

**Agnieszka Cenquier**

# Finansowanie kapitałem obcym – konfrontacja praktyki gospodarczej z elementami teorii

**Streszczenie:** Przedmiotem rozważań niniejszego opracowania jest wykorzystanie kapitału obcego w finansowaniu przedsiębiorstw, czynnika istotnie oddziałującego na sytuację finansową jednostek prowadzących działalność gospodarczą, tak w świetle teorii struktury kapitału jak i praktyki ich funkcjonowania. Celem badania było skonfrontowanie z praktyką gospodarczą poglądu o potrzebie angażowania kapitału obcego w dążeniu do maksymalizacji korzyści i wartości rynkowej prezentowanego w teorii finansów przedsiębiorstwa i teorii struktury kapitału. Badaniu poddano autorski zestaw wskaźników finansowych z lat 2014-2020 w dziesięciu polskich giełdowych spółkach produkcyjnych wchodzących w skład GIP60. Badane spółki stanowiły 10 proc. składu indeksu oraz około 10 proc. jego kapitalizacji, co ze znacznym prawdopodobieństwem pozwala je uznać za reprezentatywne dla wszystkich spółek objętych indeksem. Wyniki badania zaprezentowane w tabeli-załączniku posłużyły do zdefiniowania rodzaju zależności między skalą zadłużenia i skalą działalności oraz sytuacją finansową poszczególnych spółek. Dobór wskaźników został dokonany ze względu na ich użyteczność w podjętej próbie zdefiniowania wspomnianej zależności.

**Słowa kluczowe:** kapitał obcy, finansowanie dłużne, struktura kapitału, wyniki finansowe, restrukturyzacja finansowa

---

## **Debt financing – confrontation of economic practice with elements of theory**

**Summary:** The subject of the study is debt financing of enterprises, a factor significantly affecting the situation of entities conducting economic activity. The aim of the study is to meet the view on the need of engage debt in the pursuit of maximizing the benefits and market value presented in the theory of corporate finance and the theory of capital structure with economic practice. The study covered the original set of financial indicators in the years 2014-2020 in ten listed Polish production companies included in the GIP60. The

survey companies accounted for the 10% of the composition of the index and about 10% of its capitalization what is likely to be representative of all companies included in the index. The results of the study presented in the table in the appendix were used to define the kind of relationship between the scale of debt and the scale of operations, as well as the financial situation of each entity. The selection of indicators was made due to their usefulness in the attempt to define the aforementioned relationship.

**Keywords:** debt financing, capital structure, financial performance, financial restructuring

**JEL:** G31, G32, G33

## **Wprowadzenie**

Brak środków finansowych to istotne ograniczenie funkcjonowania i rozwoju przedsiębiorstw. Weryfikacja i stosowna zmiana struktury źródeł finansowania majątku przeprowadzone w odpowiednim momencie mogą decydować o kontynuacji działalności podmiotu. W szczególności staje się to konieczne, gdy zadłużone przedsiębiorstwo osiąga wyniki gorsze niż uzyskane we wcześniejszych okresach, narażając się na niebezpieczeństwo utraty zdolności do obsługi zaciągniętych zobowiązań. Ważne jest również, czy w reakcji na słabsze wyniki, przedsiębiorcy redukują zadłużenie bądź zmieniają jego strukturę.

## **Kapitał obcy w przedsiębiorstwie w ujęciu teoretycznym**

Dostęp do kapitału jest niezbędny dla powodzenia w długim okresie, a w wielu przypadkach jest po prostu warunkiem przeżycia (Brunetti A., Kisunko G., Weder B., 1997, s. 26; Związek Przedsiębiorców i Pracodawców, 2018, s. 5). Jednocześnie wyniki badań wskazują, że pozyskanie finansowania nie jest znaczącą barierą dla średnich i dużych przedsiębiorstw w Polsce (NBP, 2016, s. 4). Fundusze pieniężne przedsiębiorstwa, będące elementem struktury przedmiotowej teorii finansów przedsiębiorstwa, zgodnie z kryterium własności dzieli się na własne i obce (Fedorowicz Z. (2004), s. 75-76). W pracach teoretycznych, odnośnie do zagadnienia struktury finansowania działalności przedsiębiorstwa, są obecne koncepcje mogące być inspiracją dla menedżerów poszukujących optymalnych wyborów w zakresie finansowania (Myers S.C., 1984, s. 2). Teoria struktury kapitału dostarcza uzasadnienie dla wykorzystania kapitału dłużnego w finansowaniu przedsiębiorstw oraz opisu powodowanych tym skutków (Brigham E.F, 1996, s. 167-168). W świetle teorii, kapitał obcy staje się naturalnym źródłem środków w obliczu wyczerpania możliwości finansowania kapitałem własnym zwiększających się w miarę funkcjonowania potrzeb, zwłaszcza rozwojowych. Jego obecność w przedsiębiorstwie z jednej strony generuje ryzyko finansowe (Brigham E.F, 1996, s. 177-178) zagrażające zdolności regulowania zobowiązań w terminie, co powoduje, że zadłużenia nie można zwiększać bez ograniczeń. Z drugiej strony, zastąpienie kapitału własnego kapitałem dłużnym, poprzez redukcję kosztów finansowania, zwiększa efektywność wykorzystania zasobów pozostających w dyspozycji danego podmiotu.

Kapitał obcy w ujęciu teoretycznym umożliwia zatem realizację zadań, które nie mogą być sfinansowane ze środków własnych i jako relatywnie tania forma finansowania korzystnie wpływa na konkurencyjność stosujących go podmiotów. Niestety, zwiększa też ryzyko działalności i jest wyzwaniem dla dyscypliny przepływów pieniężnych, zagrażając utrzymaniu poziomu płynności niezbędnego do regulowania zobowiązań w terminie. Koszty obsługi zadłużenia pozbawionego należytej rozwagi i kontroli w wielu przypadkach prowadzą do utraty zyskowności, płynności finansowej oraz bankructwa.

### **Analiza struktury kapitału i wybranych mierników finansowych spółek notowanych na GPW**

W badanym okresie wszystkie spółki wykorzystywały do finansowania swych potrzeb kapitał obcy. W siedmiu spółkach wartość kapitału obcego wykazana na koniec roku 2020 była wyższa niż w roku 2014, a w trzech niższa. W czterech spółkach (Amica Wronki SA, Ferrum SA, Fabryki Mebli Forte SA i Pozbud T&R SA) wzrostowi zadłużenia towarzyszył wzrost wartości aktywów, a w trzech spadek (Alchemia SA, ES-System SA i Ursus SA). Z kolei w dwóch spółkach (Aparator SA i Ropczyce SA), które zmniejszyły kapitał obcy wystąpił wzrost aktywów, a w jednej (Bioton SA) spadek. Z analizy zmian aktywów trwałych i kapitału obcego w poszczególnych latach wynika, że we wszystkich spółkach, w mniejszym lub większym zakresie, wystąpiła zgodność kierunku zmian obu parametrów. Największa zgodność wystąpiła w Pozbud T&R SA, Bioton SA i Ursus SA. Z kolei Aparator SA jest spółką, która wykazała rozbieżność zmian obu parametrów nie tylko w długookresowym trendzie, ale również w trzech latach – najwięcej z całej grupy. Niezależnie od zgodności lub rozbieżności kierunku zmian obu badanych wielkości w danej jednostce w długim okresie, w poszczególnych latach kierunek tych zmian był w znacznym stopniu, choć niejednakowy w poszczególnych spółkach, taki sam – wzrosty aktywów były często finansowane ze środków obcych, zaś obniżona wartość majątku służyła za pretekst do redukcji zadłużenia. W roku 2015 połowa badanych jednostek zmniejszyła zadłużenie, co w czterech z nich towarzyszyło obniżeniu wartości ich majątku. Z kolei cztery z pięciu spółek, które zwiększyły kapitał obcy w tym samym roku, wykazały równocześnie zwiększoną wartość aktywów.

Struktura aktywów i pasywów badanych spółek wskazuje, że tylko dwie z nich (Forte SA i Ursus SA) zwiększyły na koniec okresu w stosunku do jego początku, i ryzyko finansowe (zwiększony udział kapitału obcego w pasywach ogółem) i ryzyko operacyjne (zwiększony udział aktywów trwałych w aktywach ogółem). W przypadku Ursusa SA wzrost ryzyka był drastyczny. Pozostałe spółki zwiększając ryzyko finansowe zadbały o redukcję ryzyka operacyjnego (Alchemia SA, Bioton SA i Ferrum SA) bądź o utrzymanie go na praktycznie niezmiennym poziomie (ES-System). W czterech spółkach (Amica SA, Aparator SA, Pozbud T&R SA i Ropczyce SA) ryzyko finansowe w ostatnim roku analizowanego okresu uległo zmniejszeniu w stosunku do roku pierwszego. Działania poszczególnych spółek w zakresie kształtowania ryzyka w poszczególnych latach miały charakter zbliżony do polityki w długim terminie.

W większości badanych spółek, wzrost kwoty zadłużenia na koniec okresu w porównaniu z jego początkiem, wywołał wzrost udziału finansowania dłużnego w finansowaniu ogółem i tym samym wzrost ryzyka finansowego (Alchemia SA, ES-System SA, Ferrum SA, Forte SA i Ursus SA), a spadek długu – spadek udziału i ryzyka finansowego (Apator SA i Zakłady Magnetyzowe Ropczyce SA). Cena akcji wyższa na koniec okresu niż na jego początku wystąpiła jedynie w trzech spółkach – w Amice SA (obniżyła ryzyko finansowe), Biotonie SA (obniżył kwotę długu) i Ropczycach SA, które zredukowały zadłużenie nominalne oraz ryzyko finansowe. Wszystkie pozostałe spółki doświadczyły spadku notowań, niezależnie od tego jak zmieniło się ich zadłużenie i ryzyko finansowe. Warto jednak podkreślić, że spadek ceny wystąpił we wszystkich pięciu wspomnianych spółkach, które powiększyły i zadłużenie, i ryzyko finansowe, natomiast redukcja zadłużenia i ryzyka finansowego wywołała wzrost notowań akcji tylko w Ropczycach SA, podczas gdy cena akcji Apatora SA zmalała.

Z siedmiu spółek, które powiększyły zadłużenie w badanym okresie, pięć wykazało (w stosunku do początku okresu) jednoczesny wzrost przychodów ze sprzedaży, a dwie spadek (Pozbud T&R SA i Ursus SA). Warto odnotowania jest, że wzrost sprzedaży na koniec okresu wystąpił we wszystkich trzech jednostkach, które obniżyły kapitał obcy (Apator SA, Bioton SA i Ropczyce SA), dwie z nich wykazały również wzrost wyniku finansowego brutto (Apator SA i Ropczyce SA). Spośród (siedmiu) podmiotów, które zwiększyły zadłużenie, dwa podwyższyły również wynik finansowy brutto (Amica SA i ES-System SA), w pięciu pozostałych okazał się on mniejszy w porównaniu z początkiem okresu.

Na koniec okresu obniżoną płynność wykazało łącznie pięć podmiotów. Cztery z nich powiększyły w tym czasie zadłużenie, z czego w trzech spółkach (Alchemia SA, ES-System SA i Ursus SA) dodatkowo znaczący udział w całym okresie lub istotnie zwiększony na koniec okresu miały zobowiązania krótkoterminowe. Dwie jednostki – Bioton SA i Meble Forte SA – wykazały znaczący spadek płynności, mimo znaczącej poprawy struktury zadłużenia. Zmniejszony udział zobowiązań krótkoterminowych w łącznej wartości długu wystąpił również we wszystkich pięciu spółkach, które odnotowały wzrost płynności. Dwie z nich – Apator SA i Ropczyce SA, zredukowały jednocześnie kwotę długu, a trzy pozostałe zwiększyły jego wartość. W czterech spółkach obniżeniu płynności towarzyszył spadek rentowności majątku, a w jednej (ES-System SA) wzrost. Jednoczesny wzrost płynności i rentowności majątku wykazały Amica SA i Ropczyce SA. Sześć spółek na koniec okresu płaciło zobowiązania po dłuższym terminie niż na początku okresu. W dwóch z nich (Amica SA i Pozbud T&R SA) wystąpiła jednocześnie zwiększona płynność. Wśród czterech spółek, które skróciły termin płatności zobowiązań jedynie Bioton SA nie wykazał wzrostu płynności.

## **Wnioski z analizy danych**

W badanej grupie wszystkie jednostki stosowały finansowanie dłużne. Nie we wszystkich jednak podmiotach zwiększenie zadłużenia służyło finansowaniu przyrostu aktywów w długim okresie. To dowodzi, że impuls do zwiększenia kapitału obcego wywołują nie tylko potrzeby związane z rozwojem. Z obserwacji zmian wartości majątku i zobowiązań

w poszczególnych latach wynika ponadto, że w decyzjach o zadłużeniu w większym stopniu spółki kierują się potrzebami w zakresie finansowania aktywów w okresie krótkim niż w długim. W odniesieniu do badanych spółek, inwestorzy przedkładali bezpieczeństwo nad korzyści – wzrost notowań na koniec okresu w porównaniu z jego początkiem odnotowały tylko te (trzy) jednostki, które obniżyły w tym czasie ryzyko finansowe lub/i kwotę zadłużenia. W połowie badanych spółek wzrostowi ryzyka finansowego towarzyszył spadek kursu akcji. W zakresie ekspozycji na ryzyko, mimo wyraźnej skłonności do zwiększania i kwoty zadłużenia i jego udziału w finansowaniu ogółem, generalnie spółki prowadziły względnie zachowawczą politykę. Redukcja ryzyka operacyjnego w odpowiedzi na podwyższone ryzyko finansowe nie była jednak bezwzględnie stosowaną praktyką, tak w długim jak i w krótkim terminie. Mimo tego, niekontrolowany wzrost ryzyka finansowego i operacyjnego, a zatem i łącznego, wystąpił tylko w jednej spółce – Ursusie SA.

Wzrostowi zadłużenia w badanych podmiotach, nawet połączonemu ze wzrostem wartości bilansowej danego podmiotu i/lub przychodów ze sprzedaży, poprawa wyników towarzyszyła w niewielkim zakresie. Natomiast okoliczności w znaczącym stopniu współwystępujące ze zwiększonymi kwotami kapitału obcego to mniejszy zysk brutto lub pojawiająca się bądź pogłębiona strata, obniżona rentowność majątku, obniżona płynność czy wydłużony czas płatności zobowiązań. Ciekawym wyjątkiem jest Amica SA, która mimo nieznacznie zwiększonego na koniec okresu wskaźnika rotacji zobowiązań (z 97 do 99 dni), poprawiła w zasadzie wszystkie obserwowane parametry. Warto podkreślić, że nastąpiło to jednocześnie ze znacząco zmniejszonym udziałem długu w finansowaniu ogółem oraz poprawą jego struktury (zmniejszonym udziałem zobowiązań krótkoterminowych w zobowiązaniach ogółem).

Zmiany wszystkich poddanych ocenie parametrów charakteryzowało znaczne zróżnicowanie w krótkim okresie – w ujęciu rok do roku, niezależnie od trendu w długim okresie. Spółki, osiągając słabsze wyniki w danym roku, niejednokrotnie ograniczały, z reguły przejściowo, swoje zobowiązania, w tym krótkoterminowe, co jest czytelną ilustracją „małej” restrukturyzacji prowadzonej w formie ciągłego procesu. W wielu przypadkach wywoływało to mniej lub bardziej trwałą poprawę przynajmniej niektórych parametrów.

Różnorodność sytuacji finansowej występująca w badanej grupie jednostek nie jest przeszkodą w dostrzeżeniu, że praktyka gospodarcza znacząco różni się z fundamentami nauki. Natomiast obserwowany w spółkach „kalejdoskop” zmian poddanych badaniu parametrów, w krótkim okresie pozwala wyrobić sobie zdanie o kompetencjach osób zarządzających tymi podmiotami, w zdecydowanej większości stanowiąc dowód systematycznej kontroli wyników i podejmowania na bieżąco starań o utrzymanie jak najlepszej sytuacji ekonomiczno-finansowej. Rozwiązania, które podpowiada wiedza teoretyczna, nie były jednak traktowane priorytetowo i w wielu przypadkach przegrywały one ze zindywidualizowanym podejściem zarządzających do każdej spółki i sytuacji, w jakiej się ona znajdowała w danym okresie funkcjonowania. Co więcej, skuteczność stosowanych przeciwśrodków ze względu na osiągnięte wyniki finansowe jest niewielka.

Tekst powstawał w czasie panowania pandemii Covid-19. Wobec faktu, że rok 2020 jest ostatnim okresem sprawozdawczym badanego przedziału czasowego, nie sposób oceniać

wyniki tego roku bez choćby najmniejszego nawiązania do zmian w globalnym otoczeniu wywołanych pandemią. Okazuje się, że wbrew temu, czego można by oczekiwać, sytuacja finansowa w grupie badanych spółek nie uległa pod wpływem pandemii jednoznacznie osłabieniu. Podobnie zaskakuje, że liczba przedsiębiorców ogłaszających upadłość, która w latach 2016-2019 oscylowała wokół sześciuset rocznie, w roku 2020 zmniejszyła się do 524 (MGBI, 2021, s. 5). Niektóre badane mierniki w poszczególnych podmiotach pogorszyły się, podczas gdy inne wykazały w tym samym czasie poprawę. To spowodowało, że zaobserwowana w latach 2014-2019, tak charakterystyczna dla badanej, niewielkiej przeciw grupie zmienność w ujęciu rok do roku, zarówno struktury finansowania jak i wyników finansowych, w roku 2020 została zachowana. W związku z tym pandemia nie zakłóciła również obserwowanych wcześniej zmian w długim okresie.

## Podsumowanie

Ogromna różnorodność w zakresie wykorzystania kapitału obcego przez poddane ocenie przedsiębiorstwa i wywołanych tym skutków finansowych we względnie niedługim okresie, dotyczy zarówno skali zadłużenia i przeznaczenia pozyskanych środków jak również towarzyszących temu wyników finansowych. Obserwowana różnorodność, szczególnie widoczna w odniesieniu do krótkiego okresu, zaskakuje głównie ze względu na niską liczebność próby i jej stosunkowo wysoką jednorodność (przynależność do jednego indeksu giełdowego, przedmiot i skala działalności). Badane spółki angażowały kapitał obcy, zwiększając jego wykorzystanie nie tylko na finansowanie potrzeb rozwojowych, jak „chce” teoria, ale również operacyjnych. Jeśli chodzi o samo „sięganie” po kapitał obcy, praktyka okazuje się zbieżna z dorobkiem nauki – kapitał obcy rzeczywiście staje się naturalnym źródłem środków w obliczu wyczerpania możliwości finansowania potrzeb kapitałem własnym. Zgodnie z nauką o finansach przedsiębiorstwa, w decyzjach związanych z wyborem źródeł finansowania należy kierować się przede wszystkim dostępnością kapitału, jego ceną i ryzykiem towarzyszącym jego wykorzystaniu. Mając na uwadze porównywalną dla poddanych ocenie spółek dostępność finansowania (jednolita forma organizacyjno-prawna, zbliżona skala działalności i akcje dopuszczone do publicznego obrotu) oraz historycznie niski poziom stóp procentowych w okresie badania, za czynnik różnicujący wybory dotyczące wykorzystania kapitału obcego należy uznać skłonność zarządzających do podejmowania ryzyka. W badanej grupie rzeczona skłonność „falowała” pod wpływem bieżących potrzeb, wykazując znaczną elastyczność względem akceptowalnego poziomu ryzyka.

Mimo widocznych działań ukierunkowanych na ograniczanie ryzyka i troskę o osiągnięte wyniki poprzez dokonywane w krótkim okresie zmiany w strukturze źródeł finansowania, spółki w zdecydowanej większości finansowały swoje potrzeby operacyjne lub/i rozwój łatwo dostępnym i tanim kapitałem obcym, nawet kosztem bezpieczeństwa finansowego i sytuacji finansowej. Obserwowane próby restrukturyzacji podejmowane w odpowiedzi na słabsze wyniki okazały się skuteczne w niewielkim stopniu. Dowodzi tego przewaga podmiotów, których sytuacja w wyniku wyboru finansowania długiem pogorszyła się nad tymi, które, mimo zwiększonego wykorzystania długu, poprawiły swoje wy-

niki, przynajmniej w pewnym zakresie. Warto podkreślić, że ocena zdolności do obsługi zadłużenia wszystkich spółek w chwili udzielania finansowania musiała być przecież pozytywna. Zastanawia, co sprawiło, że większość z nich w relatywnie krótkim czasie wykazała znacząco gorsze wyniki, a tylko nielicznym udało się tego uniknąć. Gdyby nie sytuacja obserwowana w Biotonie, jednej z największych spółek w badanej grupie, można by sformułować wniosek, że obniżone zadłużenie sprzyja poprawie wyników finansowych; wszak niewiele mniejsze od Biotonu Apator SA i Ropczyce SA, obie jednostki dojrzałe, z odpowiednio mocną pozycją rynkową, wykorzystały redukcję zadłużenia do znaczącej poprawy swojej sytuacji finansowej. Bioton należy potraktować jako przykład spółki, która, po pierwsze, swej stosunkowo dużej wielkości oraz długiego czasu obecności na rynku nie potrafiła przekuć na odpowiednio mocną pozycję konkurencyjną, po drugie – wpisuje się w akcentowaną już, obserwowaną różnorodność w zakresie strategii finansowych stosowanych przez badane przedsiębiorstwa oraz ich wpływu na sytuację finansową. Dostrzeżone zmiany cen akcji wszystkich trzech spółek sygnalizują, że inwestorzy w swoich decyzjach biorą pod uwagę nie tylko wyniki finansowe poszczególnych jednostek. Jeśli chodzi o wykorzystanie kapitału obcego w celu poprawy wyników rozbieżność teorii i praktyki gospodarczej jest rażąca.

Podsumowując prezentowane spostrzeżenia należy skonstatować, że praktyka funkcjonowania badanej grupy spółek w zakresie wykorzystania finansowania dłużnego i wywołanych nim skutków finansowych generalnie przeczy teorii. Rozwiązania stosowane w praktyce są znacząco rozbieżne z dorobkiem nauki (Cwynar A., Cwynar W., 2011, s. 71) lub teoria okazuje się zbyt uboga by stanowić uzasadnienie dla podejmowanych decyzji (Myers, 1984, s. 2). Nauka przegrywa z indywidualnymi potrzebami i możliwościami przedsiębiorstw – jej znaczenie w kształtowaniu finansowania okazuje się mało istotne, a nawet marginalne. Najważniejszy impuls to aktualne potrzeby, co utrudnia jednoznaczną interpretację dokonywanych wyborów. Wiele wskazuje na to, że opinia wyrażona przez Myersa blisko czterdzieści lat temu pozostaje aktualna – o strukturze kapitału wiemy bardzo niewiele (Myers, 1984, s. 1).

Zasadne wydaje się sformułowanie krótkiej refleksji dotyczącej strategii finansowych przedsiębiorstw w obliczu globalnych wysiłków na rzecz zrównoważonego rozwoju. Na uwagę zasługują przede wszystkim trzy kwestie. Po pierwsze, jak powszechna jest wśród przedsiębiorców, zwłaszcza tych „mniejszych”, znajomość koncepcji zrównoważonego rozwoju i świadomość potrzeby jej wdrażania. Po drugie, czy przedsiębiorcy, którym ta koncepcja jest znana, zmieniają/zmienia pod jej wpływem swoje wybory związane ze sposobem finansowania, czy też pozostają/pozostaną raczej wierni dotychczasowym praktykom. Po trzecie, czy ewentualna zmiana w doborze źródeł finansowania prowadziłyby do wykorzystania na większą niż do tej pory skalę dorobku nauki, a tym samym do przybliżenia praktyki i teorii. Rozstrzygnięcie przedstawionych kwestii można uzyskać poprzez stosowne, odrębne badanie. Jednak niezależnie od jego wyników należy przypuścić, że w podmiotach w trudnej czy/i pogarszającej się sytuacji finansowej, gdy podstawowym celem staje się przetrwanie, koncepcja zrównoważonego rozwoju nie będzie traktowana priorytetowo.

**Bibliografia:**

1. Brigham E.F. (1996), *Podstawy zarządzania finansami*, tom 2, Warszawa, Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne.
2. Brunetti A., Kisunko G., Weder B. (1997), *Institutional Obstacles to Doing Business: Region-by-Region Results form a Worldwide Survey of the Private Sector*, Policy Research Working Papers, No 1759, World Bank.
3. Cwynar A., Cwynar W. (2011), *Optymalizacja struktury kapitału i kalkulacja kosztu kapitału spółki w: Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa. Studia przypadków*, Panfil M. (red.), Warszawa, Difin.
4. Fedorowicz Z. (2004), *Uwagi o przedmiotowym zakresie finansów przedsiębiorstwa*, w: *Problemy finansów przedsiębiorstwa w teorii i praktyce*, Ickiewicz J. (red.), Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
5. MGBI (2021), *Postępowania upadłościowe i restrukturyzacyjne. Raport 2021*, Warszawa.
6. Myers S.C. (1984), *Capital Structure Puzzle*, NBER Working Paper Series, Working Paper No 1393, National Bureau of Economic Research, Cambridge.
7. NBP (2016), *Dostępność finansowania niefinansowych przedsiębiorstw w Polsce*.
8. Raporty roczne jednostkowe spółek za lata 2014-2020.
9. Związek Przedsiębiorców i Pracodawców (2018), *Raport. Finansowanie biznesu w Polsce*, Warszawa.

**Załącznik**

**Aktywa, zadłużenie, przychody ze sprzedaży i wynik finansowy brutto w tys. zł, struktura aktywów, struktura pasywów, struktura zadłużenia, wskaźnik płynności,<sup>1</sup> wskaźnik rotacji zobowiązań w dniach<sup>2</sup> i wskaźnik rentowności majątku<sup>3</sup> w % w badanych spółkach na koniec roku sprawozdawczego 2014 i 2020 oraz kierunek zmian badanych parametrów w latach 2015-2020 w ujęciu rok do roku**

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 <sup>1</sup>	
<b>Alchemia SA</b>								
aktywa razem/pasywa razem	849 221 <sup>2</sup>	spadek	spadek	wzrost	wzrost	x	x	775 471 <sup>3</sup>
aktywa trwałe/aktywa ogółem	0,60	wzrost	spadek	spadek	spadek	x	x	0,56
zadłużenie	201 148	spadek	wzrost	wzrost	wzrost	x	x	240 139 <sup>4</sup>
zadłużenie/pasywa ogółem	0,24	spadek	wzrost	wzrost	wzrost	x	x	0,31
zobowiązania krótkoterm./zadłużenie	0,91	wzrost	spadek	spadek	wzrost	x	x	0,94 <sup>5</sup>
przychody ze sprzedaży	776 477	spadek	spadek	wzrost	wzrost	x	x	894 376
wynik finansowy brutto	17 197	spadek	wzrost	wzrost	wzrost	x	x	14 754
wskaźnik płynności	1,22	spadek	spadek	spadek	spadek	x	x	0,75
wskaźnik rotacji zobowiązań	86	wzrost	wzrost	spadek	spadek	x	x	92
wskaźnik rentowności	2,0	spadek	spadek	wzrost	wzrost	x	x	1,9

<sup>1</sup> Wskaźnik płynności szybkiej = (aktywa obrotowe – zapasy)/zobowiązania krótkoterminowe.

<sup>2</sup> Wskaźnik rotacji zobowiązań w dniach = 365 dni/ (przychody ze sprzedaży/zobowiązania krótkoterminowe).

<sup>3</sup> Wskaźnik rentowności majątku brutto = wynik finansowy brutto/aktywa ogółem.



	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 <sup>1</sup>	
<b>Amica Wronki SA</b>								
aktywa razem	938 499	wzrost	wzrost	wzrost	spadek	wzrost	wzrost	1 589 900
aktywa trwałe/aktywa ogółem	0,48	wzrost	spadek	wzrost	wzrost	wzrost	spadek	51,9
zadłużenie	454 993	wzrost	spadek	wzrost	spadek	spadek	wzrost	575 100
zadłużenie/pasywa ogółem	0,48	wzrost	spadek	spadek	spadek	spadek	spadek	0,36
zobowiązania krótkoterm./zadłużenie	0,87	spadek	wzrost	spadek	wzrost	wzrost	wzrost	81,2
przychody ze sprzedaży	1484 900	wzrost	wzrost	spadek	spadek	wzrost	wzrost	1717 300
wynik finansowy brutto	70 017	wzrost	wzrost	spadek	wzrost	spadek	wzrost	144 200
wskaźnik płynności	0,87	spadek	wzrost	wzrost	spadek	wzrost	wzrost	1,18
wskaźnik rotacji zobowiązań	97	wzrost	spadek	wzrost	spadek	spadek	wzrost	99
wskaźnik rentowności	7,5	wzrost	spadek	wzrost	wzrost	wzrost	wzrost	9,1
<b>Aparator SA</b>								
aktywa razem	395 800	wzrost	wzrost	wzrost	wzrost	wzrost	wzrost	501 221
aktywa trwałe/aktywa ogółem	0,85	spadek	spadek	spadek	wzrost	wzrost	wzrost	0,79
zadłużenie	160 138	spadek	spadek	wzrost	spadek	wzrost	spadek	131 817
zadłużenie/pasywa ogółem	0,40	spadek	spadek	wzrost	spadek	wzrost	spadek	0,26
zobowiązania krótkoterm./zadłużenie	0,55	spadek	spadek	wzrost	spadek	wzrost	spadek	0,26
przychody ze sprzedaży	186 205	wzrost	wzrost	spadek	wzrost	spadek	wzrost	353 424
wynik finansowy brutto	51 327	wzrost	wzrost	spadek	wzrost	spadek	wzrost	56 609
wskaźnik płynności	0,46	spadek	wzrost	wzrost	spadek	wzrost	spadek	0,47
wskaźnik rotacji zobowiązań	172	wzrost	spadek	wzrost	spadek	wzrost	spadek	123
wskaźnik rentowności	13,0	wzrost	wzrost	spadek	wzrost	spadek	wzrost	11,3
<b>Bioton SA</b>								
aktywa razem	2 089 932	spadek	wzrost	spadek	spadek	spadek	spadek	732 667
aktywa trwałe/aktywa ogółem	0,90	spadek	spadek	b.z.	wzrost	spadek	b.z.	0,83
zadłużenie	322 803	spadek	wzrost	spadek	spadek	wzrost	spadek	246 732
zadłużenie/pasywa ogółem	0,15	wzrost	wzrost	wzrost	spadek	wzrost	spadek	0,28
zobowiązania krótkoterm./zadłużenie	0,47	wzrost	wzrost	wzrost	spadek	spadek	spadek	0,28
przychody ze sprzedaży	195 555	wzrost	spadek	wzrost	spadek	wzrost	wzrost	225 899
wynik finansowy brutto	120 998	spadek	wzrost	spadek	wzrost	spadek	wzrost	40 348
wskaźnik płynności	0,96	spadek	spadek	spadek	wzrost	spadek	wzrost	0,39
wskaźnik rotacji zobowiązań	282	wzrost	wzrost	spadek	spadek	wzrost	spadek	253
wskaźnik rentowności	5,8	spadek	wzrost	spadek	wzrost	spadek	wzrost	4,6
<b>ES-System SA</b>								
aktywa razem	167 055	spadek	wzrost	wzrost	spadek	x	x	164 292
aktywa trwałe/aktywa ogółem	0,98	b.z.	b.z.	b.z.	b.z.	x	x	0,98
zadłużenie	28 502	wzrost	wzrost	wzrost	wzrost	x	x	46 337
zadłużenie/pasywa ogółem	0,30	wzrost	wzrost	wzrost	wzrost	x	x	0,48
zobowiązania krótkoterm./zadłużenie	0,97	spadek	spadek	wzrost	spadek	x	x	0,96
przychody ze sprzedaży	166 096	wzrost	spadek	wzrost	wzrost	x	x	190 600
wynik finansowy brutto	3 617	wzrost	wzrost	spadek	wzrost	x	x	4 326
wskaźnik płynności	2,18	spadek	spadek	spadek	spadek	x	x	1,11
wskaźnik rotacji zobowiązań	61	b.z.	wzrost	wzrost	wzrost	x	x	85
wskaźnik rentowności	2,2	wzrost	spadek	wzrost	spadek	x	x	2,6

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 <sup>1</sup>	
<b>Ferrum SA</b>								
aktywa razem	298 297	spadek	spadek	spadek	wzrost	spadek	wzrost	404 370
aktywa trwałe/aktywa ogółem	0,57	wzrost	b.z.	spadek	spadek	spadek	spadek	0,34
zadłużenie	206 978	spadek	spadek	wzrost	spadek	wzrost	wzrost	321 417
zadłużenie/pasywa ogółem	0,69	spadek	spadek	wzrost	spadek	spadek	wzrost	0,81
zobowiązania krótkoterm./zadłużenie	0,90	spadek	wzrost	spadek	spadek	wzrost	spadek	0,81
przychody ze sprzedaży	395 928	spadek	spadek	spadek	wzrost	wzrost	wzrost	447 395
wynik finansowy brutto	-9 598	spadek	spadek	spadek	wzrost	wzrost	spadek	-12 959
wskaźnik płynności	0,46	spadek	spadek	wzrost	wzrost	spadek	wzrost	1,07
wskaźnik rotacji zobowiązań	171	spadek	wzrost	spadek	spadek	wzrost	spadek	118
wskaźnik rentowności	-3,2	spadek	wzrost	spadek	wzrost	wzrost	spadek	-3,2
<b>Fabryki Mebli Forte SA</b>								
aktywa razem	622 624	wzrost	wzrost	wzrost	wzrost	wzrost	spadek	878 271
aktywa trwałe/aktywa ogółem	0,44	spadek	wzrost	wzrost	wzrost	wzrost	wzrost	0,64
zadłużenie	217 609	wzrost	wzrost	spadek	wzrost	wzrost	spadek	318 051
zadłużenie/pasywa ogółem	0,35	wzrost	wzrost	spadek	wzrost	wzrost	spadek	0,36
zobowiązania krótkoterm./zadłużenie	0,52	wzrost	spadek	wzrost	wzrost	spadek	spadek	0,36
przychody ze sprzedaży	813 146	wzrost	wzrost	wzrost	spadek	wzrost	spadek	1 100 104
wynik finansowy brutto	92 037	spadek	wzrost	spadek	spadek	wzrost	wzrost	47 555
wskaźnik płynności	1,76	spadek	wzrost	wzrost	spadek	wzrost	spadek	0,69
wskaźnik rotacji zobowiązań	51	wzrost	spadek	spadek	wzrost	spadek	wzrost	90
wskaźnik rentowności	14,8	spadek	wzrost	spadek	spadek	wzrost	wzrost	5,4
<b>Pozbud T&amp;R SA</b>								
aktywa razem	264 449	wzrost	wzrost	spadek	wzrost	spadek	wzrost	300 866
aktywa trwałe/aktywa ogółem	0,59	spadek	wzrost	b.z.	b.z.	spadek	wzrost	0,67
zadłużenie	115 247	wzrost	wzrost	spadek	wzrost	spadek	spadek	123 256
zadłużenie/pasywa ogółem	0,44	wzrost	wzrost	spadek	wzrost	spadek	spadek	0,41
zobowiązania krótkoterm./zadłużenie	0,78	spadek	spadek	wzrost	wzrost	spadek	spadek	0,41
przychody ze sprzedaży	195 698	wzrost	spadek	spadek	wzrost	wzrost	spadek	68 594
wynik finansowy brutto	11 097	wzrost	spadek	spadek	wzrost	spadek	wzrost	2 926
wskaźnik płynności	1,08	wzrost	wzrost	spadek	spadek	wzrost	wzrost	1,54
wskaźnik rotacji zobowiązań	167	spadek	wzrost	wzrost	wzrost	spadek	wzrost	323
wskaźnik rentowności	4,2	spadek	spadek	spadek	wzrost	spadek	wzrost	1,0
<b>Zakłady Magnezytowe Ropczyce SA</b>								
aktywa razem	402 310	spadek	wzrost	spadek	wzrost	spadek	spadek	431 802
aktywa trwałe/aktywa ogółem	0,66	wzrost	wzrost	spadek	spadek	wzrost	wzrost	0,58
zadłużenie	172 367	spadek	spadek	wzrost	wzrost	spadek	spadek	122 485
zadłużenie/pasywa ogółem	0,43	spadek	spadek	wzrost	wzrost	wzrost	spadek	0,36
zobowiązania krótkoterm./zadłużenie	0,49	wzrost	spadek	wzrost	wzrost	wzrost	spadek	0,36
przychody ze sprzedaży	212 751	wzrost	wzrost	wzrost	wzrost	spadek	wzrost	293 070
wynik finansowy brutto	15 474	spadek	wzrost	spadek	wzrost	spadek	wzrost	36 010
wskaźnik płynności	1,0	spadek	wzrost	spadek	spadek	wzrost	wzrost	1,52
wskaźnik rotacji zobowiązań	144	spadek	spadek	wzrost	wzrost	spadek	spadek	80
wskaźnik rentowności	3,8	spadek	wzrost	spadek	wzrost	spadek	wzrost	8,3

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 <sup>1</sup>	
<b>Ursus SA</b>								
aktywa razem	305 632	wzrost	wzrost	spadek	spadek	spadek	spadek	150 228
aktywa trwale/aktywa ogółem	0,32	wzrost	wzrost	b.z.	wzrost	wzrost	spadek	0,56
zadłużenie	207 684	wzrost	wzrost	spadek	spadek	wzrost	wzrost	355 758
zadłużenie/pasywa ogółem	0,68	spadek	wzrost	spadek	wzrost	wzrost	wzrost	2,36
zobowiązania krótkoterm./zadłużenie	0,87	spadek	wzrost	spadek	wzrost	wzrost	wzrost	2,36
przychody ze sprzedaży	224 066	wzrost	wzrost	spadek	spadek	spadek	spadek	27 717
wynik finansowy brutto	12 998	spadek	wzrost	spadek	spadek	wzrost	wzrost	-52 133
wskaźnik płynności	0,57	wzrost	spadek	spadek	spadek	spadek	spadek	0,04
wskaźnik rotacji zobowiązań	295	spadek	wzrost	wzrost	wzrost	wzrost	wzrost	4 618
wskaźnik rentowności	4,3	spadek	wzrost	spadek	spadek	b.z.	wzrost	-34,7

Źródło: opracowanie własne na podstawie rocznych raportów jednostkowych spółek za lata 2014-2020.

<sup>1</sup> Dla Alchemii SA oraz ES-System SA stan na koniec roku sprawozdawczego 2018.

<sup>2</sup> Wszystkie wartości w tabeli w tys. zł.

<sup>3</sup> Kolorem czerwonym zaznaczono wartości badanych parametrów niższe na koniec roku 2020 niż ich wartości wykazane na koniec roku 2014, a kolorem zielonym te, które w tym okresie zwiększyły się.

<sup>4</sup> Kolorem czerwonym zaznaczono wartości badanych parametrów niższe na koniec roku 2020 niż ich wartości wykazane na koniec roku 2014, a kolorem zielonym te, które w tym okresie zwiększyły się.

<sup>5</sup> Kolorem czerwonym zaznaczono wartości badanych parametrów niższe na koniec roku 2020 niż ich wartości wykazane na koniec roku 2014, a kolorem zielonym te, które w tym okresie zwiększyły się.

**Agnieszka Cenkiem**, Instytut Finansów Korporacji i Inwestycji, Szkoła Główna  
Handlowa w Warszawie, acenkier@sgh.waw.pl, ORCID: 0000-0002-1964-9956