Kapitały własne a struktura aktywów przedsiębiorstw deweloperskich

Magdalena Gostkowska-Drzewicka*

Streszczenie: *Cel* – Zbadanie, czy przedsiębiorstwa deweloperskie notowane na GPW zachowują właściwe proporcje w zakresie kształtowania struktury kapitałowo-majątkowej i czy istnieją zależności pomiędzy strukturą aktywów a relacjami wyrażającymi złotą i srebrną regułę finansowania.

Metodologia badania – Hipotezy zostały zweryfikowane za pomocą odpowiednich testów statystycznych. Obliczeń dokonano za pomocą programu Gretl.

Wynik – Kapitał własny stanowi podstawę finansowania działalności badanych spółek. Pomimo zmieniających się uwarunkowań koniunkturalnych zarządzający podejmują działania prowadzące do zachowania właściwych relacji odnośnie do struktury majątkowo-kapitałowej, co zapewnia utrzymanie równowagi finansowej. W badanych przedsiębiorstwach starano się tak ukształtować strukturę majątkowo-kapitałową, aby kapitały były związane z aktywami nie dłużej, niż wynosi okres dysponowania nimi.

Oryginalność/wartość – Artykuł odpowiada na pytanie, czy złota i srebrna reguła bilansowa są ważnymi wyznacznikami decyzji w zakresie kształtowania struktury kapitału w spółkach deweloperskich. Przeprowadzone analizy nie wyczerpują złożoności analizowanego problemu i stanowią przyczynek do dalszych badań czynników kształtujących strukturę kapitałową przedsiębiorstw deweloperskich.

Słowa kluczowe: finansowanie przedsiębiorstwa, reguły finansowania, złota i srebrna zasada bilansowa, struktura kapitałowo-majątkowa

Wprowadzenie

Kapitał własny pełni zasadniczą rolę w każdym podmiocie gospodarczym. Stanowi on bowiem podstawowe źródło finansowania działalności operacyjnej, a zarazem determinuje możliwości rozwojowe przedsiębiorstwa. Wielkość kapitału własnego stanowi zatem o sile ekonomicznej jednostki gospodarczej oraz determinuje sytuację majątkowo-kapitałową. Relacje zachodzące pomiędzy strukturą majątku a strukturą kapitału określane są za pomocą tzw. reguł finansowania (reguł bilansowych). Przestrzeganie tych zasad pomaga w utrzymaniu równowagi finansowej przedsiębiorstwa. Celem artykułu jest zbadanie, czy przedsiębiorstwa deweloperskie notowane na GPW zachowują właściwe proporcje w zakresie kształtowania struktury kapitałowo-majątkowej i czy istnieją zależności pomiędzy strukturą aktywów a relacjami wyrażającymi złotą i srebrną regułę finansowania. Realizacja tak sformułowanego celu wymagała weryfikacji następujących hipotez:

* dr Magdalena Gostkowska-Drzewicka, Uniwersytet Gdański, Wydział Zarządzania, Katedra Finansów Przedsiębiorstw, e-mail: mgostkowska@wzr.ug.edu.pl.

1. Majątek trwały jest bardziej ryzykowny niż obrotowy i dlatego w większym zakresie finansowany za pomocą kapitału własnego, co ogranicza poziom ryzyka finansowego.
2. Przedsiębiorstwa starają się, aby okres wymagalności źródeł finansowania był zsynchronizowany z okresem korzystania z aktywów finansowanych za ich pomocą.

Powyższe hipotezy zostały zweryfikowane za pomocą odpowiednich testów statystycznych. Obliczeń dokonano za pomocą programu Gretl.

Struktura aktywów została określona wskaźnikiem udziału aktywów trwałych w aktywach ogółem. Złotą regułę finansowania wyrażono relacją kapitału własnego do majątku trwałego, a srebrną – kapitału stałego do majątku trwałego. Analizą objęto 11 spółek deweloperskich notowanych na GPW w latach 2006–2015. Dzięki temu możliwe było sprawdzenie, czy badane podmioty zachowały poprawne relacje dotyczące struktury kapitałowo-majątkowej w okresie dekoniunktury.

Artykuł składa się ze wstępu, czterech części i zakończenia. W pierwszej części opisano pojęcie, znaczenie i rodzaje kapitałów własnych w działalności przedsiębiorstw. Część druga ma charakter metodyczny, dotyczy wskaźników stosowanych w analizie struktury majątkowo-kapitałowej. W części trzeciej dokonano przeglądu badań obejmujących tematykę kształtowania struktury wiekowej aktywów oraz terminowej pasywów. Następnie zaprezentowano wyniki badań, a w zakończeniu dokonano ich podsumowania.

1. Pojęcie i znaczenie kapitałów własnych w działalności przedsiębiorstw

Pod pojęciem kapitału najczęściej rozumie się wkład finansowy lub rzeczowy w proces gospodarczy. Jest on – obok pracy i ziemi – trzecim czynnikiem produkcji niezbędnym do rozpoczęcia i prowadzenia działalności gospodarczej. Z rachunkowego punktu widzenia kapitał stanowi całokształt zaangażowanych w przedsiębiorstwie zasobów wewnętrznych i zewnętrznych, własnych i obcych, terminowych i bezterminowych. Dosłownie, termin ten odnosi się do źródeł finansowania majątku, tj. pasywów bilansu (Gabrusewicz, 2014, s. 132–133). Kapitały klasyfikuje się ze względu na kryterium własności, zgodnie z którym wyróżnia się kapitały własne i obce.

W Ustawie o rachunkowości pojęcie kapitału własnego nie zostało zdefiniowane wprost. Wskazuje się, że pod względem wartościowym kapitał własny jest równy aktywom netto. Pod terminem tym rozumie się aktywa jednostki pomniejszone o zobowiązania, odpowiadające wartościowo kapitałowi (funduszowi) własnemu (Ustawa, art. 3, ust. 29). Oznacza to, że – w najszerszym ujęciu – kapitał własny odpowiada tej części aktywów, która stanowi własność przedsiębiorstwa. Aktywa te mogą być finansowane kapitałem własnym w dowolny sposób. Po pierwsze – za pomocą środków wniesionych przez założycieli przedsiębiorstwa. Środki te składają się na kapitał podstawowy (zakładowy). Po drugie – kapitał własny tworzony jest z wypracowanego w latach poprzednich zysku netto. Kapitał zgromadzony w ten sposób określa się mianem samofinansowania. Traktowane jest ono jako podstawowe

źródło finansowania umożliwiające przedsiębiorstwu dalszy rozwój. Na duże znaczenie kapitału własnego wskazują funkcje, jakie pełni on w przedsiębiorstwie. W. Gabrusewicz (2014, s. 135) wymienia ich aż siedem, a mianowicie: założycielską, finansową, dochodową, gwarancyjną, ochronną, motywacyjną, kontrolną, a za najważniejsze z nich uznaje funkcję finansową i gwarancyjną. W pierwszym przypadku kapitał własny jest wskazywany jako stabilne i bezzwrotne źródło finansowania majątku przedsiębiorstwa, a w drugim – stanowi gwarancję spłaty zobowiązań. Można zatem stwierdzić, że wielkość kapitałów własnych informuje o wartości przedsiębiorstwa (Adamczyk, 2013, s. 303–309).

Finansowanie kapitałem własnym przynosi zarówno korzyści, jak i koszty. Wysoki udział kapitału własnego podnosi poziom bezpieczeństwa inwestycji przedsiębiorstwa. Jednak kapitał ten jest kosztowny. Im wyższa wartość środków własnych, tym ich rentowność jest niższa w porównaniu z przedsiębiorstwami z wysokim udziałem zobowiązań oprocentowanych w strukturze pasywów i o tej samej stopie rentowności aktywów ogółem (Pomykańska, Pomykański, 2007, s. 174).

2. Wskaźniki struktury majątkowo-kapitałowej

Decyzje finansowe przedsiębiorstw odnośnie do kształtowania struktury terminowej pasywów pozostają w ścisłym związku ze strukturą wiekową aktywów. Oznacza to, że okres wymagalności źródeł finansowania musi być zsynchronizowany z okresem korzystania z aktywów finansowanych za ich pomocą (Duliniec, 2011, s. 24).

Jako punkt wyjścia w analizie struktury majątkowo-kapitałowej można przyjąć ustalenie udziału kapitału własnego w finansowaniu majątku trwałego przedsiębiorstwa:

$$WPMTKW = (\text{kapitał własny})/(\text{aktywa trwałe}),$$

gdzie WPMTKW – wskaźnik pokrycia majątku trwałego kapitałem własnym.

Jeżeli majątek trwały jest w pełni pokryty kapitałem własnym, to zachowana zostaje wówczas tzw. złota zasada bilansowa. Zgodnie z nią trwałe składniki majątku przedsiębiorstwa powinny być finansowane kapitałem własnym, albowiem ta część majątku i kapitału znajduje się w dyspozycji podmiotu gospodarczego w długim okresie czasu (Sierpińska, Jachna, 2004, s. 75). Majątek trwały, jako bardziej ryzykowny niż majątek obrotowy, powinien być finansowany w większym zakresie za pomocą kapitału własnego, co ogranicza ryzyko finansowe. W związku z powyższym, relacja kapitału własnego do aktywów trwałych powinna kształtować się na poziomie wynoszącym co najmniej 1:

$$(\text{kapitał własny})/(\text{aktywa trwałe}) \geq 1.$$

Ze złotą zasadą bilansową koresponduje złota zasada finansowania, według której wartość kapitału obcego ogółem nie powinna przekraczać wartości posiadanych kapitałów

własnych. Oznacza to, że stopień zadłużenia przedsiębiorstwa nie powinien być większy niż 50% (Skowronek-Mielczarek, Leszczyński, 2008, s. 127). Wiele przedsiębiorstw nie jest w stanie zachować tak restrykcyjnej reguły. Korzystają one z kapitałów obcych, aby zapewnić sobie długookresowy rozwój. W literaturze przedmiotu wskazuje się, że wartość wskaźnika zadłużenia w przedsiębiorstwach, w których zachowana została równowaga pomiędzy proporcjami kapitałów własnych i obcych, powinna kształtować się w zakresie 0,57–0,67 (Sierpińska, Jachna, 2004, s. 167; Gabrusewicz, 2014, s. 342). Zobowiązania długoterminowe, podobnie jak kapitały własne, są związane z podmiotem gospodarczym w długim okresie. Stąd dopuszcza się, aby aktywa trwałe były pokryte kapitałem własnym powiększonym o wartość zobowiązań długoterminowych, czyli tzw. kapitałem stałym (Bień, 2005, s. 43). W takiej sytuacji mówi się o zachowaniu tzw. srebrnej zasady bilansowej, zgodnie z którą wskaźnik pokrycia aktywów trwałych kapitałem stałym powinien wynosić minimum 1 (Korol, 2013, s. 38):

$$(\text{kapitał stały})/(\text{aktywa trwałe}) \geq 1.$$

Jeżeli powyższa relacja zostanie zachowana, to nadwyżka kapitału stałego ponad wartość majątku trwałego może zostać przeznaczona na sfinansowanie części majątku obrotowego, co sprzyja zachowaniu stabilności finansowej. Ta część kapitału stałego, która finansuje aktywa obrotowe, określana jest jako kapitał obrotowy netto lub kapitał pracujący. Powinien on być dodatni, tj. przewyższać zobowiązania krótkoterminowe, co sprzyja utrzymaniu płynności finansowej.

3. Przegląd badań

Kształtowanie struktury terminowej pasywów jest ważnym zagadnieniem, będącym przedmiotem badań z zakresu finansów przedsiębiorstw. Średnie wartości wskaźnika ogólnego zadłużenia różnią się w poszczególnych regionach świata. Najmniejszy udział zobowiązań w finansowaniu aktywów ogółem wykazują przedsiębiorstwa w Japonii, gdzie średnia wartość tego wskaźnika we wszystkich sektorach gospodarki ukształtowała się na poziomie wynoszącym nieco poniżej 50%. W USA wskaźnik ten wynosił nieco ponad 50%, w Wielkiej Brytanii – około 60%. Najbardziej obciążone zobowiązaniami były przedsiębiorstwa prowadzące działalność na terenie Unii Europejskiej (około 65%). W badaniach uwzględniono sektory: spożywczy, farmaceutyczny, handlu detalicznego i maszynowy. Spośród nich najwyższe wartości wskaźnika ogólnego zadłużenia odnotowano w sektorze spożywczym, zwłaszcza w Wielkiej Brytanii i USA, gdzie wyniósł on aż około 70% (Walsh, 2003, s. 133).

Piotr Figura wyznaczył rekomendowane wartości wskaźników ogólnego zadłużenia i pokrycia aktywów trwałych kapitałem stałym dla poszczególnych sektorów gospodarki w Polsce. Dodatkowo autor ten uwzględnił w swoich badaniach trzy różne cele nadrzędne

przedsiębiorstwa, tj. maksymalizację zysku, przetrwanie i maksymalizację wartości. Wyznaczone wartości rekomendowane obu wskaźników wykazują duże zróżnicowanie zarówno pomiędzy celami nadrzędnymi, jak i sektorami gospodarki, na przykład dla celu „maksymalizacja wartości” w sektorze budownictwa rekomendowana wartość wskaźnika mieści się w przedziale 0,35–0,6, a dla sektora chemicznego wynosi ona 0,2–0,4. Z kolei wskaźnik pokrycia aktywów trwałych kapitałem stałym kształtuje się w budownictwie dla celu „maksymalizacja zysku” w przedziale 1,1–1,85, a dla sektora informatycznego aż 1,40–2,85 (Figura, 2011, s. 132–158).

Sektorowe zróżnicowanie wskaźników kapitału własnego w finansowaniu aktywów było przedmiotem badań przeprowadzonych przez Piotra Szczepaniaka (2014, s. 115–126). Wskazuje on, że najwyższy odsetek kapitałów własnych w aktywach ogółem charakteryzował sektory: lekki, energetyczny, farmaceutyczny, informatyczny i metalowy.

Nieco innego zdania jest Mirosław Wypych (2012, s. 478–488), który przebadiał 117 spółek notowanych na GPW w Warszawie. Autor ten uważa, że struktura aktywów nie powinna być traktowana jako cecha eksponująca specyfikę sektora. Ponadto, z przeprowadzonych przez niego badań wynika, że złote reguły finansowania stanowią użyteczne narzędzie oceny równowagi finansowej przedsiębiorstwa. Niezależnie od wahań koniunkturalnych i związanych z tym zmian makroekonomicznych warunków funkcjonowania, przedsiębiorstwa starają się dostosować strukturę pasywów do struktury aktywów w taki sposób, aby kapitały nie były dłużej związane ze składnikami aktywów, niż wynosi okres dysponowania nimi. Wyraźnie jest widoczna również zależność pomiędzy strukturą majątku a sposobem jego finansowania, co oznacza, że udział aktywów trwałych w aktywach ogółem jest jednym z wyznaczników wyboru strategii finansowania przedsiębiorstwa.

Joanna Marzec (2010, s. 143–153) poddała analizie i ocenie wzajemne relacje pomiędzy strukturą majątku a strukturą kapitału małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce. Z badań przeprowadzonych przez tę autorkę wynika, że kapitały własne są najważniejszym źródłem finansowania działalności, w tym inwestycji, podmiotów z sektora MSP w Polsce. Do takich samych wniosków doszła Agnieszka Janus (2006, s. 69–78). Również Katarzyna Lisińska (2012, s. 449–458), Jacek Barburski (2014, s. 117–136) oraz Elżbieta Wrońska-Bukalska (2014, s. 393–402) wskazują kapitał własny jako podstawowe źródło finansowania przedsiębiorstw polskich. Konserwatyzm w zakresie kształtowania struktury finansowej skutkował zwiększeniem odporności tych podmiotów na ryzyka wynikające ze zmian o charakterze koniunkturalnym. W przypadku badanych firm potwierdzenie znalazła teoria kolejności źródeł finansowania, według której przedsiębiorstwa preferują wewnętrzne źródła finansowania. Odróżnia je to od podmiotów niemieckich czy portugalskich, które w znacznie większym stopniu wykorzystywały kapitały zewnętrzne, a zwłaszcza obce, w finansowaniu aktywów. Podobna sytuacja została zaobserwowana w Czechach w latach 2007–2011, gdzie w większości przedsiębiorstw motoryzacyjnych kapitały obce stanowiły główne źródło finansowania aktywów (Konečný, 2013, s. 83–97).

4. Struktura majątkowo-kapitałowa wybranych przedsiębiorstw deweloperskich notowanych na GPW

W zbiorowości wybranych spółek deweloperskich, notowanych na GPW w latach 2006–2015, średnia wartość wskaźnika pokrycia majątku trwałego kapitałem własnym kształtowała się na poziomie wynoszącym od 0,8 do aż 62 (rys. 1).

Rysunek 1. Średnia wartość wskaźnika pokrycia majątku trwałego kapitałem własnym w wybranych przedsiębiorstwach deweloperskich notowanych na GPW w latach 2006–2015

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych Notoria.

Jak wynika z danych przedstawionych na rysunku 1, w analizowanych przedsiębiorstwach majątek trwały był pokryty kapitałem własnym w zróżnicowanym stopniu. Najniższe średnie wartości wskaźnika, wynoszące od 0,8 do 0,9 odnotowano w czterech spółkach, a mianowicie Echo, GTC, J.W. Construction oraz LCC. W pozostałych podmiotach wartości wskaźnika były większe od jedności, co oznacza pełne pokrycie majątku trwałego kapitałem własnym, a zarazem – spełnienie złotej zasady bilansowej. Należy zwrócić uwagę na bardzo wysoką, wynoszącą aż 62, średnią wartość analizowanego wskaźnika w spółce Dom Development, co łączy się ze specyfiką działalności spółki. Zajmuje się ona realizacją projektów budowlanych związanych ze wznoszeniem budynków. Spółka jest liderem na warszawskim rynku mieszkaniowym i jednym z największych i najdłużej działających deweloperów w Polsce. W ciągu blisko 20 lat swojej działalności przekazała do użytku ponad 23,5 tys. mieszkań. Oferta produktowa Dom Development skierowana jest do klientów indywidualnych, a jej podstawę stanowią mieszkania popularne. W latach 2007–2015 aktywa trwałe stanowiły zaledwie od 0,44 do 1,93% w aktywach ogółem spółki. Oznacza to, że aktywa obrotowe stanowiły ponad 98% majątku ogółem tego przedsiębiorstwa. Mieszkania powstające w ramach działalności spółki są jej produktami i jako takie są traktowane jako aktywa obrotowe. Możliwość taka wynika z zapisu Ustawy o rachunkowości, który

wskazuje, że aktywa te „są przeznaczone do zbycia lub zużycia w ciągu 12 miesięcy od dnia bilansowego lub w ciągu normalnego cyklu operacyjnego właściwego dla danej działalności, jeżeli trwa on dłużej niż 12 miesięcy” (Ustawa, art. 3, ust. 18a). Należy podkreślić, że przeważający udział majątku obrotowego w aktywach ogółem charakteryzuje przedsiębiorstwa deweloperskie, które koncentrują się na sprzedaży zrealizowanych nieruchomości. Deweloperzy, którzy użytkują je we własnym zakresie bądź przeznaczają na wynajem, mają inną strukturę aktywów. W ich przypadku wybudowane obiekty traktowane są bowiem jako składniki majątku trwałego. Wśród badanych spółek przykładami takich podmiotów są GTC, LCC, Echo czy J.W. Construction. Działalność pierwszego z wymienionych przedsiębiorstw polega głównie na wynajmie zrealizowanych nieruchomości komercyjnych. Również Echo koncentruje się na budowie i wynajmie biurowców i centrów handlowych, choć realizuje także mieszkania przeznaczone na sprzedaż. LCC jest spółką holdingową, kontrolującą grupę firm działających w sektorze nieruchomości mieszkaniowych, przede wszystkim o podwyższonym standardzie oraz komercyjnych. Z kolei J.W. Construction, największy polski deweloper mieszkaniowy, buduje zarówno mieszkania popularne, jak i o podwyższonym standardzie oraz apartamenty i domy jednorodzinne. Spółka jest przy tym aktywna na rynku nieruchomości komercyjnych i luksusowych, m.in. jako właściciel i operator sieci Hoteli 500, Czarny Potok Resort & Spa, Hotel Dana oraz inwestor realizujący projekty biurowe i handlowe.

W zbiorowości wybranych spółek deweloperskich notowanych na GPW wartości wskaźnika pokrycia majątku trwałego kapitałem własnym były zróżnicowane w poszczególnych latach (tab. 1).

Tabela 1

Wskaźnik pokrycia majątku trwałego kapitałem własnym w wybranych przedsiębiorstwach deweloperskich notowanych na GPW w latach 2006–2015

Nazwa spółki	Lata									
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Alta	1,5	1,3	1,0	1,0	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
BBI	33,4	1,2	0,9	1,3	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7
Dom Development	27,3	30,1	29,7	72,7	32,0	99,0	103,7	113,3	65,0	47,1
Echo	0,9	0,8	1,0	0,8	0,7	0,6	0,6	0,7	0,6	0,8
GTC	1,1	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	0,8	0,7	0,6	0,8
J.W. Construction	0,6	1,7	0,9	1,2	1,0	0,9	0,6	0,7	0,8	0,8
LCC	1,0	1,1	0,9	1,1	1,1	1,0	0,9	0,7	0,7	0,7
Octava	1,1	2,0	1,4	1,5	1,0	13,0	2,1	1,6	2,1	2,0
Polnord	0,4	2,8	2,1	2,1	1,7	1,9	1,1	0,8	0,6	0,6
Triton	1,0	6,2	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2
Wikana	6,7	1,0	2,5	1,9	1,8	1,6	1,5	1,3	0,9	0,9

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych Notoria.

Jak wynika z danych zamieszczonych w tabeli 1, majątek trwały był pokryty w pełni kapitałem własnym w czterech spółkach (Alta, Dom Development, Octava oraz Triton). Oznacza to zachowanie przez nie złotej zasady bilansowej w całym badanym okresie. Z kolei w spółkach Echo i GTC wskaźnik pokrycia majątku trwałego kapitałem własnym osiągnął wartość wynoszącą co najmniej 1 zaledwie jednorazowo. W pozostałych podmiotach wartość tego wskaźnika podlegała znacznym fluktuacjom i w kolejnych latach kształtowała się na poziomie wynoszącym mniej lub więcej niż 1.

Zasadniczo we wszystkich spółkach stopień zadłużenia nie przekraczał 50%. Oznacza to respektowanie złotej zasady finansowania, według której – jak już była o tym mowa – wartość kapitału obcego ogółem nie powinna przekraczać wartości posiadanych kapitałów własnych. Jedynymi wyjątkami były J.W. Construction, w którym wskaźnik ogólnego zadłużenia był wyższy od 50% w latach 2006, 2008–2009, oraz Polnord, gdzie zadłużenie przewyższało kapitał własny w roku 2006. Ciekawa sytuacja została zaobserwowana w spółce Octava, gdzie kapitał własny wielokrotnie (od około 27 razy w roku 2007 aż do 600 razy w roku 2009) przewyższał kapitały obce, co tłumaczyć należy strategią przyjętą w tym podmiocie. Spółka działa w sektorze nieruchomości, jako inwestor finansowy. Podstawowym celem inwestycyjnym są średniookresowe inwestycje, pozwalające na wykreowanie stopy wzrostu wartości aktywów netto na poziomie wyższym niż stopa wzrostu aktywów netto osiągnięta przez fundusze lub spółki o porównywalnym profilu ryzyka. Cel ten jest realizowany w oparciu o portfel inwestycyjny obejmujący w danym momencie nie więcej niż 10 małych lub średnich projektów inwestycyjnych. Od momentu powstania spółka przeznacza większość zrealizowanych zysków na skup własnych akcji. W ten sposób podmiot ten dystrybuje gotówkę do akcjonariuszy (<http://www.octava.com.pl>).

Tabela 2

Wskaźnik pokrycia majątku trwałego kapitałem stałym w wybranych przedsiębiorstwach deweloperskich notowanych na GPW w latach 2006–2015

Nazwa spółki	Lata									
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Alta	1,5	1,3	1,0	1,0	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
BBI	33,4	1,6	1,1	1,3	1,2	1,2	1,2	1,0	1,0	1,0
Dom Development	35,9	44,5	50,0	113,0	49,0	136,8	156,2	177,7	89,1	70,1
Echo	1,6	1,8	2,0	1,7	1,3	1,3	1,2	1,2	1,3	1,0
GTC	1,1	1,2	1,0	1,0	1,1	1,1	1,0	0,9	1,0	1,1
J.W. Construction	1,2	2,5	1,3	1,5	1,6	1,5	1,3	1,2	1,2	1,2
LCC	1,0	1,1	1,0	1,2	1,2	1,2	1,2	1,0	1,1	1,0
Octava	1,1	2,0	1,4	1,5	1,0	13,0	2,1	1,6	2,1	2,0
Polnord	0,6	2,9	2,1	2,4	2,3	2,2	1,4	1,2	1,2	1,1
Triton	1,0	6,2	1,0	1,0	1,0	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2
Wikana	6,8	1,1	2,5	2,2	1,8	2,0	1,5	2,3	1,4	1,5

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych Notoria.

W okresie dekonstrukcji trudności z utrzymaniem równowagi finansowej zazwyczaj ulegają nasileniu. Polskie przedsiębiorstwa deweloperskie zmuszone były prowadzić działalność w niekorzystnych warunkach gospodarczych przez sześć lat z rzędu, tj. od roku 2008 do 2013 (GUS, 2016). Stąd analiza zależności pomiędzy strukturą aktywów a relacjami wyrażającymi złotą i srebrną regułę finansowania umożliwiła ocenę, w jakim stopniu podmioty te zachowały równowagę finansową. W większości analizowanych spółek pomiędzy badanymi zmiennymi istniały statystycznie istotne zależności o kierunku ujemnym. Oznacza to, że wraz ze wzrostem udziału środków trwałych w aktywach ogółem zmniejsza się wskaźnik pokrycia aktywów trwałych kapitałami własnymi oraz stałymi. W takiej sytuacji kapitały te w większym stopniu finansują składniki majątku obrotowego, co jest korzystne z punktu widzenia płynności finansowej (tab. 3).

Tabela 3

Zależności pomiędzy strukturą aktywów a relacjami wyrażającymi złotą i srebrną regułę finansowania w wybranych spółkach deweloperskich notowanych na GPW

Nazwa spółki	Średni udział aktywów trwałych w aktywach ogółem w latach 2007–2015 (%)	Współczynnik korelacji liniowej Pearsona pomiędzy strukturą aktywów a złotą regułą finansową	Statystyka t(8)	p-value	Współczynnik korelacji liniowej Pearsona pomiędzy strukturą aktywów a srebrną regułą finansową	Statystyka t(8)	p-value
Alta	92,8	-0,9990	-61,799*	0,0000	-0,9968	-35,113*	0,0000
BBI	76,2	-0,9561	-9,227*	0,0000	-0,9567	-9,297*	0,0000
Dom Development	1,0	-0,9217	-6,721*	0,0001	-0,9179	-6,540*	0,0002
Echo	63,6	-0,5557	-1,890	0,0954	-0,9025	-5,925*	0,0004
GTC	91,9	-0,5112	-1,682	0,1310	-0,7402	-3,113*	0,0144
J.W. Construction	44,6	-0,6659	-2,524*	0,0355	-0,5915	-2,074	0,0717
LCC	83,9	-0,6723	-2,568*	0,0332	-0,7761	-3,480*	0,0083
Octava	46,2	-0,7809	-3,536*	0,0077	-0,7809	-3,536*	0,0077
Polnord	54,0	-0,8578	-4,720*	0,0015	-0,7898	-3,642*	0,0066
Triton	79,9	-0,9698	-11,237*	0,0000	-0,9711	-11,516*	0,0000
Wikana	37,0	-0,5181	-1,713	0,1250	-0,5851	-0,5851	0,0756

* – statystycznie istotny na poziomie 0,05.

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych Notoria.

Wysokie wartości współczynników korelacji pomiędzy strukturą aktywów a relacjami wyrażającymi złotą i srebrną regułę finansowania w badanych podmiotach oznaczają, że starają się one tak kształtować strukturę kapitałowo-majątkową, aby okres wymagalności

Rysunek 2. Graficzna prezentacja współczynników korelacji pomiędzy strukturą aktywów a złotą regułą finansową w spółce Alta SA

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych Notoria.

Rysunek 3. Graficzna prezentacja współczynników korelacji pomiędzy strukturą aktywów a złotą regułą finansową w spółce BBI

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych Notoria.

Rysunek 4. Graficzna prezentacja współczynników korelacji pomiędzy strukturą aktywów a złotą regułą finansową w spółce Triton

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych Notoria.

źródeł finansowania był zsynchronizowany z okresem korzystania z aktywów finansowanych za ich pomocą. Utrzymanie takich relacji zapewnia zatem zachowanie równowagi finansowej. Graficzną ilustrację związku pomiędzy strukturą aktywów a złotą regułą finansową w trzech wybranych spółkach deweloperskich o wysokim współczynniku korelacji przedstawiono na rysunkach 2–4.

Uwagi końcowe

We wszystkich analizowanych spółkach stopień zadłużenia nie przekraczał 50%. Oznacza to respektowanie przez te podmioty złotej zasady finansowania, według której wartość kapitału obcego ogółem nie powinna przekraczać wartości posiadanych kapitałów własnych. Kapitał własny stanowi więc podstawę finansowania działalności badanych spółek. A zatem, hipoteza 1: „Majątek trwały jest bardziej ryzykowny niż obrotowy i dlatego w większym zakresie finansowany za pomocą kapitału własnego, co ogranicza poziom ryzyka finansowego” została potwierdzona.

Pomimo zmieniających się uwarunkowań koniunkturalnych zarządzający podejmują działania prowadzące do zachowania właściwych relacji odnośnie do struktury majątkowo-kapitałowej, co zapewnia utrzymanie równowagi finansowej. W badanych przedsiębiorstwach starano się tak ukształtować strukturę majątkowo-kapitałową, aby kapitały były związane z aktywami nie dłużej, niż wynosi okres dysponowania nimi. Powyższe spostrzeżenia umożliwiają pozytywną weryfikację hipotezy 2: „Przedsiębiorstwa starają się, aby okres wymagalności źródeł finansowania był zsynchronizowany z okresem korzystania z aktywów finansowanych za ich pomocą”. Przeprowadzone badania świadczą o tym, że zarówno złota, jak i srebrna reguła bilansowa są ważnymi wyznacznikami decyzji w zakresie kształtowania struktury kapitału w spółkach deweloperskich.

Literatura

- Adameczyk, M. (2013). Prezentacja kapitałów własnych w sprawozdaniach finansowych spółek publicznych. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 58, 303–309.
- Barburski, J. (2014). Kapitały własne jako podstawa bezpieczeństwa działalności gospodarczej na przykładzie przedsiębiorstw WIG20. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 67, 117–136.
- Bień, W. (2005). *Ocena efektywności finansowej spółek kapitałowych*. Warszawa: Difin.
- Duliniec, A. (2011). *Finasowanie przedsiębiorstwa. Strategie i instrumenty*. Warszawa: PWE.
- Figura, P. (2011). *Zależności między celem nadrzędnym przedsiębiorstwa i wartościami wskaźników finansowych w przekroju sektorowym*. Gdańsk: Politechnika Gdańska.
- Gabrusewicz, W. (2014). *Analiza finansowa przedsiębiorstwa. Teoria i zastosowanie*. Warszawa: PWE.
- GUS (2016). *Koniunktura w przemyśle, budownictwie, handlu, usługach i inwestycjach, baza bieżąca, dane miesięczne*. Pobrane z: www.stat.gov.pl (9.12.2016).
- Janus, A. (2006). Kapitał własny jako źródło finansowania działalności małych i średnich przedsiębiorstw. *Folia Oeconomica*, 200, 69–78.
- Konečný, Z. (2013). Golden Rules of Financing Related to the Life Cycle of Czech Automotive Firms. *Journal of Competitiveness*, 5, 83–97.

- Korol, T. (2013). *Nowe podejście do analizy wskaźnikowej w przedsiębiorstwie*. Warszawa: Oficyna Wolters Kluwer business.
- Lisińska, K. (2012). Struktura kapitałowa przedsiębiorstw produkcyjnych w Polsce, Niemczech i Portugalii. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 27, 449–458.
- Marzec, J. (2010). Złote reguły finansowania w praktyce małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce. *Ekonomiczne Problemy Usług*, 51, 143–153.
- Pomykańska, B., Pomykański, P. (2007). *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Sierpińska, M., Jachna, T. (2004). *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Skowronek-Mielczarek, A., Leszczyński, Z. (2008). *Analiza działalności i rozwoju przedsiębiorstwa*. Warszawa: PWE.
- Szczepaniak, P. (2014). Kapitał własny w sektorach niefinansowych w Polsce w latach 2009–2011. *Nauki o Finansach*, 20, 115–126.
- Ustawa z dnia 29 września 1994 o rachunkowości. Dz.U. nr 121, poz. 591 z późn. zm.
- Walsh, C. (2003). *Key Management Ratios. Third Edition*. Glasgow: Prentice Hall.
- Wrońska-Bukalska, E. (2014). Zróżnicowanie branżowe poziomu I struktury kapitału własnego. *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H, XLVIII*, 393–402.
- Wypych, M. (2012). Struktura aktywów a złote reguły finansowania (na przykładzie spółek giełdowych). *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 261, 478–488.
- www.octava.com.pl.

EQUITY CAPITAL VERSUS ASSET STRUCTURE OF THE REAL ESTATE DEVELOPMENT COMPANIES

Abstract: *Purpose* – The aim of the article is to verify whether real estate development companies listed on the WSE maintain the right balance in terms of shaping the capital and assets structure, and whether there is any relationship between the assets structure and the golden and silver financing rules.

Design/methodology/approach – The hypotheses were verified using appropriate statistical tests. Calculations were made with help of the Gretl software.

Findings – Equity is the finance basis of examined companies. Despite the changing cyclical conditions managers undertake actions leading to keep appropriate relations between the assets and capital structure, what ensures the maintenance of financial balance. The surveyed companies attempted to shape the capital and asset structure so that the capital was related to assets no longer than the period of disposal over them.

Originality/value – Article answers the question whether gold and silver financing rules are important determinants of decisions in shaping the capital structure of the real estate development companies. The analyses do not exhaust the complexity of the analysed problem and constitute a contribution to the further studies of factors influencing capital structure of real estate development companies.

Keywords: financing of the company, golden and silver financing rules, capital and asset structure

Cytowanie

- Gostkowska-Drzewicka, M. (2017). Kapitały własne a struktura aktywów przedsiębiorstw deweloperskich. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 1 (85), 23–34. DOI: 10.18276/frfu.2017.1.85-02.