

Zbigniew Dresler*

Dźwignia finansowa a struktura kapitału przedsiębiorstw w Polsce

Wstęp

W większości podręczników z dziedziny finansów, szczególnie finansów przedsiębiorstw, wyjaśnia się mechanizm dźwigni finansowej. Zwykle opis ten jest stosunkowo skromny, ogranicza się do przedstawiania istoty mechanizmu dźwigni finansowej oraz warunków osiągnięcia pozytywnego efektu dźwigni. Brakuje natomiast odwołania się do rzeczywistości gospodarczej w celu wskazania, czy i w jakim stopniu mechanizm dźwigni znany jest polskiej praktyce gospodarczej i przez nią wykorzystywany. W artykule podjęto próbę empirycznego zbadania, na podstawie zbiorczych danych statystycznych, czy w polskiej gospodarce istniały lub istnieją warunki do wykorzystania dźwigni finansowej. Dostarczy to elementarnej wiedzy o tym zjawisku w realnym życiu gospodarczym. Również wyniki tych badań mogą dostarczyć dodatkowych argumentów w dyskusji o strukturze kapitału przedsiębiorstw w Polsce.

1. Teoretyczne ujęcie dźwigni finansowej

Rozpocznijmy od przytoczenia kilku definicji dźwigni finansowej spotykanej w polskiej literaturze finansowej.

Według Duliniec: „Zaciąganie przez przedsiębiorstwo oprocentowanych zobowiązań uruchamia mechanizm tzw. dźwigni finansowej. Jej głównym celem jest podwyższenie wskaźnika rentowności kapitału własnego (ROE), w porównaniu do sytuacji, w której przedsiębiorstwo jest finansowane wyłącznie kapitałem własnym” [Duliniec, 2011, s. 90].

Grzywacz pisze: „Kształtując odpowiednio proporcje pomiędzy kapitałami własnymi i obcymi, uzyskuje się dodatkowy efekt w postaci wzrostu rentowności kapitałów własnych. Takie zjawisko określa się jako dźwignię finansową” [Grzywacz, 2012, s. 111].

* Prof. dr hab., Katedra Finansów Przedsiębiorstw, Wydział Finansów, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, dreslerz@uek.krakow.pl, ul. Rakowicka 27, 31-510 Kraków

Z kolei według Zawadzkiej: „Zjawisko dźwigni finansowej wiąże się z wykorzystaniem kapitału obcego w strukturze finansowania przedsiębiorstwa. Dodatni efekt dźwigni finansowej polega na zwiększeniu rentowności kapitałów własnych (ROE) przez zastosowanie kapitałów obcych” [Zawadzka, 2009, s. 88].

Według Iwin-Garzyńskiej: „Dźwignia finansowa to korzystanie z kapitałów obcych z zamiarem podniesienia rentowności kapitały własnego [Iwin-Garzyńska, 2011, s.102].

Podobnych do wyżej przytoczonych definicji dźwigni finansowej jest literaturze znacznie więcej. Z ich dokładnego odczytania można wyprowadzić wniosek, że celem wykorzystania przez przedsiębiorstwo z kapitałów obcych jest uzyskanie wyższej stopy zwrotu z kapitału własnego (ROE). Gdyby upowszechnić wśród polskich przedsiębiorców taki cel korzystania z kapitałów obcych, można założyć, że przyjęto by to ze zdziwieniem, gdyż powszechnie uważa się, że korzystanie przez przedsiębiorstwa z kapitału obcego wynika przede wszystkim z konieczności uzupełnienia niedoborów kapitału własnego, niezbędnego do zamierzonej działalności gospodarczej. Jest to zgodne również z najpowszechniejszą obecnie teorią hierarchii źródeł finansowania przedsiębiorstw, z której wynika m.in., że jako podstawowe źródło zwiększania kapitału firmy, przedsiębiorcy preferują zatrzymane zyski, a nie kapitały obce, na co wskazywałby mechanizm dźwigni finansowej. Również i zachowania pod tym względem naszych przedsiębiorstw potwierdzają tę opinię, co znajduje wyraz w przedstawionych w tym artykule danych statystycznych o strukturze kapitału przedsiębiorstw w Polsce.

W dalszych opisach mechanizmu dźwigni finansowej wskazuje się, że aby osiągnąć pozytywny efekt dźwigni, konieczne jest spełnienie istotnego warunku – najczęściej uzyskiwania stopy zwrotu z całego zainwestowanego kapitału mierzonej wynikiem operacyjnym (ROIC) wyższej od kosztu kapitału obcego (w %). Jeśli warunek ten nie jest spełniony, to korzystanie z kapitału obcego nie przyniesie pozytywnego efektu dźwigni, a więc przedsiębiorstwo nie osiągnie wyższej stopy zwrotu z kapitału własnego (ROE) [Iwin-Garzyńska, 2011, s. 104; Duliniec, 2011, s. 90; Zawadzka, 2009, s. 88].

Takie rozumienie warunku uzyskania efektu dźwigni finansowej jest bardzo ważnym elementem jej opisu, gdyż czasami, w niektórych wypowiedziach publicystycznych dotyczących korzystania z kredytu banko-

wego jako dźwigni nie jest to tym warunkowane¹. Warunek ten jest także ważnym narzędziem wykorzystywanym do badania w praktyce możliwości uzyskiwania efektu dźwigni finansowej.

Elementem różniącym z kolei dalszy opis mechanizmu dźwigni finansowej jest kwestia rozumienia kapitału obcego. W tej kwestii spotyka się dwa ujęcia. Jedno, które za kapitał obcy uznaje wyłącznie kapitał obcy płatny, a więc taki kapitał, za który korzystający z niego płaci np. oprocentowanie. Drugie ujęcie przyjmuje za kapitał obcy łączny – zarówno płatny, jak i niepłatny, w postaci np. zobowiązań z tytułu dostaw, z tytułu podatków, ceł itp. Są też i takie opisy dźwigni finansowej, w których nie wyjaśnia się, co się przyjmuje za kapitał obcy.

To pierwsze rozumienie kapitału obcego w mechanizmie dźwigni finansowej jest powszechniejsze. Na przykład Duliniac wprost wskazuje, że „do kapitału obcego zalicza się przede wszystkim wpływy z emisji dłużnych papierów wartościowych oraz otrzymane kredyty i inne pożyczki oprocentowane” [Duliniac, 2011, s. 88]. Podobne rozumienie kapitału obcego znajduje się w pracy Szczepańskiego i Szyszki: „Dźwignia finansowa jest relacją między zobowiązaniami odsetkowymi a kapitałem własnym w przedsiębiorstwie” [Szczepański, Szyszko, 2007, s. 350].

Inni autorzy nie wyjaśniają tak wprost swojego stanowiska w tej kwestii, ale z opisu działania dźwigni finansowej można przyjąć, że również uważają, że chodzi o kapitał obcy płatny. Na przykład według Grzywacza „Wzrost ROE następuje dzięki wykorzystaniu kapitałów obcych pod warunkiem, że stopa odsetek płaconych od wykorzystania kapitałów obcych jest niższa od rentowności majątku [Grzywacz, 2012, s. 112]. Jeszcze u innych autorów, którzy również wprost nie wyjaśniają, o jaki kapitał obcy chodzi, ale z przykładu, jakim się posługują, można wywnioskować, że chodzi o kapitał obcy płatny [Dziawgo, Zawadzki, 2011, s. 46-48; Kowalczyk, Kusak, 2006, s. 227-236; Rutkowski, 2007 s. 173; Waśniewski, Skoczylas, 2004, s. 284].

Wydaje się, że odmienne stanowisko zajmuje Iwin-Garzyńska. Z podanego przez tę autorkę opisu dźwigni można wywnioskować, że za ka-

¹ W jednej z audycji radiowych dziennikarz, pytając eksperta, czy warto kupić akcje wprowadzanej na rynek spółki PGE, odpowiedział, że warto, gdyż cena akcji jest atrakcyjna, a jeśli ktoś nie ma na tyle kapitału własnego, to może skorzystać z kredytu bankowego, bo kredyt to dźwignia. W rzeczywistości w opisywanym przypadku efekt dźwigni nie wystąpił – koszt kredytu był wyższy niż wzrost przychodu ze wzrostu ceny akcji.

pital obcy uznaje zarówno kapitał płatny, jak i niepłatny [Iwin-Garzyńska, 2011, s. 106].

Można zadać pytanie, dlaczego większość autorów uważa, że mechanizm dźwigni finansowej wiązany jest z kapitałem obcym płatnym? Studiując literaturę z tego zakresu, zauważa się brak wyjaśnienia tego stanowiska. Samokrytycznie chcę przypomnieć, że również i autor tego artykułu przedstawiał stanowisko, że mechanizm dźwigni finansowej opiera się na kapitale obcym płatnym, nie wyjaśniając, jakie jest uzasadnienie dla takiego stanowiska [Czekaj, Dresler, 2007, s. 228].

Podjmując badania empiryczne dotyczącego problemu dźwigni finansowej, a w ramach tych badań analizując strukturę kapitału obcego przedsiębiorstw w Polsce, nasuwa się wątpliwość, czy zasadne jest uznanie tylko kapitału obcego płatnego jako siły sprawczej dźwigni finansowej. Jak to zostanie w dalszej części artykułu przedstawione, w kapitale obcym przedsiębiorstw udział kredytów bankowych jest niewielki. Gdyby uwzględnić jeszcze inne płatne formy kapitału obcego, to nadal tak rozumiany kapitał obcy płatny nie jest kapitałem dominującym w całym kapitale obcym przedsiębiorstw. Ta okoliczność może uzasadniać uznanie całego kapitału obcego jako instrumentu dźwigni finansowej. Ale można wskazać jeszcze na bardziej istotny argument uznania całego kapitału obcego jako narzędzia dźwigni finansowej. Argument ten jest następujący. Jeśli efektem dźwigni finansowej jest wyższy poziom stopy zwrotu z kapitału własnego (ROE), to trzeba zauważyć, że na poziom tego wskaźnika wpływa, z jednej strony, wartość zysku netto, a z drugiej, wartość kapitału własnego. Im wyższy jest poziom zysku netto, tym przy danym kapitale własnym, wyższy jest poziom ROE. Z drugiej strony, im przy danym zysku netto niższy jest poziom kapitału własnego, tym również wyższy jest poziom ROE. Poziom zysku netto przedsiębiorstwa jest funkcją m.in. wielkości całego kapitału, a nie tylko kapitału własnego i obcego płatnego. Również kapitał obcy niepłatny pracuje na osiągnięcie zysku netto. Z kolei przy danym zapotrzebowaniu na łączny kapitał przedsiębiorstwa, poziom kapitału własnego może być tym niższy im wyższy będzie cały kapitał obcy, a nie tylko kapitał obcy płatny. Te zależności uzasadniają naszym zdaniem przyjęcie stanowiska, że efekt dźwigni finansowej w postaci wzrostu ROE jest wynikiem korzystania przez przedsiębiorstwo z całego kapitału obcego, nie tylko płatnego.

2. Przesłanki i metody badań empirycznych dźwigni finansowej

Powyższe rozważania o teoretycznych problemach dźwigni finansowej były niezbędne głównie ze względu na podjęcie i przedstawienie w tym artykule wyników badań empirycznych dotyczących dźwigni finansowej. Dokonane przez autora studia literatury przedmiotu wskazują, że takich badań albo się nie wykonuje, albo nie są publikowane, gdyż w literaturze polskiej nie można znaleźć żadnych wyników. Badania empiryczne są niezbędne dla zweryfikowania twierdzeń teoretycznych i zwykle dostarczają nowej wiedzy o realnych procesach gospodarczych.

Istotne elementy i założenia przyjętej metody badawczej:

1. Celem przedstawionych badań było zweryfikowanie, czy przedsiębiorstwa w naszej gospodarce mogły wykorzystywać lub wykorzystywały dźwignię finansową w celu zyskania wyższej stopy zwrotu z kapitału własnego. Weryfikacja ta polegała na ustaleniu, czy w badanych latach spełniony był warunek dla dźwigni finansowej, a więc czy poziom ROIC był wyższy od kosztu kapitału obcego.
2. Do badań zostały wykorzystane zbiorcze dane statystyczne zawarte w rocznikach statystycznych GUS z lat 1995-2011 dotyczące finansów przedsiębiorstw dwóch sekcji przedsiębiorstw: przemysłu i budownictwa. Wybór tych sekcji wynikał z faktu, że są to dwie najważniejsze sekcje wytwórcze. Dane dotyczą przedsiębiorstw o liczbie pracujących powyżej 9 osób.
3. Obliczenie poziomu wskaźnika ROIC wymagało obliczenia poziomu zysku operacyjnego i poziomu kapitału ogółem dla badanych sekcji przedsiębiorstw. W rocznikach statystycznych GUS, w dziale finanse przedsiębiorstw, nie ma bezpośrednio podanej informacji o wyniku operacyjnym przedsiębiorstw, ale są dane, które pozwalają ten wynik obliczyć. Dla celów tych badań wynik operacyjny obliczono w następujący sposób:

$$\begin{aligned} & \text{przychody z całokształtu działalności} \\ & \quad \text{minus przychody finansowe} \\ = & \text{przychody z działalności operacyjnej} \\ & \quad \text{minus koszty uzyskania przychodów} \\ & \quad \text{z całokształtu działalności} \\ & \quad \text{plus koszty finansowe} \\ = & \text{wynik finansowy z działalności operacyjnej.} \end{aligned}$$

Rocznik statystyczny nie podaje wartości kapitału ogółem przedsiębiorstw. Wartość tę obliczono jako sumę kapitałów własnych i zobowiązań.

4. Dane o poziomie oprocentowania kredytów bankowych pozyskano ze statystyki stóp procentowych NBP. Ponieważ dane te są przedstawiane w skali miesiąca, a badania wykonane zostały w ujęciu rocznym, poziom oprocentowania kredytów w skali rocznej obliczono jako średnią arytmetyczną z miesięcznych stóp procentowych danego roku. Dla całego badanego okresu przyjęto oprocentowanie 3-letnich kredytów dla przedsiębiorstw.
5. Warunek dla dźwigni finansowej ustalono w dwóch wariantach: wariant I – porównując poziom ROIC z poziomem oprocentowania kredytów bankowych, wariant II – porównując poziom ROIC z poziomem oprocentowania łącznego kapitału obcego, a więc kredytów bankowych i innych płatnych kapitałów obcych oraz pozostałych źródeł kapitału obcego niepłatnego, z których przedsiębiorstwa korzystały. Wymagało to obliczenia średniego ważonego kosztu kapitału obcego. Dane statystyczne GUS o zobowiązaniach przedsiębiorstw podawane są w następującym układzie:
 - a) zobowiązania ogółem, w tym:
 - długoterminowe ogółem razem, w tym:
 - kredyty i pożyczki
 - krótkoterminowe razem, w tym:
 - kredyty i pożyczki,
 - zobowiązania z tytułu dostaw i usług,
 - b) zobowiązania z tytułu podatków, ceł, ubezpieczeń i innych świadczeń.

Udział nienazwanych zobowiązań jest bardzo znaczny i wynosił w badanym okresie w przedsiębiorstwach przemysłowych od 32% w 1995 r. do 14% w 2006 r., a w przedsiębiorstwach budowlanych od 34% w 1995 r. do 17% w 2006 r., co utrudnia zakwalifikowanie ich do zobowiązań płatnych i niepłatnych. Obliczając średni ważony koszt kapitału obcego przyjęto, że do zobowiązań płatnych, oprócz kredytów i pożyczek, zaliczono również wszystkie pozostałe zobowiązania długoterminowe, do niepłatnych natomiast, oprócz tych nazwanych, pozostałe zobowiązania krótkoterminowe.

Tablica 1. Wielkość i struktura kapitałów w przemyśle (w mln zł)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Wyszczególnienie																
Kapitał własny	142332	148382	161736	168786	173179	182995	185270	193687	230506	280773	318300	355334	456386	464439	510917	559536
Kapitał obcy, w tym:	79786	102682	132995	159157	197518	211494	223221	235229	239721	228291	234383	263235	294269	334842	334816	361110
dlugoterminowy	24667	29650	35317	42634	51730	53748	61304	58580	64941	54495	59157	66722	72751	78361	97047	98565
kredyty bankowe	12528	17873	22443	26830	33160	31912	31842	35648	38968	40621	45606	51784	53432	56922	71452	68131
pozostałe	12139	11777	12874	15804	18570	21836	29462	22932	25973	13874	13551	14938	19319	21439	25595	30434
krótkoterminowe	55119	73032	97678	116521	145788	157746	161917	176649	174780	173796	175226	196513	221518	256481	237769	262545
kredyty bankowe	9130	15656	21290	26056	31059	35849	36906	37992	37286	45188	43042	51328	58793	68821	53026	53450
zob. z tyt. dostaw	22595	33228	44965	50708	65113	68489	68646	74481	81559	81217	88975	101288	113563	115019	120443	135260
zob. z tyt. ZUS, podat.	9646	11466	12983	16461	21485	23683	20923	33500	19920	20746	20174	22133	23320	27257	21432	23342
pozostałe	13748	12682	18440	23296	28131	29725	35442	30676	36015	26645	23035	21764	25842	45384	42868	50493
Razem kapitały	222118	251064	294731	327943	370697	394489	408491	428916	470227	509064	552683	618569	750655	799281	845733	920646

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z roczników statystycznych GUS 1997-2011

Tablica 2. Struktura kapitału w przemyśle (w %)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Wyszczególnienie	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Kapitał razem	64,1	59,1	54,9	51,5	46,7	46,4	45,4	45,2	49,0	55,2	57,6	57,4	60,8	58,1	60,4	60,8
Kapitał własny	35,9	40,9	45,1	48,5	53,3	53,6	54,6	54,8	51,0	44,8	42,4	42,6	39,2	41,9	39,6	39,2
Kapitał obcy, w tym:	27,1	32,7	32,9	33,2	32,5	32,0	30,8	31,3	31,8	37,6	37,8	39,2	38,1	37,6	37,2	33,7
udział kredytów w zobowiązaniach	32,4	23,8	23,5	24,6	23,6	24,4	29,1	22,8	25,9	17,7	15,6	13,9	15,3	20	20,4	22,4
udział zobowiązań nienazwanych	59,6	27,6	56,4	57,8	56,2	56,4	59,9	54,1	57,7	55,3	53,4	53,1	53,5	57,5	57,6	56,1
udział zobowiązań płatnych																

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z roczników statystycznych GUS 1997-2011

Tablica 3. Wielkość i struktura kapitałów w budownictwie (w mln zł)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Wyszczególnienie																
Kapitał własny	5440	5810	7836	9652	11560	12641	11688	11606	10814	11373	13402	16883	25647	34229	56697	46538
Kapitał obcy, w tym:	6466	9805	15145	17610	25065	30723	30397	24441	24382	24389	26130	32193	39570	51410	63638	63295
długoterminowy	1070	1949	3704	5867	8468	10552	9770	4780	5756	5139	5967	7204	10973	14287	19746	17991
kredyty bankowe	215	408	962	2389	4184	6496	6268	3611	4417	2961	4455	5524	8699	10930	13236	12959
pozostałe	855	1541	2742	3478	4284	4056	3502	1169	1339	2178	1512	1680	2274	3357	6510	5032
krótkoterminowe	5397	7856	11441	11744	16596	20171	20627	19660	18626	19250	20163	24989	28597	37123	43892	45304
kredyty bankowe	459	683	1082	1350	2240	3083	3751	2745	2151	1777	2589	3480	4458	5520	7191	6426
zob. z tyt. dostaw	2681	4400	6576	6966	9948	12179	11863	11788	11073	11669	12250	15217	16640	20447	23513	24612
zob. z tyt. ZUS, podat.	903	1343	1580	1499	1866	2009	2098	1783	1814	2073	2225	2441	3143	4200	4437	4540
pozostałe	1354	1430	2203	1929	2542	2900	2915	3344	3588	3731	3099	3851	4356	6956	8751	9726
Razem kapitały	11906	15615	22981	27262	36625	43364	42085	36047	35196	35762	39532	49076	65217	85639	120335	109833

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z roczników statystycznych GUS 1997-2011

Tablica 4. Struktura kapitałów w budownictwie (w %)

Wyszczególnienie	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Kapitał razem	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Kapitał własny	45,7	37,2	34,1	35,4	31,6	29,2	27,8	32,2	30,7	31,8	33,9	34,4	39,3	40,0	47,1	42,4
Kapitał obcy, w tym:	54,3	62,8	65,9	64,6	68,4	70,8	72,2	67,8	69,3	68,2	66,1	65,6	60,7	60,0	52,9	57,6
udział kredytów	10,4	11,1	13,5	21,2	25,6	31,2	33,0	26,0	26,9	19,4	27,0	28,0	33,2	32,0	32,1	30,6
udział zobowiązań nienazwanych	34,2	30,3	32,7	30,7	27,2	22,6	21,1	18,5	20,2	24,2	17,6	17,2	16,8	20,1	24,0	23,3
udział zobowiązań płatnych	44,6	41,4	46,1	51,9	52,9	53,8	54,1	44,5	47,1	43,7	44,6	45,1	50,0	52,1	56,1	53,9

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z roczników statystycznych GUS 1997-2011

Tablica 5. Poziom wskaźnika ROIC w przemyśle (w mln zł)

Wyszczególnienie	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Przychody operacyjne	258756	318612	394813	438869	477798	535210	568737	556244	633818	738607	770235	870768	982713	1027568	1035552	1127368
Koszty dział. operac.	243850	305119	373649	424425	463083	516714	552246	537622	596870	686818	723684	813133	916509	981331	974062	1055953
Wynik operacyjny	14906	13493	21164	14444	14715	18496	16491	18622	36948	51789	46551	57635	66204	46237	61490	71415
Kapitał razem	21658	33529	43733	52886	64219	67761	68748	73640	76254	85809	88648	103112	112225	125743	124478	121581
ROIC (w%)	6,7	5,4	7,2	4,4	4,0	4,7	4,0	4,3	7,9	10,2	8,4	9,3	8,8	5,8	7,3	7,8

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z roczników statystycznych GUS 1997-2011

Tablica 6. Poziom wskaźnika ROIC w budownictwie (w mln zł)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Wyszcze- gólnienie																
Przychody operacyjne	25979	34790	49806	58828	66468	71450	71674	58484	58429	60903	68881	84173	107676	145007	138729	141568
Koszty dział. operac.	25141	33412	47054	55818	63663	69930	70187	58418	58369	59470	66725	79380	99817	133726	127777	132472
Wynik operacyjny	838	1378	2752	3010	2805	1520	1487	66	60	1433	2156	4793	7859	11281	10952	9096
Kapitał razem	11906	15615	22981	27262	36625	43364	42085	36047	35196	35762	39532	49076	65217	85639	120335	109833
ROIC (w%)	7,0	8,8	12,0	11,0	7,7	3,5	3,5	0,2	0,2	4,0	5,5	9,8	12,1	13,2	9,1	8,3

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z roczników statystycznych GUS 1997-2011

Tablica 7. Zestawienie wyników badań dotyczących przedsiębiorstw przemysłowych

Wyszczególnienie	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ROIC (w %)	6,7	5,4	7,2	4,4	4,0	4,7	4,0	4,3	7,9	10,2	8,4	9,3	8,8	5,8	7,3	7,8
Koszt kredytów (w %)	31,1	25,8	25,5	24,8	17,3	20,1	18,5	12,6	7,9	8,3	7,4	5,8	6,2	7,5	6,3	6,5
Koszt kapitału obcego (w %)	18,5	7,1	14,4	14,3	9,7	11,3	11,1	6,8	4,6	4,6	4,0	3,1	3,3	4,3	3,6	3,6
Udział kredytów w kapitale ogółem (w %)	9,8	13,4	14,8	16,1	17,3	17,2	16,8	17,2	16,2	16,9	16,0	16,7	15,0	15,7	14,7	13,2
Udział kapitału obcego w kapitale ogółem (w %)	35,9	40,9	45,1	48,5	53,3	53,6	54,6	54,8	51,0	44,8	42,4	42,6	39,2	41,9	39,6	39,2

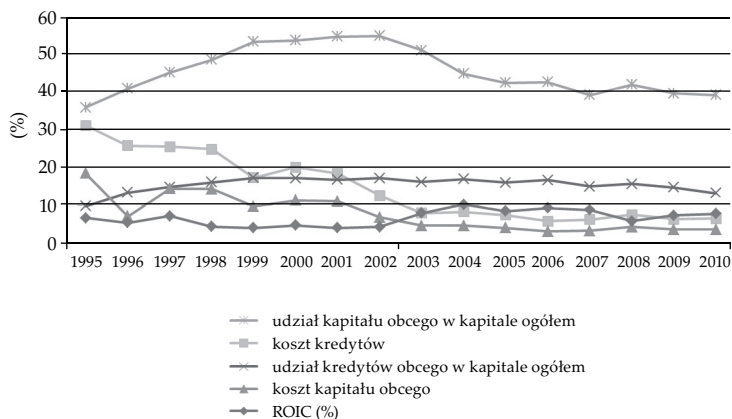
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z roczników statystycznych GUS 1997-2011

Tablica 8. Zestawienie wyników badań dotyczących przedsiębiorstw budowlanych

Wyszczególnienie	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ROIC (w %)	7,0	8,8	12,0	11,0	7,7	3,5	3,5	0,2	0,2	4,0	5,5	9,8	12,1	13,2	9,1	8,3
Koszt kredytów (w %)	31,1	25,8	25,5	24,8	17,3	20,1	18,5	12,6	7,9	8,3	7,4	5,8	6,2	7,5	6,3	6,5
Koszt kapitału obcego	13,9	10,7	11,8	12,9	9,1	10,8	10,0	5,6	3,7	3,6	3,3	2,6	3,1	3,9	3,5	3,5
Udział kredytów w kapitale ogółem (w %)	5,7	7,0	8,9	13,7	17,5	22,1	23,8	17,6	18,7	13,2	17,8	18,3	20,2	19,2	17,0	17,6
Udział kapitału obcego w kapitale ogółem (w %)	45,7	37,2	34,1	35,4	31,6	29,2	27,8	32,2	30,7	31,8	33,9	34,4	39,3	40,0	47,1	42,4

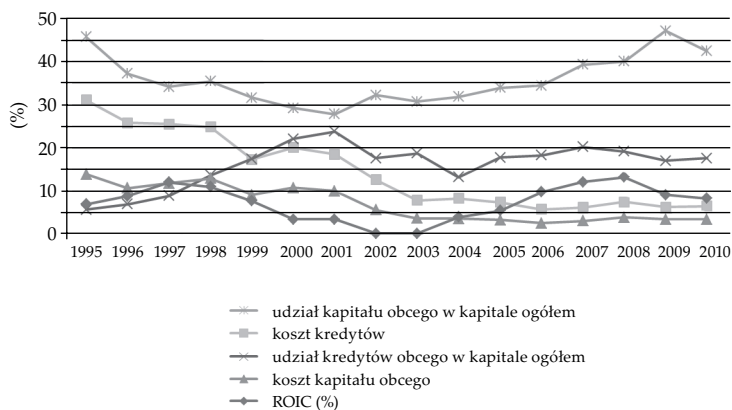
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z roczników statystycznych GUS 1997-2011

Rysunek 1. Zestawienie wyników badań dotyczących przedsiębiorstw przemysłowych



Źródło: Obliczenia własne na podstawie tablicy 7.

Rysunek 2. Zestawienie wyników badań dotyczących przedsiębiorstw budowlanych



Źródło: Obliczenia własne na podstawie tablicy 8.

3. Wyniki badań

Wyniki badań wykonanych według wyżej opisanych zasad przedstawiają obliczenia zawarte w tablicach 1-8. Z analizy tych danych można wyprowadzić następujące wnioski.

Tablice 1-4 przedstawiają dane o wielkości i strukturze kapitałów przedsiębiorstw przemysłowych i budowlanych w Polsce. W przedstawionych latach widać wyraźne zmiany w głównej strukturze kapitału przedsiębiorstw przemysłowych. W 1995 r. udział kapitału własnego wynosił ponad 64% i był najwyższy w całym okresie. W kolejnych latach widać wyraźne systematyczne zmniejszanie się udziału kapitału własnego aż do 2002 r. (udział 45%). Od następnego roku następuje z kolei systematyczny wzrost udziału kapitału własnego i w 2010 r. udział tego kapitału osiąga 60%. Jeśli skojarzymy to z rentownością przedsiębiorstw przemysłowych w tym okresie, to wyraźnie widać, że im wyższa rentowność, tym wyższy jest udział kapitału własnego przedsiębiorstw. Jeśli rentowność się pogarsza, to zmniejsza się udział kapitału własnego, a wzrasta udział kapitału obcego. W przedsiębiorstwach budowlanych udział kapitału własnego w kapitale ogółem był znacznie niższy (średnio o prawie 20 punktów procentowych), natomiast tendencja była podobna jak w przedsiębiorstwach przemysłowych.

W przedsiębiorstwach przemysłowych poziom wskaźnika ROIC był bardzo zróżnicowany od 4% w 1998 r. do 10,2% w 2004 r. Tendencja zmian poziomu tego wskaźnika była zbliżona do zmian w ogólnej rentowności tych przedsiębiorstw w analizowanym okresie. Najniższy poziom tego wskaźnika notowano w latach 1999-2002. Od 2003 do 2010 r. następuje wyraźny wzrost tego wskaźnika do poziomu 8-10%.

W przedsiębiorstwach budowlanych zmienność poziomu tego wskaźnika jest znacznie większa i waha się w przedziale od 0,2% w latach 2002-2003 do 12-13% w latach 2007-2008.

Najważniejsze wnioski dla podjętych badań dostarczają tablice 7 i 8 oraz towarzyszące im wykresy 1 i 2. Z porównania poziomu wskaźnika ROIC z kosztem tylko kapitału obcego płatnego wynika, że efekt dźwigni finansowej można było uzyskać dopiero od 2003 r. w przedsiębiorstwach przemysłowych i od 2005/2006 w przedsiębiorstwach budowlanych. W poprzednich latach, a więc nie tylko od 1995 r., ale również w latach 1990-1994, w których wyniki finansowe przedsiębiorstw były jeszcze niższe niż w 1995 r., nie było możliwości wykorzystania kapitału obcego w charakterze dźwigni finansowej, tzn. przynoszącej efekt w postaci wyższej stopy zwrotu z kapitału własnego. Przyjmując do analizy średni ważony koszt całego kapitału obcego, a nie tylko kapitału obcego płatnego, to wyniki są podobne.

Powyższy wniosek został wyprowadzony z relacji między ROIC a kosztem kapitału obcego obliczonej dla ogółu przedsiębiorstw przemysłowych i ogółu przedsiębiorstw budowlanych. Z pewnością jakaś część przedsiębiorstw z tych dwóch sekcji mogła spełniać ten warunek i uzyskiwać efekt dźwigni finansowej.

Porównując okresy sprzyjające uzyskaniu efektu dźwigni finansowej ze strukturą kapitału przedsiębiorstw w tych okresach, nasuwa się wniosek, że przedsiębiorstwa przemysłowe nie wykorzystywały dźwigni finansowej. Dowodem tego jest fakt, że tych przedsiębiorstwach od ok. 2003 r., miało miejsce znaczne obniżanie udziału kapitału obcego w kapitale ogółem tych przedsiębiorstw. Udział kapitału obcego w kapitale ogółem obniżał się z systematycznie z 51% w 2003 r. do 39% w 2010 r., a więc wystąpiło zjawisko przeczące wykorzystywaniu dźwigni finansowej.

Natomiast w przedsiębiorstwach budowlanych udział kapitałów obcych w ich kapitale ogółem w tym okresie nieco zwiększał się, co by wskazywało na korzystanie przez te przedsiębiorstwa z dźwigni finansowej. Trudno jest jednak definitywnie potwierdzić w tych badaniach taką hipotezę, szczególnie, że nie ma przekonujących argumentów uzasadniających inne ich zachowanie pod tym względem niż przedsiębiorstw przemysłowych. Prawdopodobnie warunki funkcjonowania przedsiębiorstw budowlanych wymagały większego finansowania obcego niż przedsiębiorstw przemysłowych i dlatego wzrastał u nich udział kapitału obcego.

Zakończenie

Przedstawione wyniki badań pozwalają na wstępne sformułowanie tezy, że dźwignia finansowa nie jest w polskiej gospodarce wykorzystywana. Wprawdzie badania były wykonane na podstawie zbiorczych danych dotyczących przedsiębiorstw przemysłowych i budowlanych, to nie ma istotnych przesłanek do uznania, że w innych sekcjach gospodarki może być inaczej. Można postawić hipotezę, że przyczyną tego stanu rzeczy jest niewystarczająca wiedza o tym mechanizmie. Niniejsze wnioski wymagają jeszcze zweryfikowania na podstawie badań jednostkowych, przynajmniej na reprezentatywnej próbie przedsiębiorstw. Takie badania zostaną wkrótce podjęte przez Katedrę Finansów Przedsiębiorstw Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie.

Literatura

1. Czekaj J., Dresler Z. (2007), *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii*, Wydawnictwo PWN, Warszawa.
2. Duliniec A. (2011), *Finansowanie przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa.
3. Dziawgo D. Zawadzki A. (2011), *Finanse przedsiębiorstwa. Istota — Narzędzia — Zarządzanie*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa.
4. Grzywacz J. (2012), *Kapitał w przedsiębiorstwie i jego struktura*, Wydawnictwo SGH, Warszawa.
5. Iwin-Garzyńska J. (2011), *Finanse przedsiębiorstwa. Kategorie. Wartości*, Economicus, Szczecin.
6. Kowalczyk J., Kusak A. (2006), *Decyzje finansowe firmy. Metody analizy*, C.H. Beck, Warszawa.
7. Rutkowski A. (2007), *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa.
8. Szczepański J., Szyszko L. (2007), *Finanse przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa.
9. Tuczko J. (2005), *Zrozumieć finanse firmy*, Difin, Warszawa.
10. Waśniewski T., Skoczylas W. (2004), *Teoria i praktyka analizy finansowej w przedsiębiorstwie*, FRR, Warszawa.
11. Zawadzka D. (2009), *Struktura kapitału przedsiębiorstwa*, [w:] *Nowoczesne zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, red. A. Bielawska, C.H. Beck, Warszawa.
12. Rocznik Statystyczny Rzeczypospolitej Polskiej 1997 do 2011, GUS, Warszawa.

Streszczenie

Artykuł zawiera badania empiryczne dotyczące możliwości wykorzystywania dźwigni finansowej w kształtowaniu struktury kapitału przedsiębiorstw w Polsce. Badania wykonano na podstawie zbiorczych danych statystycznych z lat 1995-2010 dotyczących finansów przedsiębiorstw przemysłowych i budowlanych. Badania wykazały, że w Polsce możliwości wykorzystania dźwigni finansowej w celu poprawy ROE zaistniały w okresie 2003-2005 r. Jednak mimo tej możliwości przedsiębiorstwa nie wykorzystywały kapitału obcego jako dźwigni finansowej, czego dowodem jest zmniejszenie się w tym okresie udziału kapitału obcego w kapitale całkowitym przedsiębiorstw. We wcześniejszym okresie tj. do ok. 2003-2005 r. nie zaistniały warunki do wykorzystywania dźwigni finansowej, gdyż wskaźniki ROIC były niższe od kosztu kapitału obcego.

Słowa kluczowe

dźwignia finansowa w praktyce polskich przedsiębiorstw, warunek dźwigni, efekt dźwigni finansowej, struktura kapitału przedsiębiorstw

**Financial leverage and capital structure of enterprises in Poland
(Summary)**

Article contains empirical studies on the possibility of the use of financial leverage in shaping the capital structure of enterprises in Poland. Studies on aggregate statistical data from the years 1995-2010 for industrial enterprises and construction. Studies have shown that in Poland the possibility of using leverage to improve ROE occurred. 2003-2005. However, despite this ability to use foreign capital companies as leverage, as evidenced by the decrease in the participation of foreign capital in this period in the capital of the total enterprises. In the earlier period. up to approx. 2003-2005, the conditions exist for the use of leverage because the ROIC ratios were lower than the cost of foreign capital.

Keywords

financial leverage in polish enterprises, condition of leverage, effect of leverage, capital structure of enterprises