

Struktura kapitału w małopolskich spółkach giełdowych i jej wpływ na ich wyniki

Sławomir Lisek*

Streszczenie: *Cel* – Zbadanie preferencji małopolskich spółek giełdowych w zakresie kształtowania struktury kapitału. Weryfikacja, czy zależą one od wielkości firm i czy mają wpływ na rezultaty działalności.

Metodologia badania – Analiza wskaźnikowa i statystyczna danych pochodzących z raportów małopolskich spółek giełdowych.

Wynik – Stwierdzono, że małopolskie spółki giełdowe korzystają głównie z kapitału własnego. Ich struktura kapitału nie zależy od wielkości. Nie ma też wpływu na rezultaty działalności.

Oryginalność/wartość – Rozpoznanie, na ile dokonania naukowe w zakresie kształtowaniu struktury kapitału mają odzwierciedlenie w małopolskich spółkach giełdowych.

Słowa kluczowe: kapitał, struktura kapitału, spółki giełdowe, rezultaty działalności

Wprowadzenie

Przedsiębiorstwa, prowadząc działalność, potrzebują źródeł finansowania. Mogą być one własne (które można podzielić na wewnętrzne i zewnętrzne) i obce. Jednym z problemów będących przedmiotem badań naukowych jest struktura kapitałów przedsiębiorstwa, jej zmiany w czasie oraz jej wpływ na wyniki przedsiębiorstw. Interesujące jest także przyjrzenie się preferencjom zarządzających w zakresie poszukiwania źródeł finansowania działalności firmy.

Zasadnym wydaje się zbadanie struktury kapitału w małopolskich spółkach giełdowych za ostatnie trzy lata obrotowe, jej zmiany, a także weryfikacja preferencji tych spółek w zakresie wyboru źródeł finansowania i zmian w tym zakresie.

1. Struktura kapitału w przedsiębiorstwie

Zarówno założenie przedsiębiorstwa, jak i dalsze prowadzenie jego działalności wymaga sfinansowania. Kapitał można rozumieć jako całokształt zaangażowanych środków w działalność przedsiębiorstwa, zarówno własnych, jak i obcych (Jerzmanowska, 2004, s. 154). Wśród badaczy istnieją zróżnicowane poglądy na temat wpływu struktury kapitału na

* dr Sławomir Lisek, Uniwersytet Rolniczy w Krakowie, Katedra Statystyki i Ekonometrii, e-mail: slisek@ar.krakow.pl.

wartość przedsiębiorstwa. Jedni uważają, że pozostaje bez wpływu, druga zaś, że istnieje optymalna struktura kapitału przedsiębiorstwa (Jerzmanowska, 2004, 155). Istnieją różne teorie dotyczące kształtowania struktury kapitału przedsiębiorstwa. Zgodnie z teorią substytucji struktura kapitału powinna być dobrana tak, by zapewnić maksymalizowanie wartości przedsiębiorstwa, przy jednoczesnym zminimalizowaniu średniego ważonego kosztu kapitału. Teoria ta jednak napotyka na pewne trudności, szczególnie w zakresie oszacowania pośrednich kosztów bankructwa, a także wartości rynkowej firmy. Nawet w przypadku spółek giełdowych trudno jednoznacznie stwierdzić, czy cena ich akcji odpowiada w rzeczywistości wartości rynkowej, zwłaszcza że ulega częstym zmianom, pod wpływem różnych bodźców. Ponadto korzyści z tytułu zaangażowania kapitałów obcych nie są jednakowe dla różnych przedsiębiorstw. Zależą one od czynników zależnych i niezależnych. Do zależnych należą: rodzaj działalności, struktura aktywów, potencjał wzrostu, ryzyko prowadzonej działalności. Do niezależnych zaś: poziom rozwoju kraju, koniunktura gospodarcza. Ponadto zarządzający dążą do zapewnienia elastyczności finansowej, by można z niej skorzystać w razie nieprzewidzianych potrzeb finansowych (Duliniec, 2015, s. 75–76). Inne podejście do struktury źródeł finansowania reprezentuje teoria kryteriów podejmowanie decyzji. Przedsiębiorstwa preferują w pierwszej kolejności skorzystanie ze źródeł wewnętrznych (czyli głównie zyski zatrzymane), następnie zaś z kapitału obcego, w ostatniej kolejności – emisji kapitału własnego (Duliniec, 2015, s. 77). W przeprowadzonym badaniu na próbie spółek notowanych na GPW nie stwierdzono zależności pomiędzy wielkością zaciągniętego kapitału obcego przez przedsiębiorstwo a kształtowaniem wyników finansowych (Piasecki, 2015, s. 219–228).

2. Źródła i metody badawcze

Źródłem badań są raporty roczne spółek notowanych na GPW, mających swoją siedzibę w Małopolsce, zwłaszcza ich sprawozdania finansowe. Badania zostaną przeprowadzone metodą porównania kształtowania się w czasie wskaźników struktury kapitałowej, ponadto związku pomiędzy wskaźnikami zadłużenia a wskaźnikami zyskowności.

3. Wskaźniki ekonomiczne badanych spółek i ich omówienie

Poniżej – w tabelach – zaprezentowano dane ekonomiczne badanych spółek za lata 2013–2015. Uwzględniono małopolskie spółki giełdowe, które opublikowały na stronie GPW sprawozdania finansowe za ostatnie 3 lata obrotowe i nie są bankami ani ubezpieczycielami, ani też instytucjami finansowymi.

W nagłówkach tabel 1–3 litery od a do n oznaczają kolejno: a – kapitał własny/aktywa ogółem; b – kapitał podstawowy/aktywa ogółem; c – zysk netto/KWM; d – kredyty i pożyczki długoterminowe/aktywa ogółem; e – zobowiązania długoterminowe z tytułu

leasingu/aktywa ogółem; f – kredyty i pożyczki krótkoterminowe/aktywa ogółem; g – zobowiązania krótkoterminowe z tytułu leasingu/aktywa ogółem; h – zobowiązania z tytułu dłużnych papierów wartościowych/aktywa ogółem; i – zobowiązania z tytułu gwarancji/aktywa ogółem; j – zobowiązania handlowe i pozostałe/aktywa ogółem; k – odsetki od kredytów i pożyczek/wynik finansowy; l – pozostałe odsetki/wynik finansowy; m – wskaźnik ROA; n – aktywa ogółem w PLN. KWM wprowadzono ze względu na to, że w sytuacji gdy kapitał ABM Solid jest ujemny, a niektórych innych firm znacznie zredukowany przez niepokryte straty, to wskaźnik ROE byłby zafałszowany. KWM to kapitał własny, gdy nie występują niepokryte straty, natomiast gdy występują, to jest to kapitał własny po wyeliminowaniu niepokrytych strat.

Tabela 1

Dane ekonomiczne badanych spółek za 2013 rok

	a	b	c	d	e	f	g	h	i	j	k	l	m	n
ABM Solid	-1,39	0,03	0,01	0,02	0	0,66	0,01	0,18	0,19	0,68	0,02	0,48	0,01	122
ZUE	0,49	0,01	0,04	0,01	0,01	0,1	0,01	0	0	0,27	0,24	0,01	0,02	390
Synthos	0,61	0,05	0,88	0,08	0	0	0	0	0	0,02	0,03	0	0,54	876
ES System	0,81	0,08	0,01	0	0	0	0	0	0	0,18	0	0	0,01	171
Miraculum	0,29	0,42	-0,12	0,01	0	0,06	0,01	0,39	0	0,16	-1,05	-0,15	-0,05	58
Ferro	0,67	0,09	0,06	0	0	0,07	0	0,08	0	0,13	0,35	0	0,04	231
Intersport														
Polska	0,19	0,01	-0,06	0,17	0	0,04	0	0	0	0,5	-0,99	-0,19	-0,01	150
Ampli	0,18	0,1	-0,41	0	0	0,13	0	0	0	0,64	0	-0,08	-0,12	34
Krakchemia	0,36	0,05	0,13	0,11	0	0,11	0	0	0	0,41	0,2	0	0,05	191
Comarch	0,65	0,01	0,07	0,08	0	0,01	0	0	0	0,1	0	0,05	0,05	1010
MO Bruk	0,4	0,14	0,04	0,05	0	0,01	0,3	0	0	0,01	0,08	0	0,02	173
Integer	0,55	0,01	0,05	0,01	0	0,01	0	0,14	0	0,22	0,48	0	0,03	594
Alumetal	0,97	0,01	0,12	0	0	0	0	0	0	0,01	0,02	0,01	0,11	206
Stalprodukt	0,79	0,01	0,01	0,03	0	0,01	0	0	0	0,13	0,55	0	0,01	1942
Wojas	0,47	0,11	0,18	0,15	0	0,13	0	0	0	0,12	0,15	0,01	0,08	116
Instal Kraków	0,66	0,03	0,06	0	0	0,01	0	0	0	0,19	0	0,12	0,04	265
AZOTY SA	0,74	0,09	0,01	0,1	0	0,07	0	0	0	0,06	0,61	0,08	0,01	5376
KCI	0,94	0,62	-0,04	0	0	0	0	0	0	0,01	0	0	-0,12	30
NEWAG	0,41	0,02	0,1	0,02	0,03	0,32	0,01	0	0	0,12	0,39	0	0,04	716
Selvita	0,33	0,21	-0,25	0	0,01	0,01	0,01	0	0	0,14	-0,01	-0,02	-0,11	20
Alma Market	0,4	0,01	0,03	0,17	0,01	0,1	0,01	0	0,01	0,25	1,34	0	0,01	578
Vistula	0,67	0,06	0,12	0	0	0	0	0,21	0	0,11	0,25	0	0,08	605
Efekt SA	0,81	0,03	0,08	0	0	0,09	0	0	0	0	0,11	0	0,07	62
UNIMA 2000	0,73	0,12	-0,05	0,02	0	0,01	0,01	0	0	0,11	-0,08	-0,07	-0,04	22
Quantum	0,78	0,05	-0,13	0,01	0	0	0,01	0	0	0,06	-0,01	0	-0,12	15
Chemoservis														
Dwory	0,8	0,25	0,03	0,02	0	0,02	0	0	0	0,1	0,17	0	0,02	79
Voxel SA	0,51	0,05	0,02	0,07	0	0,08	0	0,12	0	0,08	1,83	0	0,01	194
Grupa Kęty	0,75	0,07	0,1	0,02	0	0,11	0	0	0	0,05	0,06	0	0,07	933
Bytom SA	0,43	1,46	0,01	0	0,01	0	0,01	0	0	0,52	0	0,83	0,02	49
Wawel	0,74	0,01	0,22	0	0	0	0	0	0	0,15	0	0	0,16	503

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów spółek.

Omawiając strukturę kapitału w 2013 roku, należy stwierdzić, iż spółki preferują korzystanie z kapitału własnego. W przypadku 16 spośród 30 poddanych analizie spółek, udział kapitału własnego w aktywach ogółem przekracza 0,6, natomiast w przypadku 18 przekracza 0,5. W pozostałych spółkach, w 5 z nich udział ten zawiera się w przedziale $\langle 0,4; 0,5 \rangle$, w 3 w przedziale $(0,3; 0,4)$, w 1 wynosi 0,29, w dwóch przypadkach zawiera się w przedziale $\langle 0,18; 0,19 \rangle$ i w jednym przypadku jest mocno ujemny i wynosi $-1,39$. Średnia wielkość tego wskaźnika to 0,52, przy odchyleniu standardowym 0,42. Gdyby jednak wyeliminować skrajny przypadek ABM Solid, który ma nietypową sytuację – ujemny kapitał własny, to średnia by wyniosła 0,59, przy odchyleniu standardowym 0,22. Można więc przyjąć, że pod względem zaangażowania kapitałów własnych spółki różnią się znacznie pomiędzy sobą. Badane firmy w niewielkim zakresie korzystają z finansowania kredytem długoterminowym czy też leasingiem długoterminowym. Tylko w 4 przypadkach wielkość kredytów przekracza 0,1 aktywów ogółem, przy czym w żadnym przypadku nie przekracza 0,2. Leasing wykorzystywany jest tylko w niewielkim stopniu, zarówno zobowiązanie z tytułu leasingu długoterminowego, jak i krótkoterminowego występuje tylko w nielicznych przypadkach i nie przekracza nigdy 0,05. Większy udział w finansowaniu działalności tych firm mają dłużne papiery wartościowe wyemitowane przez firmy. Wprawdzie dotyczy to tylko 6 spółek, jednak stanowią one istotny udział w finansowaniu tych przedsiębiorstw. Ważnym źródłem finansowania działalności są tzw. kredyty kupieckie. Ich stopień finansowania jest niższy tylko od kapitału własnego.

Próbując z badać zależność pomiędzy strukturą kapitałową a wielkością spółek, podzielono je na grupy: do 100 mln zł sumy bilansowej, od 100 do 300 mln zł, od 390 do 610 zł, od 700 do 950 mln zł i powyżej 1 mld zł.

W grupie spółek najmniejszych, których jest 9, struktura kapitału jest podobna do tej, która jest charakterystyczna dla całości, gdyby pominąć skrajną pozycję, czyli ABM Solid. Średnia udziału kapitału własnego w aktywach ogółem wynosi 0,59 a odchylenie standardowe 0,28.

Grupa o wielkości od 100 do 300 mln zł jest najliczniejsza, obejmuje 10 przedsiębiorstw. Średnia tej grupy najbardziej odbiega od pozostałych ze względu na element skrajny ABM Solid i wynosi 0,365, przy odchyleniu standardowym 0,66. Gdyby pominąć skrajny element, to średnia wyniosłaby 0,56 i odchylenie standardowe 0,24, czyli byłoby zbliżone do ogółu.

Kolejna grupa od 390 do 610 mln zł, mająca 5 spółek, charakteryzuje się podobną strukturą kapitałową jak inne, czyli średnia udziału kapitału własnego w strukturze finansowania aktywów wynosi 0,57, tylko jest bardziej jednorodna, o czym świadczy mniejsze odchylenie standardowe 0,14.

Podobnie w grupie o sumie bilansowej od 700 do 950 mln zł, obejmującej 3 firmy, kapitały własne mają średni udział w finansowaniu aktywów w 0,59 części, przy odchyleniu standardowym 0,17.

Grupa największych spółek, o sumie bilansowej powyżej 1 mld zł, składa się również z 3 firm. Ta grupa charakteryzuje się większym stopniem zaangażowania kapitału własnego

niż pozostałe, bo średnio 0,73 aktywów, przy odchyleniu standardowym 0,07, co oznacza, iż firmy te są mocno jednorodne pod tym względem.

Badając związek struktury kapitału z wynikami firm, przeanalizowano współczynniki korelacji pomiędzy niektórymi wielkościami. Współczynnik korelacji pomiędzy udziałem kapitału własnego w aktywach ogółem a rentownością zmodyfikowanego kapitału własnego wyniósł 0,16, natomiast pomiędzy udziałem kapitału własnego w aktywach ogółem a ROA wyniósł 0,11. Udział kredytów kupieckich jest skorelowany z rentownością kapitałową $-0,73$, natomiast z ROA $-0,24$.

Tabela 2

Dane ekonomiczne badanych spółek za 2014 rok

	a	b	c	d	e	f	g	h	i	j	k	l	m	n
ABM Solid	-1,44	0,03	0,03	0,02	0	0,73	0,01	0,19	0,2	0,75	2,92	0,08	0,02	116
ZUE	0,48	0,01	0,05	0	0,01	0,01	0,01	0	0	0,37	0,07	0	0,02	426
Synthos	0,39	0,01	0,89	0	0	0	0	0,6	0	0,01	0,03	0	0,34	2918
ES System	0,83	0,08	0,02	0	0	0	0	0	0	0,16	0	0,01	0,02	167
Miraculum	0,27	0,4	-0,01	0	0	0,01	0	0,49	0	0,13	-28,78	-1,66	0	61
Ferro	0,69	0,09	0,14	0,05	0	0,15	0	0	0	0,1	0,09	0	0,1	232
Intersport														
Polska	0,18	0,01	-0,09	0,09	0	0,1	0	0	0	0,53	-0,61	-0,1	-0,02	150
Ampli	-0,21	0,28	-1,42	0	0	0,06	0	0	0	1,04	0	-0,03	-0,71	12
Krakchemia	0,39	0,05	0,05	0,15	0	0,12	0	0	0	0,33	0,48	0	0,02	182
Comarch	0,65	0,01	0,06	0,1	0	0,01	0	0	0	0,05	0	0,05	0,04	1042
MO Bruk	0,36	0,13	-0,07	0,23	0,09	0,05	0	0	0	0,02	-0,81	0	-0,03	178
Integer	0,66	0,01	0	0,01	0	0,01	0	0,2	0	0,08	-8,06	-0,2	0	831
Alumetal	0,98	0,01	0,01	0	0	0,01	0	0	0	0,01	0,03	0	0,01	186
Stalprodukt	0,8	0,01	0,02	0,02	0	0,04	0	0	0	0,11	0,18	0	0,01	1938
Wojas	0,48	0,1	0,12	0,16	0	0,09	0	0	0	0,14	0,16	0	0,06	125
Instal Kraków	0,54	0,02	0,03	0	0	0,06	0	0	0	0,31	0	0,02	0,02	331
AZOTY SA	0,77	0,09	0,05	0,06	0	0,08	0	0	0	0,05	0,15	0,02	0,04	5401
KCI	0,92	0,6	0,01	0	0	0	0	0	0	0,02	0	0	0,02	31
NEWAG	0,34	0,01	0,22	0,28	0,02	0,11	0	0	0	0,13	0,15	0	0,08	1044
Selvita	0,39	0,16	0,39	0	0,01	0	0,01	0	0	0,22	0	0	0,15	27
Alma Market	0,38	0,01	-0,04	0,14	0,01	0,11	0,01	0	0,01	0,31	-0,77	0	-0,02	585
Vistula	0,68	0,06	0,05	0	0	0	0	0,19	0	0,12	0,34	0	0,04	629
Efekt SA	0,85	0,03	0,09	0,05	0	0,02	0	0	0	0	0,08	0	0,08	64
UNIMA 2000	0,58	0,09	0,04	0,01	0,01	0,04	0,01	0	0	0,28	0,08	0,09	0,02	29
Quantum	0,93	0,07	-0,12	0	0	0	0	0	0	0,07	-0,01	0	-0,13	11
Chemoservis														
Dwory	0,68	0,21	0,04	0,02	0,01	0,05	0	0	0	0,2	0,1	0	0,03	97
Voxel SA	0,53	0,06	0,02	0,07	0	0,07	0	0,15	0	0,04	2,83	0	0,01	190
Grupa Kęty	0,73	0,07	0,14	0,02	0	0,11	0	0	0	0,07	0,03	0	0,1	975
Bytom SA	0,4	1,07	0,07	0	0	0,03	0	0	0	0,48	0	0,12	0,08	66
Wawel	0,77	0,01	0,21	0	0	0	0	0	0	0,12	0	0	0,16	555

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów spółek.

W 2014 roku, w przypadku 14 na 30 firm, udział kapitału własnego w finansowaniu aktywów przekracza 0,6, natomiast w przypadku 17 przekracza 0,5. Oznacza to, że udział kapitałów obcych w finansowaniu działalności firmy zwiększa się. Wśród pozostałych firm, w 3 z nich udział ten zawiera się w przedziale $<0,4; 0,5>$, w 6 w przedziale $(0,3; 0,4)$, w 1 wynosi 0,27, w kolejnym 0,18; i w 2 przypadkach jest ujemny i wynosi odpowiednio $-0,21$ i $-1,44$. Średnia wielkość tego wskaźnika to 0,5, przy odchyleniu standardowym 0,45. Gdyby jednak wyeliminować skrajny przypadek ABM Solid, który ma nietypową sytuację – mocno ujemny kapitał własny, to średnia wyniosłaby 0,57, przy odchyleniu standardowym 0,26. Udział kapitału własnego w finansowaniu aktywów jest więc nieco niższy niż w poprzednim roku, nie jest to jednak istotna różnica.

Pozostałe składniki mają podobny udział w finansowaniu majątku tych firm jak w 2013 roku. Udział kredytów długoterminowych jest nieco wyższy niż w 2013 roku, w przypadku 5 firm udział kredytów długoterminowych w finansowaniu aktywów przekracza 0,1, w tym w 1 przypadku przekracza 0,2. Leasing finansowy w większym stopniu wykorzystuje 1 spółka – MO Bruk 0,09 aktywów, w pozostałych firmach nie jest znacząco wykorzystywany. Podobnie jak w 2013 roku, ważnym źródłem finansowania działalności są tzw. kredyty kupieckie. Ich stopień finansowania jest niższy tylko od kapitału własnego.

Badając związek struktury kapitału z wielkością spółek, należy wyciągnąć następujące wnioski. W grupie najmniejszych spółek, których podobnie jak w 2013 roku jest 9, struktura kapitału nieco różni się od tej, która jest charakterystyczna dla całości. Średnia udziału kapitału własnego w aktywach ogółem wynosi 0,53 a odchylenie standardowe 0,37.

Grupa o wielkości od 100 do 300 mln zł w 2014 roku również obejmuje 9 przedsiębiorstw. Średnia tej grupy najbardziej odbiega od pozostałych ze względu na element skrajny ABM Solid i wynosi 0,33, przy odchyleniu standardowym 0,71. Gdyby pominąć skrajny element, to średnia wyniosłaby 0,56 i odchylenie standardowe 0,26, czyli byłoby zbliżone do ogółu.

Kolejna grupa od 330 do 630 mln zł, mająca 5 spółek, charakteryzuje się podobną strukturą kapitałową jak inne, czyli średnia udziału kapitału własnego w strukturze finansowania aktywów wynosi 0,57, tylko jest bardziej jednorodna, o czym świadczy mniejsze odchylenie standardowe 0,16. Nieco wzrosło wewnętrzne zróżnicowanie w porównaniu z 2013 rokiem.

Grupa o sumie bilansowej od 700 do 950 mln zł, obejmuje w 2014 roku tylko 2 firmy, kapitały własne mają średni udział w finansowaniu aktywów w 0,70 części, przy odchyleniu standardowym 0,05. Grupa ta odbiega najbardziej od ogółu i jest wewnętrznie najbardziej jednorodna.

Grupa największych spółek, o sumie bilansowej powyżej 1 mld zł, składa się w 2014 roku z 5 firm. Ta grupa charakteryzuje się nieco większym stopniem zaangażowania kapitału własnego niż 1 i 2, jednak znacznie niższym niż grupa 3. Średnio wynosi on 0,59 aktywów, przy odchyleniu standardowym 0,21, co wskazuje na przeciętne zróżnicowanie wewnętrzne pod tym względem.

Współczynnik korelacji pomiędzy udziałem kapitału własnego w aktywach ogółem a rentownością zmodyfikowanego kapitału własnego wynosi 0,23, natomiast pomiędzy udziałem kapitału własnego w aktywach ogółem, a ROA wyniósł 0,25. Udział kredytów kupieckich jest skorelowany z rentownością kapitałową $-0,64$, tak samo jak z ROA $-0,64$.

Tabela 3

Dane ekonomiczne badanych spółek za 2015 rok

	a	b	c	d	e	f	g	h	i	j	k	l	m	n
ABM Solid	-1,65	0,03	0,02	0,02	0	0,73	0,01	0,21	0,23	0,83	0,99	0,01	0,01	101
ZUE	0,53	0,01	0,07	0	0,03	0	0,01	0	0	0,32	0,03	0,01	0,04	408
Synthos	0,43	0,01	0,3	0	0	0	0	0,56	0	0,01	0,23	0	0,13	2679
ES System	0,81	0,09	0,07	0	0	0	0	0	0	0,16	0	0	0,06	165
Miraculum	0,26	0,47	-0,08	0	0	0	0,01	0,37	0	0,24	-1,11	-0,04	-0,04	58
Ferro	0,69	0,1	0,1	0,09	0	0,13	0	0	0	0,07	0,09	0	0,07	222
Intersport Polska	0,16	0,01	-0,17	0,15	0	0,05	0	0	0	0,53	-0,3	-0,11	-0,03	135
Ampli	-0,46	0,39	-0,17	0	0	0,08	0	0	0	1,63	-0,05	-1,66	-0,07	8
Krakchemia	0,46	0,05	0,09	0	0	0,25	0	0	0	0,28	0,17	0	0,04	178
Comarch	0,66	0,01	0,08	0,09	0	0,01	0	0	0	0,06	0	0,03	0,05	1117
MO Bruk	0,36	0,14	-0,05	0,24	0	0,04	0	0,1	0	0,02	-1,22	0	-0,02	171
Integer	0,67	0,01	0,02	0,01	0	0	0	0,19	0	0,11	0,82	0,09	0,02	837
Alumetal	0,95	0,01	0,26	0,01	0	0	0	0	0	0,04	0	0	0,25	228
Stalprodukt	0,83	0,01	0,07	0,01	0	0,03	0	0	0	0,08	0,03	0	0,06	1872
Wojas	0,45	0,1	0,04	0,12	0	0,14	0	0	0	0,18	0,42	0,01	0,02	131
Instal Kraków	0,72	0,03	0,02	0	0	0,04	0	0	0	0,17	0,03	0,02	0,02	254
AZOTY SA	0,75	0,08	0,05	0,16	0	0,01	0	0	0	0,06	0,13	0,01	0,04	5856
KCI	0,76	0,13	0,03	0	0	0,02	0	0,1	0	0,09	0,35	0,02	0,02	409
NEWAG	0,3	0,01	0,07	0,01	0,08	0,38	0,01	0	0	0,11	0,72	0	0,02	1186
Selvita	0,67	0,09	0,09	0	0	0	0	0	0	0,07	0	0	0,06	61
Alma Market	0,21	0,01	-0,94	0,12	0,01	0,14	0,01	0	0,01	0,34	-0,06	0	-0,2	500
Vistula	0,82	0,07	0,03	0,07	0	0,01	0	0	0	0,09	0,17	0	0,02	537
Efekt SA	0,86	0,02	0,09	0,05	0	0	0	0	0	0	0,04	0	0,07	68
UNIMA 2000	0,7	0,11	0,03	0,01	0,02	0,02	0,01	0	0	0,16	0,06	0,04	0,02	25
Quantum	0,98	0,07	-0,03	0	0	0	0	0	0	0,02	0	0	-0,03	10
Chemoservis Dwory	0,68	0,2	0,05	0,15	0	0,03	0	0	0	0,07	0,24	0	0,03	102
Voxel SA	0,57	0,06	0,1	0,04	0	0,06	0	0,12	0	0,04	0,28	0	0,06	184
Grupa Kęty	0,77	0,07	0,21	0,03	0	0,08	0	0	0	0,06	0,01	0	0,16	945
Bytom SA	0,54	0,97	0,16	0,04	0,01	0	0,01	0	0	0,2	0	0,05	0,17	73
Wawel	0,77	0,01	0,19	0	0	0	0	0	0	0,13	0	0	0,15	635

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów spółek.

W 2015 roku, w przypadku 17 na 30 firm, udział kapitału własnego w finansowaniu aktywów przekracza 0,6, natomiast w przypadku 20 przekracza 0,5, czyli z powrotem zwiększa się udział kapitałów własnych w finansowaniu działalności firmy. Wśród pozostałych

firm, w 3 z nich udział ten zawiera się w przedziale $<0,4; 0,5>$, w 2 w przedziale $<0,3; 0,4>$, w 2 w przedziale $(0,2; 0,3)$ w 1 wynosi 0,16, i w 2 przypadkach jest ujemny i wynosi odpowiednio $-0,46$ i $-1,65$. Średnia wielkość tego wskaźnika to 0,51, przy odchyleniu standardowym 0,5, czyli różnice w stosunku do poprzedniego roku są nieznaczne. Gdyby jednak wyeliminować skrajny przypadek ABM Solid, który ma nietypową sytuację – mocno ujemny kapitał własny, to średnia by wyniosła 0,58, przy odchyleniu standardowym 0,30. Udział kapitału własnego w finansowaniu aktywów jest więc odrobinę wyższy niż w poprzednim roku, nie jest to jednak istotna różnica.

Pozostałe składniki mają podobny udział w finansowaniu majątku tych firm jak w 2014 roku. Udział kredytów długoterminowych jest nieco wyższy niż w 2014 roku, w przypadku 6 firm udział kredytów długoterminowych w finansowaniu aktywów przekracza 0,1, w tym w 1 przypadku przekracza 0,2. Leasing finansowy w większym stopniu wykorzystuje 1 spółka, jednak inna niż w 2014 roku. Wtedy był to MO Bruk, teraz Newag – 0,08 aktywów, w pozostałych firmach nie jest znacząco wykorzystywany. Podobnie jak w 2013 i 2014 roku, ważnym źródłem finansowania działalności są tzw. kredyty kupieckie. Ich stopień finansowania jest niższy tylko od kapitału własnego.

Badając związek struktury kapitału z wielkością spółek, można zauważyć kilka faktów. W grupie najmniejszych spółek, których w 2015 roku podobnie jak w latach poprzednich, jest 7, struktura kapitału nieco różni się od tej, która jest charakterystyczna dla całości. Średnia udziału kapitału własnego w aktywach ogółem wynosi 0,51, a odchylenie standardowe 0,48.

Grupa o wielkości od 100 do 300 mln zł w 2015 roku obejmuje najwięcej, bo aż 11 przedsiębiorstw. Średnia tej grupy najbardziej odbiega od pozostałych ze względu na element skrajny ABM Solid i wynosi 0,38, przy odchyleniu standardowym 0,71. Gdyby pominąć ABM Solid, to średnia wyniosłaby 0,59 i odchylenie standardowe 0,23, czyli byłoby zbliżone do ogółu, jednak nieco bardziej jednorodne.

Kolejna grupa od 330 do 640 mln zł, mająca 5 spółek, charakteryzuje się w 2015 roku odrębną strukturą kapitałową. Średnia udziału kapitału własnego w strukturze finansowania aktywów wynosi 0,62, natomiast odchylenie standardowe 0,25.

Grupa o sumie bilansowej od 700 do 950 mln zł obejmuje w 2015 roku, podobnie jak przed rokiem, tylko 2 firmy. Kapitały własne mają średni udział w finansowaniu aktywów w 0,72 części, przy odchyleniu standardowym 0,07. Grupa ta odbiega najbardziej od ogółu, w największym stopniu wykorzystuje kapitały własne i jest wewnętrznie najbardziej jednorodna.

Grupa największych spółek, o sumie bilansowej powyżej 1 mld zł, składa się w 2015 roku z 5 firm. Ta grupa charakteryzuje się podobnym stopniem zaangażowania kapitału własnego jak 1 i 2, jednak znacznie niższym niż grupa 3. Średnio wynosi on 0,59 aktywów, przy odchyleniu standardowym 0,22, co wskazuje na przeciętne zróżnicowanie wewnętrzne pod tym względem.

Współczynnik korelacji pomiędzy udziałem kapitału własnego w aktywach ogółem a rentownością zmodyfikowanego kapitału własnego wynosi 0,27, natomiast pomiędzy udziałem kapitału własnego w aktywach ogółem a ROA wyniósł 0,36. Udział kredytów kupieckich jest skorelowany z rentownością kapitałową $-0,33$, natomiast ROA $-0,39$.

Uwagi końcowe

Przeprowadzone badania wykazały, iż małopolskie spółki giełdowe najchętniej korzystają z kapitału własnego. W wyborze źródeł finansowania kierują się więc nie tyle ważonym kosztem kapitału, co raczej bezpieczeństwem finansowym. Zdaniem autora postępowanie zarządów należy ocenić pozytywnie. Zbyt wielkie zaangażowanie obcego kapitału zamiast pozwolić osiągnąć korzyści, mogłoby raczej narazić spółki na niewypłacalność. Brak jest widocznej zależności pomiędzy wielkością firm a ich strukturą kapitału. Struktura kapitału w poszczególnych grupach wielkościowych różni się albo nieznacznie, albo też przypadkowo. Nie widać też związku pomiędzy strukturą kapitału a wynikami działalności firm.

Literatura

- Duliniec, A. (2015). Wybór źródeł finansowania optymalna struktura kapitału w przedsiębiorstwie. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*, 855. *Finanse, Rynki Finansowe i Ubezpieczenia*, 74 (2), s. 73–82. Pobrane z: www.wneiz.pl/frfu.
- Jerzmanowskiej, M. (red.) (2004). *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*. Warszawa: PWE.
- Piasecki, M. (2015). Kształtowanie wyników finansowych a wielkość zaciągniętego kapitału obcego spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*, 854. *Finanse, Rynki Finansowe i Ubezpieczenia*, 73, s. 219–228. Pobrane z: www.wneiz.pl/frfu.

CAPITAL STRUCTURE OF THE PUBLIC COMPANIES FROM MALOPOLSKA AND ITS INFLUENCE ON THEIR RESULTS

Abstract: *Purpose* – Investigation how companies from Małopolska prefer to build their capital structure. Is their capital structure depend on their quantity? Have their structure influence on results?

Design/methodology/approach – Financial ratios and statistical analysis.

Findings – Companies prefer to use own capital. It doesn't depend on their quantity. It haven't influence on results.

Originality/value – Verification how research achievement are used in economics performance.

Keywords: capita, capital structure, public companies, results of activity

Cytowanie

- Lisek, S. (2017). Struktura kapitału w małopolskich spółkach giełdowych i jej wpływ na ich wyniki. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 1 (85), 83–91. DOI: 10.18276/frfu.2017.1.85-07.