Niemniej jednak można oszacować, w jakim stopniu przyrost własnego zasilania mógłby być sfinansowany z wypracowanych zysków, gdyby w całości je zatrzymać w przedsiębiorstwach.

Tabela 5

Udział wyniku finansowego netto lat 2003–2007 w wartości przyrostu kapitału własnego (w %)

Wyszczególnienie	2003	2004	2005	2006	2007
Ogółem	88,6	87,3	116,8	63,0	82,1
– małe	121,5	71,9	176,6	84,8	98,1
– średnie	73,2	167,5	92,9	52,8	74,7
– duże	90,3	77,2	122,0	63,9	82,0

Źródło: jak w tabeli 1.

W badanym okresie w grupie małych przedsiębiorstw można byłoby w ten sposób sfinansować niemal cały przyrost kapitału własnego (98,1%), w średnich około 75%, a w dużych nieco ponad 80%. Przedsiębiorstwa preferują to źródło finansowania, ponieważ jest najłatwiej dostępne, mało ryzykowne, nie wymaga przekazywania informacji o przedsiębiorstwie i dzielenia się władzą (utrata pełnej niezależności).

W przypadku wyczerpania tego źródła zwiększania kapitału przedsiębiorstwa zmuszone są do zwiększania zadłużenia.

W latach 2003–2007 wśród kapitałów obcych przedsiębiorstwa preferowały krótkoterminowe zobowiązania (wzrost o 33,4%), ceniąc je wyżej od zobowiązań długoterminowych (wzrost o 7,6%). Obserwacje te są zgodne z preferencjami grupy dużych przedsiębiorstw, w których odnotowano nawet zmniejszenie się o 10,8% wartości zobowiązań długoterminowych w stosunku do 2003 roku, przy ponad 45% wzroście wartości zobowiązań krótkoterminowych. Odmienne skłonności można zaobserwować w grupie przedsiębiorstw średnich oraz małych, w których szybszy był wzrost wartości zobowiązań długoterminowych od zobowiązań krótkoterminowych.

Należy zaznaczyć, że dość dynamicznie (choć od relatywnie niskiej podstawy) zwiększyła się w badanym okresie wartość zaciągniętych przez przedsiębiorstwa kredytów i pożyczek długoterminowych (wzrost o 64,2%) i krótkoterminowych (wzrost o 63,6%). Przy czym najszybciej wartość kredytów i pożyczek długoterminowych (ponad 2,3-krotnie) i krótkoterminowych (ponad 2-krotnie) zwiększyła się w grupie średnich przedsiębiorstw. W grupie przedsiębiorstw małych wartość tego rodzaju zadłużenia wzrosła odpowiednio o 63,7% oraz o 50%. Natomiast zróżnicowane tendencje można zaobserwować w grupie przedsiębiorstw dużych, w których zadłużenie z tytułu kredytów i pożyczek długoterminowych zwiększyło się zaledwie o 36,2%, podczas gdy zadłużenie tego rodzaju wzrosło aż o prawie 90%.

Warto zwrócić uwagę, że w 2007 roku kredyty i pożyczki ogółem w 15,4% finansowały wartość aktywów przedsiębiorstw, z tego 8,1% przypada na kredyty i pożyczki długoterminowe, a 7,2% na krótkoterminowe. W 2003 roku kredyty i pożyczki ogółem finansowały aktywa w 13,4%, w tym odpowiednio 7,5 i 5,9%.

Jak wcześniej wspomniano istotne znaczenie w finansowaniu przedsiębiorstw mają zobowiązania krótkoterminowe, które w badanym okresie wzrosły o ponad 30%. Przy czym dynamika zmian poszczególnych rodzajów zobowiązań krótkoterminowych była zróżnicowana.

Tabela 6

Struktura zobowiązań krótkoterminowych w przedsiębiorstwach w latach 2003–2007
(w %, zobowiązania krótkoterminowe = 100%)

Wyszczególnienie	Kredyty i pożyczki	Zobowiązania z tytułu dostaw	Zobowiązania z tytułu podatków, ceł i innych
Ogółem	25,6	51,4	23,0
– małe	28,0	53,6	18,4
– średnie	28,3	53,3	18,4
– duże	23,5	49,7	26,8

Źródło: jak w tabeli 1.

Najszybciej wzrosła wartość kredytów i pożyczek krótkoterminowych o ponad 80%, zobowiązania z tytułu usług zwiększyły się o ponad 37%, natomiast wartość innych zobowiązań zmniejszyła się o 2,4%. Opisane tendencje sprawiły, że w analizowanym okresie zmieniła się w polskich przedsiębiorstwach struktura zobowiązań krótkoterminowych. W strukturze tej wzrósł udział kredytów i pożyczek z 18,8% w 2003 roku do 25,6% w 2007 roku oraz zobowiązań z tytułu dostaw z 50 do 51,4%. Zmniejszył się natomiast udział zobowiązań krótkoterminowych z tytułu zadłużenia przedsiębiorstw z tytułu podatków, cel i ubezpieczeń oraz innych z 31,4% w 2003 roku do 23% w 2007 roku.

Podsumowanie

Lata 2003–2007 były nie tylko w Polsce okresem dobrej koniunktury gospodarczej. Dynamiczny wzrost przychodów przedsiębiorstw wymagał zwiększania ich majątku, a co za tym idzie poszukiwania nowych źródeł jego finansowania. Polskie przedsiębiorstwa preferowały w tym okresie finansowanie swojej działalności przede wszystkim kapitałami własnymi. Ich wartość zwiększyła się w 2007 roku w porównaniu z 2003 roku o 76,8%. W tym samym czasie wartość zobowiązań wzrosła tylko o niecałe 30%. W 2007 roku kapitały stałe (kapitał własny powiększony o długoterminowe zobowiązania) finansowały we wszystkich grupach przedsiębiorstw nie tylko aktywa trwałe, ale także część aktywów obrotowych.

Dane statystyczne nie pozwalają wprawdzie precyzyjnie określić, jaka część przyrostu finansowania kapitałem własnym pochodziła z zatrzymanych przez przedsiębiorstwa zysków, a jaka była pozyskana z zewnątrz, można jednak oszacować, w jakim stopniu przyrost własnego finansowania mógłby być pokryty z wypracowanych zysków, gdyby w całości zatrzymać je w przedsiębiorstwach. W małych firmach można byłoby w ten sposób sfinansować niemal cały przyrost własnego kapitału, w średnich około 75%, a w dużych nieco ponad 80% przyrostu własnego kapitału. Przytoczone liczby można, jak sądzimy, uznać za miarę samofinansowania przy pomocy zatrzymanych zysków.

Spośród kapitałów obcych przedsiębiorstwa preferowały krótkoterminowe zobowiązania (wzrost o 33,4%) od zobowiązań długoterminowych (wzrost o 7,6%). Dość dynamicznie (choć od relatywnie niskiej podstawy) zwiększała się natomiast w latach 2003–2007 wartość, zaciąganych przez przedsiębiorstwa, kredytów i pożyczek zarówno długoterminowych (wzrost o 64,2%), jak i krótkoterminowych (wzrost o 83,6%). W 2007 roku kredyty i pożyczki ogółem w 15,4% finansowały wartość aktywów przedsiębiorstw, z tego 8,1% przypadało na kredyty i pożyczki długoterminowe, a 7,2% na krótkoterminowe.

We wzroście zadłużenia z tytułu kredytów i pożyczek może się w obecnych warunkach kryć niebezpieczeństwo utraty płynności przez przedsiębiorstwa. Związane z kryzysem finansowym ograniczenie dostępności do kredytu, szczególnie obrotowego, znacznie utrudni firmom terminowe regulowanie swoich zobowiązań. Skutkiem tego przedsiębiorstwa nie będą w stanie terminowo regulować zobowiązań, wydłużą się okresy spływu należności i po raz kolejny możemy mieć w polskiej gospodarce problem tzw. zatorów płatniczych.

W latach 2003–2007 poprawiająca się z roku na rok dostępność kredytu, szczególnie obrotowego, ułatwiała firmom regulowanie zobowiązań w terminie. Świadczy o tym stosunkowo niewielki (wyraźnie niższy od przychodów ze sprzedaży) wzrost zobowiązań z tytułu dostaw i usług, a także utrzymująca się na niemal niezmiennym poziomie wartość innych zobowiązań przedsiębiorstw.

Bibliografia

- Adaptacja polskich przedsiębiorstw do rynku Unii Europejskiej.* Red. J. Kotowicz-Jawor. Wydawnictwo Key Text, Warszawa 2008.
- Kubiak J.: *Teoria hierarchii a pozyskiwanie źródeł finansowania przez małe i średnie przedsiębiorstwa.* W: *Współczesne finanse. Stan i perspektywy rozwoju finansów przedsiębiorstw i ubezpieczeń.* Red. B. Kołosowska. Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń 2008.
- Kurczewska A.: *Wybór poziomu i formy finansowania małych i średnich przedsiębiorstw – podstawy teoretyczne i sposoby testowania.* W: *Współczesne finanse. Stan i perspektywy rozwoju finansów przedsiębiorstw i ubezpieczeń.* Red. B. Kołosowska. Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń 2008.
- Marzec A., Redel D.: *Aktywa obrotowe w małych przedsiębiorstwach i ich finansowanie.* W: *Uwarunkowania rynkowe rozwoju mikro i małych przedsiębiorstw.* Red. A. Bielawska. Uniwersytet Szczeciński Zeszyty Naukowe nr 427, Szczecin 2006.
- Marzec A., Redel D.: *Majątek przedsiębiorstw i źródła jego finansowania w latach 2002–2006.* W: *Współczesne finanse. Stan i perspektywy rozwoju finansów przedsiębiorstw i ubezpieczeń.* Red. B. Kołosowska. Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń 2008.
- Marzec A., Redel D., Szczepański J.: *Wpływ narzędzi systemu finansowego na efektywność ekonomiczną przedsiębiorstw.* W: *Finanse przedsiębiorstwa.* Red. P. Karpuś. Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin 2006.

THE SUSCEPTIBILITY OF ENTERPRISES ON OCCURRENCES OF THE FINANCIAL CRISIS IN THE ASPECT OF THE FORMATION OF SOURCES OF THE FINANCING OF ASSETS

Summary

A subject of interest of authors of the report is the show and the estimation of the choice by Polish enterprises of sources of the financing of their assets in years 2003–2007, ie. within a period of the dynamic increase in demand on their products.

From passed research it results that the improvement of financial results induced Polish firms first of all to the settlement of unaccomplished liabilities, and the growth of production and what to these is going values of assets was financed considerably from stopped profits. Average and large enterprises used also the external power supply into the equity capital.

Conditioned of the financial crisis with the certain danger for Polish enterprises one can prove the stint of the accessibility to credits, especially rotatory. With the effect of this can be reappearance of the occurrence so called jams of payment.