

# Joanna Marzec

---

## Złote reguły finansowania w praktyce małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce

---

Ekonomiczne Problemy Usług nr 51, 143-152

---

2010

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](http://bazhum.muzhp.pl), gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

JOANNA MARZEC

Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

## ZŁOTE REGUŁY FINANSOWANIA W PRAKTYCE MAŁYCH I ŚREDNICH PRZEDSIĘBIORSTW W POLSCE

### Wprowadzenie

We współczesnym przedsiębiorstwie istotne znaczenie w polityce finansowej mają zasady (reguły) kształtowania struktury kapitału. Struktura kapitału najczęściej ujmowana jest jako relacja długu do kapitału własnego lub długu do pasywów i zależy od wielu czynników, w tym zwłaszcza od dostępności kapitału i jego kosztu, ryzyka prowadzonej działalności czy efektywności wykorzystania zainwestowanego kapitału. Poszukiwanie najtańszych źródeł finansowania i najbardziej efektywnych możliwości inwestycyjnych to kluczowe decyzje finansowe w przedsiębiorstwie.

Podsumowując dotychczasowy dorobek teoretyczny i praktyczny<sup>1</sup>, można stwierdzić, że współczesny menedżer kształtujący politykę struktury kapitału musi dokonać wyboru pomiędzy korzyściami podatkowymi, związanymi z finansowaniem dłużnym, a widmem bankructwa po przekroczeniu racjonalnego progu udziału kapitału obcego w kapitałach ogółem firmy. Musi także wziąć pod uwagę efekty teorii sygnalizacji, które polegają na asymetrii informacyjnej zarządzających i inwestorów w odniesieniu do przedsiębiorstwa. Te wszystkie skomplikowane zjawiska finansowe powodują, iż wybrana praktycznie quasi-

---

<sup>1</sup> Najbardziej znanym w teorii mikrofinansów podejściem do struktury kapitału jest model Franco Modiglianiego i Mertona Millera z 1963 r. (Model M-M) opracowany dla warunków gospodarki z podatkami. Poza pracami Modiglianiego-Millera spotykamy jeszcze inne podejścia do struktury kapitału: teorię M.H. Millera (1977) wprowadzającą kwestię osobistego podatku dochodowego właścicieli firmy; teorię M. Jensena i W. Meclinga (1976) poszukującą optymalnej struktury kapitału, która minimalizowałaby koszty agencyjne; teorię H. DeAngelo i R. Masulisa (1980) wprowadzającą do rozważań wpływ struktury kapitału na wartość przedsiębiorstwa kategorię kosztów bankructwa; teorię S.C. Myersa i N. Majlufa (1984) oceniającą wpływ asymetrii informacji na strukturę kapitału i wartość firmy.

racjonalna struktura kapitału odbiega od punktu optymalnego, wyznaczonego przez teorię<sup>2</sup>.

Przedmiotem rozważań w niniejszym artykule jest analiza i ocena wzajemnych relacji pomiędzy strukturą majątku a strukturą kapitału małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce, określanymi w literaturze przedmiotu mianem złotych reguł finansowania.

Dane do analiz w większości zostały zaczerpnięte z publikacji Głównego Urzędu Statystycznego. Z uwagi na to, że obowiązek sprawozdawczy względem GUS nie obejmuje wszystkich podmiotów gospodarczych – tylko przedsiębiorstwa, w których pracuje więcej niż 9 osób – tzw. mikroprzedsiębiorstwa nie zostały objęte analizą. Jednocześnie należy nadmienić, że dane dotyczące wielkości finansowych mogły być pozyskane jedynie od tych jednostek, które prowadzą księgi rachunkowe bądź księgę przychodów i rozchodów. Biorąc pod uwagę wymienione ograniczenia należy pamiętać, że przeprowadzone analizy nie oddają istoty i nie charakteryzują całej grupy małych i średnich przedsiębiorstw, pozostawiając pewne podmioty poza obszarem zainteresowania.

### **Definicje 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 szczegółowości<sup>3</sup>.

Relacje pomiędzy strukturą aktywów i strukturą kapitałów w przedsiębiorstwie to oprócz kosztu kapitału i mechanizmu dźwigni finansowej bardzo istotne zagadnienie, gdyż są kryterium wyboru odpowiedniej struktury kapitałowej<sup>4</sup>.

W zależności od wzajemnych relacji bilansowych wyróżnia się dwie grupy reguł<sup>5</sup>:

---

<sup>2</sup> J. Ostaszewski, *Źródła pozyskiwania kapitału przez spółkę akcyjną*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2000, s. 10.

<sup>3</sup> Należą do nich głównie wskaźniki rentowności, płynności oraz struktury źródeł finansowania.

<sup>4</sup> Z. Leszczyński, A. Skowronek-Mielczarek, *Analiza ekonomiczno-finansowa firmy*, Difin, Warszawa 2000, s. 162.

<sup>5</sup> A. Bielawska, *Podstawy finansów przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Zachodniopomorskiej Szkoły Biznesu, Szczecin 2001, s. 236.

1. Reguły poziomej struktury kapitałowo-majątkowej, w ramach których wyróżnia się:
  - a) **złotą regułę finansowania**, według której nie należy zadłużać przedsiębiorstwa ponad wartość kapitałów własnych; stosunek kapitału własnego do obcego powinien kształtować się na poziomie większym niż 1<sup>6</sup>, ponieważ zapewnia to utrzymanie długoterminowej płynności finansowej, sprzyja ograniczeniu obciążenia firmy kosztami od zaangażowanych kapitałów obcych i osiągnięciu większej stabilności w zakresie rentowności;
  - b) **złotą regułę bilansową**, która zakłada całkowite sfinansowanie majątku trwałego kapitałem własnym; oscylując w granicach jedności, oznacza utrzymanie stabilności finansowej przez przedsiębiorstwo; szersze ujęcie tej reguły zakłada sfinansowanie aktywów trwałych i części aktywów obrotowych kapitałem stałym przedsiębiorstwa<sup>7</sup>.
2. Reguły pionowej struktury kapitału, wyrażające wyłącznie kształtowanie właściwych proporcji kapitałów własnych i obcych w pasywach przedsiębiorstwa.

W praktyce przestrzeganie złotych reguł finansowania zwiększa poczucie pewności finansowej. Jej zachowanie sprzyja utrzymaniu równowagi finansowej przedsiębiorstwa i ogranicza ryzyko finansowe związane z niepewnością co do kształtowania się przyszłych zysków netto w przedsiębiorstwie wykorzystującym kapitał obcy<sup>8</sup>. Równowaga finansowa to równowaga pomiędzy strukturą aktywów i pasywów przedsiębiorstwa. Duża ilość aktywów trwałych wymaga stabilnego finansowania, a więc zobowiązań długoterminowych i kapitału własnego. Majątek trwały powinien być finansowany kapitałem stałym. Zobowiązania krótkoterminowe powinny znaleźć pokrycie w majątku obrotowym. Dodatni kapitał obrotowy oznacza finansowanie majątku obrotowego kapitałem stałym. Ujemny kapitał obrotowy oznacza finansowanie majątku trwałego za pomocą kredytu krótkoterminowego (tabela 1).

---

<sup>6</sup> Wzajemna relacja pokrycia kapitałów obcych kapitałami własnymi może wynosić 1:1 lub 2:1. Zob. również R. Borowiecki, *Zarządzanie kapitałem trwałym w przedsiębiorstwie*, Akademia Ekonomiczna w Krakowie, Wydawnictwo Secesja, Kraków 1993, s. 25.

<sup>7</sup> W. Bień, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2005, s. 187.

<sup>8</sup> A. Duliniec, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001, s. 58.

Tabela 1. Bezpieczna struktura kapitałowa przedsiębiorstwa

Aktywa	Pasywa
Aktywa trwale	Kapitał własny
	Zobowiązania długoterminowe
Kapitał obrotowy dodatni	<i>Kapitał obrotowy ujemny</i>
Aktywa obrotowe	Zobowiązania krótkoterminowe

Źródło: opracowanie własne na podstawie J. Ickiewicz, *Pozyskiwanie, koszt i struktura kapitału w przedsiębiorstwach*, Wydawnictwo Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa 2004, s. 37–38; zob. również A. Dulinić, *op.cit.*, s. 14–15.

Zachowanie wymienionych relacji wpływa na wzrost wiarygodności finansowej przedsiębiorstwa oraz określenie optymalnej struktury kapitału<sup>9</sup>. Umożliwia również zarządzającym diagnozę sytuacji finansowej firmy<sup>10</sup>. Spotyka się także pogląd, że postępowanie przedsiębiorstwa zgodnie ze złotą regułą finansowania może doprowadzić do sprzeczności z zasadą maksymalizacji rentowności zainwestowanego kapitału<sup>11</sup>.

### Złote reguły finansowania w praktyce małych i średnich przedsiębiorstw

Wskaźnik struktury kapitału określający poziom kapitału własnego w stosunku do zobowiązań przedsiębiorstwa powinien być większy lub równy<sup>12</sup> 1. Im wyższy jest ten poziom, tym korzystniej należy ocenić jego sytuację finansową i możliwości rozwojowe, świadczy tym samym o niezależności finansowej przedsiębiorstwa. Pozytywnym zjawiskiem jest spadek udziału ogólnej kwoty kapitałów obcych. Natomiast wskaźnik II stopnia pokrycia majątku trwałego kapitałem stałym musi osiągać wielkości przewyższające 1. Wynika to z konieczności sfinansowania stałych potrzeb w zakresie finansowania aktywów obrotowych<sup>13</sup>.

<sup>9</sup> A. Bielawska, *Złota reguła*, „Finansista” 2001, nr 2; zob. również T. Waśniewski, W. Skoczyła, *Ocena sytuacji kapitałowo-majątkowej (układ poziomy)*, „Rachunkowość” 1993, nr 6, s. 206.

<sup>10</sup> J. Stępniewski, *Diagnostyka księgową sytuacji finansowej przedsiębiorstwa*, „Problemy Rachunkowości” 2001, nr 4.

<sup>11</sup> A. Bielawska, *op.cit.*, s. 238.

<sup>12</sup> *Analiza w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, red. L. Bednarski, T. Waśniewski, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1996.

<sup>13</sup> T. Waśniewski, W. Skoczyła, *Teoria i praktyka analizy finansowej w przedsiębiorstwie*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2002, s. 436.

Tabela 1. Złota zasada finansowania i złota zasada bilansowa oraz ich zmiany w zależności od wzrostu/spadku PKB w Polsce w latach 2003–2008 na przykładzie małych i średnich przedsiębiorstw

Wyszczególnienie	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Złota zasada finansowania*	0,92	0,94	1,01	1,01	1,11	0,96
Złota zasada bilansowa**	0,59	0,61	0,68	0,69	0,70	0,67
PKB (%)	3,9	5,3	3,6	6,2	6,5	6,0

\*Kapitał własny/kapitał obcy.

\*\*Kapitał stały/aktywa trwałe (wskaźnik II stopnia pokrycia).

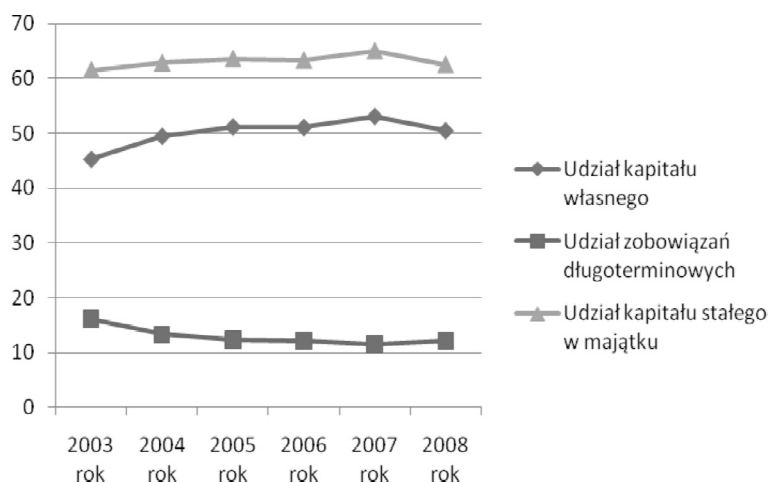
Źródło: opracowanie własne na podstawie *Bilansowe wyniki podmiotów gospodarczych za lata 2003–2008*, GUS, Warszawa 2004–2009.

Powyższe wskaźniki złotej reguły finansowania wynikają ze struktury źródeł finansowania badanych przedsiębiorstw (tabela 1). W latach 2003–2007 zwiększał się systematycznie udział kapitałów własnych w badanych przedsiębiorstwach. W latach 2003–2004 i w 2008 roku kształtował się poniżej 1. Pozytywnym zjawiskiem w 2005 roku było przełamanie spadkowej tendencji zachowania złotej reguły finansowania. W latach 2005–2007, gdy przedsiębiorstwa utrzymywały niski poziom kapitałów obcych w strukturze kapitału, wskaźnik złotej reguły finansowania kształtował się powyżej 1. Należy stwierdzić, że okres ożywienia gospodarki sprzyjał zachowaniu niezależności finansowej (zależność korelacyjna między zachowaniem złotych reguł finansowania a zmianami PKB jest dodatnia), a tym samym – swobodzie podejmowania decyzji inwestycyjnych i finansowych. Szacuje się, że w Polsce wewnętrzne źródła finansowania zapewniają około 70% środków finansowych przedsiębiorstw<sup>14</sup>. Utrzymywanie się wysokich stóp procentowych powoduje, że pozyskiwanie kapitału obcego jest dla polskich przedsiębiorstw bardzo kosztowne. Również nadal dość płytki krajowy rynek kapitałowy nie stwarza korzystnych możliwości napływu kapitału własnego ze źródeł zewnętrznych. W takiej sytuacji przedsiębiorstwa są zainteresowane wykorzystywaniem wewnętrznych źródeł finansowania, w tym reinwestowaniem wypracowanych zysków.

Złota zasada bilansowa, zgodnie z którą aktywa trwałe powinny być finansowane w całości kapitałem stałym, ogranicza prawdopodobieństwo utraty płynności finansowej przez przedsiębiorstwo oraz zmniejsza jego ryzyko finansowe.

<sup>14</sup> S. Wilmańska-Sosnowska, *Kredyt bankowy w strategii finansowania przedsiębiorstwa w okresie transformacji gospodarki*, „Bank i Kredyt” 1994, nr 7, s. 54.

Kształtowanie odpowiednio wysokiego poziomu kapitału stałego w badanych 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 ma jego struktura. Przy podejmowaniu inwestycji finansowych kapitałem obcym długoterminowym zarząd przedsiębiorstwa powinien się upewnić, czy możliwa będzie jego spłata 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 tego projektu ( $ROIC > WACC$ )<sup>15</sup>.



Wykres 1. Struktura kapitału stałego w małych i średnich przedsiębiorstwach w Polsce w latach 2003–2008 (%)

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Bilansowe wyniki...*

Struktura kapitału stałego małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2003–2008 została przedstawiona na wykresie 1 – wskazuje na spadek udziału zobowiązań długoterminowych przy rosnącym udziale kapitałów własnych w latach 2003–2007. Udział kapitałów stałych w majątku ogółem przedsiębiorstw w Polsce nie ulegał znaczącym wahaniom – malał udział kapitałów stałych oraz kapitału własnego w majątku ogółem.

<sup>15</sup> 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 tworzenia jego wartości.

### Złote reguły finansowania a płynność i rentowność przedsiębiorstwa

Rentowność uzyskiwana przez spółkę należy do kluczowych czynników decydujących o strukturze kapitału. Przyszli nabywcy papierów wierzycielskich lub udziałowych będą oczekiwali wymaganej stopy zwrotu. Jeżeli rentowność wykorzystania aktywów będzie niższa od wartości oczekiwanej, to zainteresowanie inwestorów papierami danej firmy będzie małe lub żadne. To z kolei spowoduje brak możliwości dopływu kapitału zewnętrznego do firmy. O strukturze kapitału decyduje również płynność finansowa. W zasadzie, im większa płynność finansowa, tym większe możliwości korzystania z kapitału obcego.

Tabela 3. Udział aktywów obrotowych i zobowiązań krótkoterminowych w sumie bilansowej oraz wskaźnik płynności finansowej małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2003–2008

Wyszczególnienie	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Udział aktywów obrotowych w sumie bilansowej (w %)	40,91	42,3	43,76	45,56	43,63	46,93
Udział zobowiązań krótkoterminowych w sumie bilansowej (%)	34,48	33,9	32,95	32,37	29,86	32,4
Wskaźnik bieżący płynności finansowej*	1,19	1,25	1,33	1,41	1,46	1,45

\*Aktywa obrotowe/zobowiązania bieżące.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Bilansowe wyniki...*

Oceniając wskaźnik bieżącej płynności finansowej, należy zauważyć, że relacja aktywów bieżących do zobowiązań bieżących w latach 2003–2008 wykazywała tendencję rosnącą, a więc zwiększał się poziom bezpieczeństwa finansowego małych i średnich przedsiębiorstw, gdyż coraz więcej aktywów obrotowych można było przeznaczyć na spłatę wymagalnych zobowiązań. Dane ujęto w tabeli 3. Udział aktywów obrotowych w aktywach ogółem w analizowanym okresie wyraźnie rósł, co świadczy o zwiększeniu zapotrzebowania na te aktywa, a więc o pogorszeniu efektywności zarządzania tymi składnikami majątku. Od roku 2004 widoczny jest spadek udziału zobowiązań krótkoterminowych w sumie bilansowej, a zatem maleje ryzyko utraty płynności finansowej. Dla przedsiębiorstw jest to niewątpliwie sytuacja korzystna – poprawia się ich wiarygodność



jako wierzycieli i kredytobiorców, dzięki czemu mogą płacić niższe odsetki od zaciąganych kredytów.

Tabela 4. Wskaźniki rentowności w małych i średnich przedsiębiorstwach oraz stopa inflacji w Polsce w latach 2003–2008

Wyszczególnienie	2003	2004	2005	2006	2007	2008
ROE (%)	8,81	14,1	12,48	13,78	14,2	14,7
ROA (%)	4,23	6,84	6,27	6,93	7,46	6,95
Stopa inflacji (%)	0,8	3,5	2,1	1	2,5	4,2
ROE w ujęciu realnym	0,08	0,13	0,12	0,14	0,14	0,14

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Bilansowe wyniki...*

Z danych zamieszczonych w tabeli 4 wynika, że w latach 2003–2008 rentowność MSP w Polsce wykazywała tendencję rosnącą. Stopa ROE w wyrażeniu nominalnym w 2008 roku w porównaniu z 2003 rokiem zwiększyła się o prawie 6 punktów procentowych. Rosnący poziom wskaźnika rentowności kapitału własnego świadczy o wyższej efektywności zaangażowanego kapitału w różnych jego formach. Prowadzi to zazwyczaj do uzyskiwania wyższych dywidend oraz większych możliwości rozwojowych przedsiębiorstwa.

Oceniając realny poziom stopy rentowności kapitału netto<sup>16</sup>, obserwuje się jej dodatni poziom w latach 2003–2008. Dodatni realny poziom stopy ROE wskazuje na zwiększenie się realnej wartości kapitałów zainwestowanych w przedsiębiorstwie. Przyczyn wzrostu rentowności kapitałów własnych należy upatrywać w rosnącej wielkości zysku netto (na pozytywną ocenę zasługuje przyrost zysku netto w stosunku do ubiegłego roku przekraczający poziom inflacji) oraz poprawiającej się efektywności wykorzystania majątku (stopa ROA). Na wzrost stopy ROE może wpływać również zmniejszenie zaangażowania kapitałów obcych w strukturze kapitału polskich MSP. Na tej podstawie można stwierdzić, że wystąpiły dodatnie efekty dźwigni finansowej. Oznacza to, że przedsiębiorstwa pozyskiwały nowy kapitał obcy po niższym koszcie od osiągniętej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału. Wzrost poziomu wskaźnika dźwigni finansowej oznacza nie tylko możliwość odnoszenia korzyści finansowych przez akcjonariuszy, ale prowadzi także do zwiększenia ryzyka finansowego. Wyższy poziom

<sup>16</sup> Realna stopa rentowności obliczona została według następującego wzoru:  $d_r = \frac{d_n - d_i}{100 + d_i} \cdot 100$  gdzie  $d_r$  – realna stopa rentowności,  $d_n$  – nominalna stopa rentowności,  $d_i$  – stopa inflacji.

rentowności kapitału własnego stanowi bowiem swego rodzaju rekompensatę dla właścicieli z tytułu zwiększonego ryzyka finansowego.

Tabela 5. Kapitał obrotowy netto (kapitał pracujący) w małych i średnich przedsiębiorstwach w Polsce w latach 2003–2008 (mld zł)

Wyszczególnienie	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Kapitał obrotowy netto*	5,8	19,7	34	52,3	69,3	74,9

\* Kapitał stały – aktywa trwałe.

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Bilansowe wyniki...*

Poziom kapitału pracującego w latach 2003–2008 charakteryzował się wartością dodatnią. Wzrost kapitału pracującego oznacza zwiększenie stopnia długookresowego finansowania majątku obrotowego.

## Zakończenie

Sytuacja finansowa MSP w Polsce analogicznie do koniunktury gospodarczej po okresie pogorszenia obserwowanego w latach 1998–2001 uległa poprawie w okresie 2004–2006 (w 2006 roku polska gospodarka rozwijała się w tempie najwyższym od 9 lat), co ma bezpośrednie przełożenie na poprawę wyników finansowych. We wszystkich agregacjach obserwowano wzrost zysków netto w analizowanym okresie. Tym samym zwiększył się również udział rentownych firm. Począwszy od 2003 roku wszystkie przedsiębiorstwa odczuwały poprawę płynności finansowej, jednak w praktyce MSP zachowanie właściwych relacji pomiędzy strukturą majątku a strukturą kapitału zapewnia im raczej rentowność zainwestowanego kapitału niż płynność finansową. Przedsiębiorstwa wolą ponieść wysokie ryzyko finansowe za cenę niskich kosztów finansowania. Przeprowadzone badania empiryczne pozwalają stwierdzić, że w Polsce najpopularniejszym źródłem finansowania działalności od 2004 roku, w tym inwestycji, są kapitały własne.

**GOLDEN RULES FOR FINANCING IN PRACTICE SMALL AND MEDIUM ENTERPRISES****Summary**

Explored in this article is to analyze the rate between structure of property and capital structure of small and medium-sized enterprises in Poland, described in the literature as golden rules for financing. Empirical studies reveal that in Poland the most popular source of financing since 2004, including equity investments are, however, the role of external capital is growing steadily.

*Translated by Joanna Marzec*