



Anna Kwiecień

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach
Wydział Zarządzania
Katedra Zarządzania Przedsiębiorstwem
anna.kwiecien@ue.katowice.pl

STRUKTURA KAPITAŁU A STOPA ZWROTU – ANALIZA PRZYPADKU

Streszczenie: W niniejszym artykule podjęto próbę zidentyfikowania zależności pomiędzy strukturą kapitału badanych podmiotów a osiąganą przez nie stopą zwrotu. Omówiono krótko pojęcie struktury kapitału, wyjaśniając jej istotę, i zwrócono uwagę na typowe strategie finansowe. Przeprowadzono analizę struktury kapitału sześciu spółek giełdowych z branży budowlanej. Dokonano analizy podstawowych danych bilansowych i obliczono podstawowe wskaźniki, typowe dla analizy struktury. W wyniku przeprowadzonych analiz stwierdzono brak jednoznacznych zależności. Spółki o podobnej strukturze kapitału osiągają różne wyniki finansowe i różne stopy zwrotu. Oznacza to, że szukanie przyczyn tych sytuacji wymaga dokładniejszej analizy wykraczającej poza podstawową analizę danych bilansowych.

Słowa kluczowe: kapitał, struktura kapitału, stopa zwrotu.

Wprowadzenie

Rozpoczęcie i kontynuowanie działalności gospodarczej wymaga odpowiednich zasobów finansowych. Ich wykorzystanie wiąże się z powstaniem specyficznej struktury kapitałowej, która ma wpływ zarówno na bieżącą kondycję danego podmiotu, jak i na jego możliwości rozwojowe. Istotny jest właśnie fakt, że nie tylko wartość posiadanego kapitału ma znaczenie dla funkcjonowania przedsiębiorstwa. Ważna jest informacja, skąd ów kapitał pochodzi, czyli jakie są źródła finansowania. To ma bowiem wpływ na efektywność gospodarowania w firmie. Analiza i ocena struktury kapitałowej przedsiębiorstwa ma na celu ustalenie źródeł finansowania aktywów, oceniając przy tym poziom zadłużenia przedsiębiorstwa, a także strukturę i efektywność wykorzystania powierzonych mu kapitałów. W związku z tym, celem niniejszego opracowania jest

próba zdefiniowania zależności pomiędzy strukturą kapitału wybranych podmiotów a osiąganą przez nie stopą zwrotu.

Artykuł powstał na podstawie analizy literatury i badań własnych opartych na danych bilansowych sześciu giełdowych spółek należących do sektora budowlanego.

1. Charakterystyka podstawowych parametrów struktury kapitału

Struktura kapitału to, najogólniej rzecz ujmując, proporcja kapitałów obcych do kapitałów własnych. Odzwierciedla ona pochodzenie aktywów, czyli źródła ich finansowania. Ma duży wpływ na funkcjonowanie przedsiębiorstwa, a sama jest uzależniona od wielu czynników. Istnieje bardzo wiele determinant wpływających na strukturę kapitału. Ważnym czynnikiem kształtowania struktury jest np. koniunktura, ale najważniejszą rolę odgrywa polityka finansowa przedsiębiorstwa.

Można stwierdzić, że struktura kapitałowa wynikająca z pasywów bilansu daje obraz podstawy finansowej, na której jest oparta działalność przedsiębiorstwa. Dlatego też punktem wyjścia w porównawczej analizie pasywów jest wstępna ocena ich struktury i ustosunkowanie się – w warunkach danego przedsiębiorstwa – do relacji zachodzących między kapitałem własnym a kapitałem obcym [Bednarski i in., 2003, s. 89].

Intuicyjnie można stwierdzić, że przedsiębiorstwo wykorzystujące do finansowania aktywów wyłącznie kapitał własny jest całkowicie bezpieczne na rynku i akcje takiej spółki powinny być wyżej wyceniane od innych. Jednak tak nie jest, gdyż koszt pozyskania kapitału własnego jest wyższy od kosztu kapitału obcego. Dodatkowo występują wysokie koszty utraconych możliwości z zastosowania kapitału własnego, a firma nie wykorzystuje dźwigni finansowej. Z drugiej strony zbyt duże wykorzystywanie kapitału obcego zwiększa ryzyko bankructwa firmy. Korzystanie z kapitałów obcych nie jest jednak zjawiskiem negatywnym, wręcz przeciwnie – jest w wielu przypadkach zjawiskiem pożądanym. Chodzi tylko o to, aby nie korzystać z nich w nadmiarze. Sprowadza się to z reguły do utrzymania zadłużenia poniżej poziomu, po przekroczeniu którego przedsiębiorstwo może stracić zdolność do obsługi długu. Dlatego problem wysokości zadłużenia sprowadza się do znalezienia pewnego kompromisu pomiędzy możliwością osiągnięcia zysku z tytułu korzystania z kapitałów obcych, a wzrostem ryzyka finansowego. Sztuka zarządzania kapitałem i tworzenia właściwej struktury kapitału polega na tym, aby nie finansować się wyłącznie kapitałem własnym, ale wspierać się w odpowiednim stopniu kapitałem obcym, w celu poprawy rentowności kapitału własnego [Gabrusewicz, 2014, s. 146].

Niestety nie ma przepisu na strukturę idealną. W praktyce występują liczne czynniki mające wpływ na to, jak kształtują strukturę kapitału poszczególne przedsiębiorstwa; są one opisane w wielu pozycjach literatury. Jednym z istotnych czynników jest wykorzystywana w danej firmie strategia finansowania [Czekaj, Dresler, 2006, s. 158]. Dla każdej firmy strategia jest czymś, co ma fundamentalny wpływ na życie lub śmierć, na sukces lub porażkę firmy [Obłój, 2007, s. 19]. Strategia finansowania ma tutaj szczególne znaczenie. Wyróżnia się trzy podstawowe strategie:

- **Strategia konserwatywna** wyraża się w dążeniu do minimalizacji udziału krótkoterminowego zadłużenia w strukturze źródeł finansowania (poniżej 50% wartości całych pasywów). Sprowadza się do finansowania trwałego stanu aktywów obrotowych kapitałem własnym lub długoterminowym kredytem bankowym. Za pomocą kapitałów o charakterze długoterminowym (kapitały własne i długoterminowy kredyt bankowy) finansowana jest również znaczna część potrzeb sezonowych. Istotne znaczenie ma zachowanie wysokiej płynności finansowej. Ponieważ kredyt długoterminowy z reguły jest wyżej oprocentowany niż krótkoterminowy, struktura źródeł finansowania aktywów nie jest w stanie w pełni wykorzystać szans stwarzanych przez zjawisko dźwigni finansowej i w konsekwencji prowadzi do wzrostu kosztów.
- **Strategia agresywna** polega na maksymalizacji kapitałów obcych kosztem kapitału własnego (powyżej poziomu 50% wartości całych pasywów). Polega na finansowaniu trwałego stanu aktywów obrotowych kredytem krótkoterminowym. Zaletą tej strategii jest minimalizacja kosztów finansowania aktywów obrotowych (wynikająca z niższego oprocentowania kredytów krótkoterminowych) oraz poprawa poziomu stopy zwrotu kapitału własnego (wynikająca z kolei z wykorzystania zjawiska dźwigni finansowej). Minusem tej strategii jest ryzyko wzrostu stopy procentowej oraz trudności z pozyskiwaniem dodatkowych kredytów. W konsekwencji może to doprowadzić do problemów z terminowym regulowaniem zobowiązań.
- **Strategia umiarkowana** jest połączeniem strategii konserwatywnej i agresywnej. Polega na działaniach dążących do dostosowania długości okresu, na które pozyskiwane są kapitały, do długości „okresu życia” aktywów przez nie sfinansowanych. Strategia ta zapewnia największe szanse utrzymania płynności finansowej przedsiębiorstwa, ponieważ umożliwia synchronizację w czasie strumieni pieniężnych wydatków i dochodów przedsiębiorstw.

Z poszczególnymi strategiami wiążą się typowe struktury kapitału. W strategii konserwatywnej – dominacja kapitału własnego, w strategii agresywnej – dominacja kapitału obcego, zaś w strategii umiarkowanej – względna równowaga, oparta na dostosowaniu okresów finansowania do potrzeb przedsiębiorstwa.

Aby ocenić strukturę kapitału przedsiębiorstwa i móc zdefiniować zależność pomiędzy strukturą kapitału a osiąganą stopą zwrotu, przeprowadzono krótką analizę struktur na wybranych przykładach.

2. Analiza struktury kapitału wybranych spółek

Można spotkać się z twierdzeniem, że polityka struktury kapitału jest funkcją stopy zwrotu i ryzyka: większe wykorzystanie kapitału obcego powoduje zwiększenie się ryzyka oczekiwanego przez akcjonariuszy jednocześnie większy udział zobowiązań w źródłach finansowania prowadzi do wyższej oczekiwanej stopy zwrotu z kapitału własnego. Dlatego jak twierdzą E.F. Brigham i J.F. Houston [2005, s. 142], optymalna struktura kapitału to taka, która zapewnia właściwą relację pomiędzy ryzykiem a stopą zwrotu.

W świetle takich rozważań podjęto próbę dokonania analizy struktury kapitału wybranych spółek giełdowych w kontekście osiąganych stóp zwrotu.

Podmiotem badań jest 6 spółek sektora budowlanego, najliczniej reprezentowanego na GPW, wchodzących w skład indeksu WIG BUD (spółki zakwalifikowane do sektora „budownictwo” i uczestniczące w indeksie WIG – skład na dzień 22.08.2013 r.). Jako kryterium doboru przyjęto stopy zwrotu z akcji, którą osiągnęły spółki w 2012 r. Wybrano trzy spółki o najniższych stopach zwrotu oraz trzy o najwyższych stopach zwrotu. Są to: AWBUD SA (-64,37%), Polimex-Mostostal SA (-61,66%), TEGAS SA (-48,53%), Energoaparatura SA (43,08), Instal Kraków SA (44%), Mostostal Płock SA (44,83)¹.

Badanie ma jedynie charakter wycinkowy. Badaniu poddano spółki z jednego sektora, aby wykluczyć oddziaływanie wielu dodatkowych czynników rynkowych mających różny wpływ na efektywność funkcjonowania przedsiębiorstw różnych branż.

Analiza struktury kapitału wskazanych spółek będzie przeprowadzona na podstawie danych bilansowych każdej z nich. W poniższych tabelach zostaną przedstawione informacje o podstawowej sytuacji majątkowej i kapitałowej analizowanych spółek. Kolejność prezentacji danych poszczególnych spółek została ustalona na podstawie kryterium wartości posiadanych kapitałów. W związku z tym jako pierwsze zaprezentowano dane spółki Polimex-Mostostal z wartością pasywów w analizowanym okresie 2011 i 2012 odpowiednio 3 156 393 tys. zł i 2 656 976 tys. zł, a jako ostatnie dane spółki Energoaparatura z kapitałem 26 602 tys. zł w roku 2011 i 32 663 tys. zł w roku 2012.

¹ W literaturze prezentowane są różnorodne poglądy co do liczby przypadków, jakie należy przeanalizować, aby wnioski z badania miały charakter naukowy. Dominujący pogląd sugeruje przeprowadzenie od czterech do dziesięciu studiów przypadku [Wójcik, 2013, s. 17-22].

Tabela 1. Dane bilansowe spółki Polimex-Mostostal

Wyszczególnienie	2011 w tys. zł	2012 w tys. zł	Odchylenie	Zmiana w %
AKTYWA				
A. Aktywa trwałe	1 270 630	1 159 761	-110 879	-8,7
1. Wartości niematerialne i prawne	23 457	13 175	-10 282	-43,8
2. Rzeczowe aktywa trwałe	632 564	475 885	-15 6679	-24,8
3. Należności długoterminowe	22 741	25 124	2 383	10,5
4. Inwestycje długoterminowe	506 767	472 300	-34 467	-6,8
5. Rozliczenia międzyokresowe długoterminowe	85 101	173 277	88 176	103,6
B. Aktywa obrotowe	1 885 763	1 342 748	-543 015	-28,8
1. Zapasy	195 948	161 169	-34 779	-17,7
2. Należności krótkoterminowe	1 441 492	854 448	-587 044	-40,7
3. Inwestycje krótkoterminowe. Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	237 429	473 955	236 526	99,6
4. Rozliczenia międzyokresowe krótkoterminowe	10 894	7 643	-3 251	-29,8
Razem Aktywa	3 156 393	2 656 976	-499 417	15,8
PASYWA				
A. Kapitał własny	722 492	13 939	-708 553	-98,1
1. Kapitał podstawowy	20 486	20 486	–	–
2. Nadwyżka ze sprzedaży akcji powyżej ich wartości nominalnej	738 237	738 237	–	–
3. Niezarejestrowana emisja akcji	–	412 500	412 500	100
4. Kapitał zapasowy	555 994	618 552	62 558	11,3
5. Pozostałe kapitały	-444 924	-444 924	–	–
6. Kapitał rezerwowy	32 086	32 086	–	–
7. Kapitał z aktualizacji wyceny	-1 167	27	1 194	102,3
8. Zyski zatrzymane / niepokryte straty	-178 850	-1 363 385	1 184 535	662,3
B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	2 433 901	2 643 037	209 136	8,6
1. Rezerwy na zobowiązania	45 826	170 569	124 743	272,2
2. Zobowiązania długoterminowe	204 078	928 051	723 937	354,8
3. Zobowiązania krótkoterminowe	2 145 044	1 504 369	-640 675	-29,9
4. Rozliczenia międzyokresowe	38 953	40 048	1 095	2,8
Razem Pasywa	3 156 393	2 656 976	-499 417	-15,8

Źródło: [www 6].

W analizowanym okresie wartość kapitałów badanej spółki obniżyła się o 15,8%. Ogromny spadek dotyczy kapitałów własnych. Główną jego przyczyną była znaczna strata w roku 2012 (-1 363 385 tys. zł). Należy jednak zaznaczyć, że wartość kapitału podstawowego została utrzymana na tym samym poziomie. Wartość kapitałów obcych wzrosła o 8,6%, szczególnie duży wzrost dotyczy zobowiązań długoterminowych, zaś wartość zobowiązań krótkoterminowych w analizowanym okresie zmalała.

Tabela 2. Dane bilansowe spółki Instal Kraków

Wyszczególnienie	2011 w tys. zł	2012 w tys. zł	Odchylenie	Zmiana w %
1	2	3	4	5
AKTYWA				
A. Aktywa trwałe	56 394	68 058	11 664	20,7
1. Wartości niematerialne i prawne	2 139	2 114	-25	1,2

cd. tabeli 2

1	2	3	4	5
2. Rzeczowe aktywa trwałe	17 362	17 541	179	1,0
3. Należności długoterminowe	–	–	–	–
4. Inwestycje długoterminowe	30 098	42 152	12 054	40,0
5. Rozliczenia międzyokresowe długoterminowe	6 795	6 251	–544	8,0
B. Aktywa obrotowe	193 917	167 635	–26 282	–13,6
1. Zapasy	69 716	62 800	–6 916	–9,9
2. Należności krótkoterminowe	76 564	65 311	–11 253	–14,7
3. Inwestycje krótkoterminowe. Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	47 069	38 964	–8 105	–17,2
4. Rozliczenia międzyokresowe krótkoterminowe	568	560	–8	–1,4
Razem Aktywa	250 311	225 693	–24 618	–9,8
PASYWA				
A. Kapitał własny	148 816	154 718	5 902	4,0
1. Kapitał podstawowy	7 286	7 286	–	–
2. Nadwyżka ze sprzedaży akcji powyżej ich wartości nominalnej	–	–	–	–
3. Niezarejestrowana emisja akcji	–	–	–	–
4. Kapitał zapasowy	114 695	123 675	8 980	7,8
5. Pozostałe kapitały	–	–	–	–
6. Kapitał rezerwowy	1 250	1 250	–	–
7. Kapitał z aktualizacji wyceny	5 989	5 995	6	0,1
8. Zyski zatrzymane / Niepokryte straty	19 596	16 512	–3084	15,7
B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	101 495	70 975	–30 520	–30,1
1. Rezerwy na zobowiązania	11 389	9 776	–1 613	–14,2
2. Zobowiązania długoterminowe	–	–	–	–
3. Zobowiązania krótkoterminowe	80 296	57 364	–22 932	–28,6
4. Rozliczenia międzyokresowe	9 810	3 835	–5 975	–60,9
Razem Pasywa	250 311	225 693	–24 618	–9,8

Źródło: [www 4].

Wartość kapitałów w tej spółce spadła o 9,8%. Jednak zmiany w niej przebiegały inaczej niż w poprzedniej. Tu wartość kapitału własnego wzrosła o 4%, w wyniku niewielkiego wzrostu wartości kapitału zapasowego i kapitału z aktualizacji wyceny. Zaś wartość zobowiązań zmalała o 30,1% i spadki odnotowano na wartościach wszystkich pozycji tej grupy kapitałów.

Tabela 3. Dane bilansowe spółki AWBUD

Wyszczególnienie	2011 w tys. zł	2012 w tys. zł	Odchylenie	Zmiana w %
1	2	3	4	5
AKTYWA				
A. Aktywa trwałe	155 346	79 020	–76 344	–49,1
1. Wartości niematerialne i prawne	506	2 952	2 446	483,4
2. Rzeczowe aktywa trwałe	11 176	10 384	–792	7,1
3. Należności długoterminowe	–	–	–	–
4. Inwestycje długoterminowe	5 864	5 400	–464	–7,9
5. Rozliczenia międzyokresowe długoterminowe	–	–	–	–

cd. tabeli 3

1	2	3	4	5
B. Aktywa obrotowe	87 622	89 211	1 589	1,8
1. Zapasy	122	626	504	413,1
2. Należności krótkoterminowe	10 580	11 481	901	8,5
3. Inwestycje krótkoterminowe. Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	8 820	6 719	-2 101	23,8
4. Rozliczenia międzyokresowe krótkoterminowe	-	-	-	-
Razem Aktywa	242 968	168 231	-74 737	-30,8
PASYWA				
A. Kapitał własny	155 653	76 181	-79 472	-51,1
1. Kapitał podstawowy	82 429	82 429	-	-
2. Nadwyżka ze sprzedaży akcji powyżej ich wartości nominalnej	27 851	27 851	-	-
3. Niezarejestrowana emisja akcji	-	-	-	-
4. Kapitał zapasowy	38 254	45 373	7 119	18,6
5. Pozostałe kapitały	-	-	-	-
6. Kapitał rezerwowy	-	-	-	-
7. Kapitał z aktualizacji wyceny	-	-	-	-
8. Zysk/strata z lat ubiegłych	-	-	-	-
9. Zyski zatrzymane / Niepokryte straty	7 119	-79 472	-86 591	-1 216,3
B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	87 315	92 050	4 735	5,4
1. Rezerwy na zobowiązania	128	120	-8	-6,3
2. Zobowiązania długoterminowe	2 069	3 708	1 639	79,2
3. Zobowiązania krótkoterminowe	84 564	88 215	3 651	4,3
4. Rozliczenia międzyokresowe	14	7	-7	-50,0
Razem Pasywa	242 968	168 231	-74 737	-30,8

Źródło: [www 3].

W spółce AWBUD wartość pasywów w analizowanym okresie zmalała o 30,8%. Do tego spadku przyczyniło się głównie obniżenie wartości kapitałów własnych, spowodowane pojawieniem się znacznej straty w roku 2012 (-79 472 tys. zł). Wartość zobowiązań i rezerw wzrosła łącznie o 5,4%, ale zmiany wewnątrz tej grupy były różne. Największy wzrost dotyczył zobowiązań długoterminowych (79%), zaś największy spadek (-50%), rozliczeń międzyokresowych.

Tabela 4. Dane bilansowe spółki TEGAS

Wyszczególnienie	2011 w tys. zł	2012 w tys. zł	Odchylenie	Zmiana w %
1	2	3	4	5
AKTYWA				
A. Aktywa trwałe	82 552	50 391	-32 161	-39,0
1. Wartości niematerialne i prawne	764	633	-131	-17,1
2. Rzeczowe aktywa trwałe	22 631	21 727	-904	-4,0
3. Należności długoterminowe	3 905	5 932	2 027	51,9
4. Inwestycje długoterminowe	45 726	13 395	-32 331	-70,7
5. Rozliczenia międzyokresowe długoterminowe	1 632	1 327	-305	-18,7
B. Aktywa obrotowe	64 309	64 794	485	0,8
1. Zapasy	2 838	5 638	2 800	98,7
2. Należności krótkoterminowe	31 424	26 965	-4 459	-14,2

cd. tabeli 4

1	2	3	4	5
3. Inwestycje krótkoterminowe. Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	29 485	31 867	2 382	8,1
4. Rozliczenia międzyokresowe krótkoterminowe	561	324	-237	-42,2
Razem Aktywa	146 860	115 185	-31 675	-21,6
PASYWA				
A. Kapitał własny	109 667	73 388	-36 279	-33,1
1. Kapitał podstawowy	11 350	11 350	-	-
2. Nadwyżka ze sprzedaży akcji powyżej ich wartości nominalnej	62 968	62 968	-	-
3. Niezarejestrowana emisja akcji	-	-	-	-
4. Kapitał zapasowy	-	-	-	-
5. Pozostałe kapitały	-	-	-	-
6. Kapitał rezerwowy	-	-	-	-
7. Kapitał z aktualizacji wyceny	-	-	-	-
8. Zysk/strata z lat ubiegłych	27 146	35 349	8 203	30,2
9. Zyski zatrzymane / Niepokryte straty	8 203	-36 280	-44 483	-542,3
B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	37 193	41 798	4 605	12,4
1. Rezerwy na zobowiązania	-	-	-	-
2. Zobowiązania długoterminowe	15 840	14 358	-1 482	-9,4
3. Zobowiązania krótkoterminowe	21 281	27 372	6 091	28,6
4. Rozliczenia międzyokresowe	72	68	-4	-5,6
Razem Pasywa	146 860	115 185	-31 675	-21,6

Źródło: [www 2].

W spółce TESGAS wartość kapitałów w analizowanym okresie zmalała o 21,6%. Przy czym wartość kapitałów własnych obniżyła się o 33,1%, a wartość kapitałów obcych wzrosła o 12,4%. Spadek wartości kapitałów własnych, podobnie jak w przypadku spółki Polimex-Mostostal i AWBUD, spowodowany był stratą wygenerowaną w roku 2012. Zaś wzrost wartości kapitałów obcych wynika ze wzrostu wartości zobowiązań krótkoterminowych.

Tabela 5. Dane bilansowe spółki Mostostal Płock

Wyszczególnienie	2011 w tys. zł	2012 w tys. zł	Odchylenie	Zmiana w %
1	2	3	4	5
AKTYWA				
A. Aktywa trwałe	32 118	25 178	-6 940	-21,6
1. Wartości niematerialne i prawne	416	371	-45	-10,8
2. Rzeczowe aktywa trwałe	15 650	14 137	-1 513	-9,7
3. Należności długoterminowe	916	-	-916	-100
4. Inwestycje długoterminowe	8 668	4 861	-3 807	-43,9
5. Rozliczenia międzyokresowe długoterminowe	6 469	5 809	-660	-10,2
B. Aktywa obrotowe	61 728	63 661	1 933	3,1
1. Zapasy	5 628	6 807	1 179	20,9
2. Należności krótkoterminowe	20 901	29 238	8 337	39,9
3. Inwestycje krótkoterminowe. Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	11 535	8 615	-2 920	-25,3
4. Rozliczenia międzyokresowe krótkoterminowe	23 664	19 001	-4 663	-19,7

cd. tabeli 5

1	2	3	4	5
Razem Aktywa	93 846	88 839	-5 007	-5,3
PASYWA				
A. Kapitał własny	55 893	55 387	-506	0,9
1. Kapitał podstawowy	20 000	20 000	-	-
2. Nadwyżka ze sprzedaży akcji powyżej ich wartości nominalnej	-	-	-	-
3. Niezarejestrowana emisja akcji	-	-	-	-
4. Kapitał zapasowy	12 403	4 032	-8 371	-67,5
5. Pozostałe kapitały	-	-	-	-
6. Kapitał rezerwowy	25 042	25 042	-	-
7. Kapitał z aktualizacji wyceny	6 845	3 735	-3 110	-45,4
8. Zyski zatrzymane / Niepokryte straty	-8 397	2578	10 975	130,7
B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	37 953	33 452	-4 501	-11,9
1. Rezerwy na zobowiązania	6 655	5 616	-1 039	-15,6
2. Zobowiązania długoterminowe	3 136	1 188	-1 948	-62,1
3. Zobowiązania krótkoterminowe	27 794	26 210	-1 584	-5,7
4. Rozliczenia międzyokresowe	368	438	70	19,0
Razem Pasywa	93 846	88 839	-5 007	-5,3

Źródło: [www 5].

W przypadku spółki Mostostal Płock wartość kapitałów w analizowanym okresie zmalała o 5,3% i tu, podobnie, jak w przypadku spółki Instal Kraków, spadek odnotowano w wartości kapitałów obcych, szczególnie obniżyła się wartość zobowiązań długoterminowych (-62,1%). Wartość kapitałów własnych uległa podwyższeniu, na skutek wypracowania zysku w roku 2012, mimo obniżenia wartości kapitałów zapasowych i kapitałów z aktualizacji wyceny.

Tabela 6. Dane bilansowe spółki Energoaparatura

Wyszczególnienie	2011 w tys. zł	2012 w tys. zł	Odchylenie	Zmiana w %
1	2	3	4	5
AKTYWA				
A. Aktywa trwałe	5 416	5 085	-331	-6,1
1. Wartości niematerialne i prawne	136	10	-126	-92,6
2. Rzeczowe aktywa trwałe	4 401	4 412	11	0,2
3. Należności długoterminowe	36	30	-6	-16,
4. Inwestycje długoterminowe	-	-	-	-
5. Rozliczenia międzyokresowe długoterminowe	843	633	-210	-24,9
B. Aktywa obrotowe	21 188	27 578	6 390	30,2
1. Zapasy	1 958	1 419	-539	-27,5
2. Należności krótkoterminowe	17 358	21 906	4 548	26,2
3. Inwestycje krótkoterminowe. Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	384	1 953	1 569	408,6
4. Rozliczenia międzyokresowe krótkoterminowe	1 486	2 300	814	54,8
Razem Aktywa	26 602	32 663	6 061	22,8
PASYWA				
A. Kapitał własny	12 850	14 890	2 040	15,9
1. Kapitał podstawowy	4 040	4 040	-	-

cd. tabeli 6

1	2	3	4	5
2. Nadwyżka ze sprzedaży akcji powyżej ich wartości nominalnej	–	–	–	–
3. Niezarejestrowana emisja akcji	–	–	–	–
4. Kapitał zapasowy	12 162	8 553	–3 609	–29,7
5. Pozostałe kapitały	–	–	–	–
6. Kapitał rezerwowy	–	–	–	–
7. Kapitał z aktualizacji wyceny	267	267	–	–
8. Zysk/strata z lat ubiegłych	–4 581	–	4 581	100
9. Zyski zatrzymane / Niepokryte straty	972	2 030	1 058	108,8
B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	13 742	17 773	4 031	29,3
1. Rezerwy na zobowiązania	2 822	1 940	–882	–31,3
2. Zobowiązania długoterminowe	99	117	18	18,2
3. Zobowiązania krótkoterminowe	10365	15 387	5 022	48,5
4. Rozliczenia międzyokresowe	456	329	–127	–27,9
Razem Pasywa	26 602	32 663	6 061	22,8

Źródło: [www 1].

W Energoaparaturze, w przeciwieństwie do wszystkich wcześniej analizowanych spółek, wartość kapitałów w analizowanym okresie wzrosła o 22,8%. Wzrosła zarówno wartość kapitałów własnych (o 15,9%), jak i kapitałów obcych (o 29,3%). Główne czynniki tego wzrostu to wzrost wartości zysków i wzrost wartości zobowiązań krótkoterminowych.

Reasumując podstawowe informacje dotyczące kapitałów w analizowanych spółkach można stwierdzić, że w wybranym okresie pięć spośród sześciu spółek zmniejszyło wartość wykorzystywanych kapitałów. Największy spadek o 30,8% dotyczy spółki AWBUD SA najmniejszy spadek dotyczy spółki Mostostal Płock S.A. – 5,3%. Jedynie Energoaparatura SA zwiększyła w analizowanym okresie wartość pasywów o 22,8%, jednak należy podkreślić, że jest to spółka z najniższą wartością pasywów w analizowanej grupie. Wartość jej kapitałów w roku 2012 (32 663 tys. zł) stanowi zaledwie 1,2% w stosunku do wartości kapitałów największej pod tym względem spółki w analizowanej grupie, jaką jest Polimex-Mostostal (2 656 976 tys. zł).

W trzech przypadkach spadek wartości kapitałów własnych spowodowany był wygenerowaniem straty w roku 2012, co może mieć związek z ogólną sytuacją gospodarczą, która ma wpływ na sektor budowlany.

Dodatkowych informacji dotyczących struktury kapitału w badanych podmiotach, dostarczy obliczenie podstawowych wskaźników struktury, zaprezentowane w tab. 7.

Tabela 7. Analiza struktury kapitału

Wskaźnik		Wartość 2011	Wartość 2012
Polimex-Mostostal			
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	kapitał obcy / pasywa	0,77	0,99
Zadłużenie kapitału własnego	kapitał obcy / kapitał własny	3,37	189,6
Zadłużenie długoterminowe	zob. długoterminowe / / kapitał obcy	0,10	0,42
Złota reguła	kapitał stały / aktywa trwałe	0,77	0,96
Instal Kraków			
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	kapitał obcy / pasywa	0,41	0,31
Zadłużenie kapitału własnego	kapitał obcy / kapitał własny	0,68	0,46
Zadłużenie długoterminowe	zob. długoterminowe / / kapitał obcy	0,11	0,14
Złota reguła	kapitał stały / aktywa trwałe	0,77	0,96
AWBUD			
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	kapitał obcy / pasywa	0,36	0,55
Zadłużenie kapitału własnego	kapitał obcy / kapitał własny	0,56	1,21
Zadłużenie długoterminowe	zob. długoterminowe / / kapitał obcy	0,03	0,04
Złota reguła	kapitał stały / aktywa trwałe	1,02	1,01
TESGAS			
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	kapitał obcy / pasywa	0,25	0,36
Zadłużenie kapitału własnego	kapitał obcy / kapitał własny	0,34	0,57
Zadłużenie długoterminowe	zob. długoterminowe / / kapitał obcy	0,42	0,34
Złota reguła	kapitał stały / aktywa trwałe	1,52	1,74
Mostostal Plock			
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	kapitał obcy / pasywa	0,40	0,38
Zadłużenie kapitału własnego	kapitał obcy / kapitał własny	0,68	0,60
Zadłużenie długoterminowe	zob. długoterminowe / / kapitał obcy	0,26	0,20
Złota reguła	kapitał stały / aktywa trwałe	2,05	2,47
Energoaparatura			
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	kapitał obcy / pasywa	0,52	0,54
Zadłużenie kapitału własnego	kapitał obcy / kapitał własny	1,07	1,19
Zadłużenie długoterminowe	zob. długoterminowe / / kapitał obcy	0,21	0,12
Złota reguła	kapitał stały / aktywa trwałe	2,91	3,33

Na podstawie wartości obliczonych wskaźników można stwierdzić, że struktura finansowania w poszczególnych spółkach znacznie się różni.

Spółka Polimex-Mostostal, która posiada największy kapitał, finansuje się w zdecydowanej większości z kapitałów obcych, co wskazuje na strategię agresywną, ich udział w pasywach ogółem kształtował się odpowiednio na poziomie 77% i 99% w roku 2011 i 2012. To pociąga za sobą wysokie wartości wskaźników zadłużenia kapitału własnego. Zobowiązania długoterminowe stanowią odpowiednio 10% i 42% ogółu zobowiązań. Ponadto niespełniona jest w tej firmie złota zasada finansowania, to znaczy, że kapitały stałe nie wystarczają na pokrycie majątku trwałego, choć sytuacja się poprawia. Biorąc jednak pod uwagę, że w analizowanym okresie spółkę tę charakteryzowała niska stopa zwrotu (-61,66%), można przypuszczać, że taka struktura kapitału z dominacją obcych źródeł jest zbyt ryzykowna.

W spółce Instal Kraków dominującą formą finansowania są kapitały własne, co odpowiada strategii konserwatywnej, z kapitałem zapasowym na czele. Kapitały obce stanowią 41% i 31% wartości pasywów w analizowanym okresie, stanowiąc równocześnie 68% i 46% wartości kapitałów własnych. Udział zobowiązań długoterminowych jest niewielki. Struktura pasywów jest dostosowana do struktury aktywów i cały majątek trwały finansowany jest ze źródeł długoterminowych, których nadmiar można przeznaczyć na finansowanie majątku obrotowego, czyli w firmie występuje wysoki poziom kapitałów pracujących. Struktura kapitału wydaje się być prawidłowa, bezpieczna i korzystna, jest to bowiem spółka z drugą co do wysokości (44%) stopą zwrotu w analizowanej grupie.

W spółce AWBUD struktura kapitału zmieniła się w badanym okresie. W roku 2011 dominowały kapitały własne (64%), a w 2012 przeważają kapitały obce (55%). Na podstawie takich zmian w strukturze trudno jednoznacznie określić, według jakiej strategii finansowania funkcjonuje ten podmiot. Zadłużenie długoterminowe jest znikome i jego wartość stanowi odpowiednio 3% i 4% w badanym okresie. Prawidłowy jest poziom wskaźnika złotej reguły finansowania i w obu okresach nieznacznie przekracza 1. Jednakże jest to spółka z najniższą stopą zwrotu (-64,37%) w badanej grupie. Prawdopodobnie wpływ na ten wynik miała znaczna strata wygenerowana w roku 2012.

W spółce TEGAS dominującą formą finansowania w obu okresach były kapitały własne (polityka konserwatywna), ich udział w strukturze kapitałów wynosił odpowiednio 75% i 64%. Wśród źródeł obcych znaczną część stanowią zobowiązania długoterminowe, to 42% i 34%. Złota zasada finansowania jest spełniona. Sytuacja finansowa pod względem struktury kapitału jest prawidłowa, jednak jest to firma z niską stopą zwrotu (-48,53%), co prawdopodobnie, jak w poprzednim przypadku, może wynikać z wygenerowania znacznej straty w roku 2012.

W Mostostalu Płock w strukturze kapitału przeważają kapitały własne, podobnie jak w spółce TEGAS, stanowiąc odpowiednio 60% i 62% ogółu pasywów. Udział zobowiązań długoterminowych kształtuje się na poziomie 26% i 20% ogółu zobowiązań. Złota reguła finansowa jest spełniona. Strukturę źródeł finansowania ocenić można jako prawidłową i bezpieczną, co potwierdza najwyższa stopa zwrotu w badanej grupie, na poziomie 44,83%.

W przypadku ostatniej spółki, Energoaparatura SA, struktura kapitału najbardziej (spośród tu analizowanych) zbliżona jest do relacji 1:1, czyli struktury bezpiecznej i stabilnej, typowej dla strategii umiarkowanej, w której udział kapitałów własnych i obcych jest podobny i stanowi około 50% wartości. Udział zobowiązań długoterminowych kształtował się w roku 2011 na poziomie 20% ogółu zobowiązań i wykazuje tendencję spadkową (12%) w roku 2012. Wskaźniki złotej reguły finansowej osiągają wysokie wartości, sugerując tym samym wysoki poziom kapitału pracującego w badanym podmiocie. Prawidłowość wykorzystanych źródeł finansowania potwierdza wysoka stopa zwrotu (43,08%).

Podsumowanie

Reasumując rozważania dotyczące struktury źródeł finansowania w badanej grupie spółek, trudno wychwycić jednoznaczne tendencje i powiązać je z osiąganą stopą zwrotu. Można stwierdzić, że sytuacja skrajna, dominacji obcych form finansowania, w Polimeksie-Mostostalu, jest najmniej korzystna. Jest to jedyna spółka w grupie, w której występuje ujemny kapitał obrotowy (nie jest spełniona złota zasada finansowania) i osiąga ona niską stopę zwrotu. Z kolei bezpieczna struktura kapitału (1:1) w Energoaparaturze SA łączy się z wysoką stopą zwrotu tej firmy. Jednak w pozostałych przypadkach, spółki o podobnej strukturze kapitału osiągają różne wyniki finansowe i różne stopy zwrotu. Szukanie przyczyn tych sytuacji wymaga o wiele dokładniejszej analizy znacznie wykraczającej, poza analizę danych bilansowych.

Wyników tych badań oczywiście nie można automatycznie przenieść na cały rynek. Jednak na ich podstawie można zdefiniować pewne założenia i wykorzystać je w dalszych badaniach obejmujących większą próbę.

Ani teorie struktury kapitału, ani praktyka gospodarcza nie pozwoliły na jednoznaczne stwierdzenie, która z ogólnych strategii finansowania i tym samym, jaka struktura kapitału jest optymalna.

Literatura

- Bednarski L., Borowiecki R., Duraj J., Kurtys E., Waśniewski T., Wersty B. (2003), *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstwa*, WAE, Wrocław.
- Brigham E.F., Houston J.F. (2005), *Podstawy zarządzania finansami*, tom II, PWE, Warszawa.
- Gabrusewicz W. (2014), *Analiza finansowa przedsiębiorstwa – teoria i zastosowanie*, PWE, Warszawa.
- Czekaj J., Dresler Z. (2006), *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Obłój K. (2007), *Strategia organizacji*, PWE, Warszawa.
- Wójcik P. (2013), *Znaczenie studium przypadku jako metody badawczej w naukach o zarządzaniu*, „e-Mentor”, nr 1 (48).
- [www 1] http://enap.com.pl/files/upload/gpw_raport_roczny.pdf (dostęp: 20.09.2013).
- [www 2] http://tesgas.pl/pub/uploaddocs/sprawozdanie_finansowe_tesgas_s.a._2012.pdf (dostęp: 20.09.2013).
- [www 3] http://www.awbud.pl/img_in/raporty-finansowe-okresowe/Jednostkowe_sprawozdanie_finansowe_2012.pdf (dostęp: 20.09.2013).
- [www 4] http://www.instalkrakow.pl/8,2,DLA_INWESTOROW_Raporty_okresowe (dostęp: 20.09.2013).
- [www 5] <http://www.mostostal-plock.com.pl/idm,41,rok,2012,okresowe.html> (dostęp: 20.09.2013).
- [www 6] <https://www.polimex-mostostal.pl/pl/relacje-inwestorskie/raporty-okresowe/roczne-raporty-jednostkowe> (dostęp: 20.09.2013).

CAPITAL STRUCTURE AND RATE OF RETURN – CASE STUDY

Summary: This article attempts to identify the relationship between the capital structure of the entities and achieved their rate of return. Briefly discussed the concept of capital structure, explaining its essence and highlights the typical financial strategies. An analysis of six capital structure of listed companies in the construction industry. An analysis of the basic balance sheet data and calculated the basic indicators, typical for structure analysis. The analyzes found no clear relationship. Company with a similar capital structure achieve different financial results and various rates of return. This means that the search for the causes of these situations requires a more detailed analysis that goes beyond a basic analysis of balance sheet data.

Keywords: capital, capital structure, rate of return.