

Piotr Rzeszowski

Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

STRUKTURA DŁUGU A WZROST MAJĄTKU I PRZYCHODÓW ZE SPRZEDAŻY

Wprowadzenie

Struktura długu ma zasadnicze znaczenie dla przedsiębiorstw funkcjonujących w zmiennych warunkach gospodarczych. Wpływa zarówno na ich bieżące wyniki ekonomiczne, jak i na opłacalność realizowanych przez nie przedsięwzięć inwestycyjnych. To powoduje, że struktura długu powinna być przedmiotem szczegółowego zainteresowania zarządu spółki, który m.in. poprzez optymalizację struktury długu oddziałuje na wartość przedsiębiorstwa.

Artykuł składa się z części teoretycznej oraz empirycznej. W części teoretycznej pokazano kryteria podziału zadłużenia przedsiębiorstw i jego determinanty. W części empirycznej badaniom poddana została struktura długu przedsiębiorstw produkujących metale oraz przedsiębiorstw produkujących wyroby z metali. Badania struktury zadłużenia dotyczyły lat 2000-2012. Miały one na celu weryfikację dwóch hipotez:

- 1) wzrost aktywów ogółem w badanych spółkach przetwórstwa przemysłowego w Polsce w latach 2000-2012 finansowany był głównie długiem kosztowym,
- 2) wzrost przychodów ze sprzedaży w badanych spółkach przetwórstwa przemysłowego w Polsce w latach 2000-2012 finansowany był długiem spontanicznym.

Przez zadłużenie kosztowe rozumie się sumę zadłużenia długoterminowego oraz zadłużenia krótkoterminowego w postaci kredytów i pożyczek oraz zobowiązań z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych. Natomiast w skład zadłużenia spontanicznego wchodzi pozostała część zobowiązań krótkoterminowych, czyli zobowiązania z tytułu dostaw i usług, zobowiązania z tytułu podatków, ceł, ubezpieczeń i innych świadczeń, zobowiązania z tytułu wynagrodzeń oraz inne. Dodatkowo zadłużenie spontaniczne obejmuje kategorie rezerw oraz rozliczeń międzyokresowych.

1. Struktura długu i jej determinanty w przedsiębiorstwie

W warunkach otwartej gospodarki rynkowej kapitały własne nie są wystarczającym źródłem finansowania działalności gospodarczej. Przedsiębiorstwa, chcąc zachować konkurencyjność, muszą finansować swoją działalność i rozwój także za pomocą kapitałów obcych. Jednakże poziom zadłużenia nie może prowadzić do utraty zdolności do jego obsługi, utraty płynności finansowej i w konsekwencji do bankructwa. Stąd też problem racjonalnej struktury długu jest szczególnie istotny obecnie, w warunkach spowolnienia gospodarczego. W bilansie zobowiązania i rezerwy na zobowiązania podzielone zostały na cztery kategorie: rezerwy na zobowiązania, zobowiązania długoterminowe, zobowiązania krótkoterminowe oraz rozliczenia międzyokresowe. Relacja zobowiązań i rezerw do aktywów ogółem określa poziom zadłużenia przedsiębiorstwa. W praktyce jednak bardzo trudno jest określić optymalny poziom zadłużenia oraz optymalną strukturę długu.

Kapitały obce pozyskiwane mogą być z różnych źródeł, od różnych podmiotów oraz na zróżnicowany okres, co wpływa na kształt struktury zadłużenia i koszty jego obsługi¹. Dług przedsiębiorstwa można usystematyzować według różnych kryteriów. Ze względu na horyzont czasowy wyróżnia się zadłużenie długo- i krótkoterminowe. Innym kryterium podziału może być oprocentowanie kapitału. Oprocentowanie jest kosztem pieniądza, który należy ponieść za możliwość korzystania z niego². Kapitał obcy oprocentowany będzie generował odsetki, które są kosztem finansowym dla przedsiębiorstwa. W skład tego rodzaju długu wchodziły kredyty i pożyczki oraz zobowiązania z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych.

Struktura zadłużenia zdeterminowana jest wieloma czynnikami. Do istotnych z nich o charakterze makroekonomicznym niewątpliwie należą ogólne warunki gospodarcze, inflacja, stopy procentowe, stopy podatkowe i inne czynniki, na które menedżerowie nie mają wpływu, ale muszą je uwzględniać przy doborze źródeł finansowania. Sytuacja gospodarcza, która wpływa na strukturę długu, wiąże się z niepewnością popytu na produkty i ich ceny, sytuacją na rynku surowców, materiałów i paliw, zmianą kursów walutowych, systemem podatkowym itp. Duży wpływ na dobór źródeł finansowania mają stopy procentowe,

¹ M. Gostkowska-Drzewicka: *Struktura finansowania przedsiębiorstw deweloperskich*. „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa” 2013, nr 8, s. 61.

² M. Sierpińska, T. Jachna: *Metody podejmowania decyzji finansowych. Analiza przykładów i przypadków*. WN PWN, Warszawa 2007, s. 266.

gdyż wyznaczają one koszt kapitału obcego, oraz stopy podatkowe wpływające na efekt tarczy podatkowej³.

Jedną z najistotniejszych determinant doboru źródeł finansowania, a zarazem struktury długu, jest koszt pozyskania kapitału. Najogólniej przez koszt kapitału rozumie się oczekiwaną stopę zwrotu, po której uczestnicy rynku udostępniają swoje fundusze na konkretne cele inwestycyjne⁴. Każdy rodzaj kapitału charakteryzuje się innym poziomem kosztu. Stąd różnice w koszcie pozyskania poszczególnych rodzajów kapitału dają firmom możliwość kształtowania optymalnej struktury długu, przy której koszt jego pozyskania będzie najniższy. Kapitały obce poprzez wykorzystanie tarczy podatkowej są z reguły tańsze niż kapitały własne.

Kolejnym ważnym czynnikiem mającym wpływ na strukturę długu jest wielkość przedsiębiorstwa. Możliwości korzystania z szerszej gamy źródeł finansowania mają większe podmioty gospodarcze. Badania potwierdzają zależność, że im mniejsze przedsiębiorstwo, tym większy udział w finansowaniu kapitałów własnych. Większość mikroprzedsiębiorstw niemal w całości finansuje swoją działalność kapitałami własnymi. Inaczej jest w przypadku średnich i dużych przedsiębiorstw. Większe spółki, wykorzystując wartość majątku, jaką dysponują, mogą starać się o dogodne warunki kredytowania. Nie mają one bowiem problemów z uzyskaniem pożyczki lub kredytu, ponieważ spełniają wymagania kredytowe stawiane przez banki oraz fundusze pożyczkowe. Wielkość przedsiębiorstwa ma także wpływ na możliwość korzystania z kredytów handlowych. Siła przetargowa podmiotu gospodarczego rośnie wraz z jego wielkością, więc przypuszczać można, iż im większe przedsiębiorstwo, tym dłuższy cykl płacenia zobowiązań⁵.

W literaturze podkreśla się, że struktura zadłużenia w dużym stopniu zależy od fazy cyklu życia przedsiębiorstwa. W fazie początkowej i w fazie gwałtownej ekspansji firmy korzystają z długu w niewielkim stopniu. W miarę, jak rozwój firmy ulega spowolnieniu, a przepływy pieniężne z istniejących inwestycji rosną i stają się bardziej przewidywalne, firmy w coraz większym stopniu finansują się długiem. Największy popyt na kapitał wykazują podmioty w okresie rozwoju i te posiadające jedynie koncepcję przedsięwzięcia, które chcą finansować. Sytuacja małego, nowo powstałego podmiotu, jego potrzeby kapitałowe oraz moż-

³ M. Sierpińska, P. Rzeszowski: *Financing Structure of Enterprises in the Metal Industry in Poland between 2000 and 2010*. „Contemporary Economics” 2012, Vol. 6/3, s. 67.

⁴ S. Pratt, R. Grabowski: *Cost of Capital. Applications and Examples*. Wiley, New York 2008, s. 4.

⁵ K. Prędkiewicz: *Praktyka zarządzania zobowiązaniami w sektorze MSP*. W: *Współczesne problemy analizy ekonomicznej przedsiębiorstwa*. „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2008, nr 9 (1209), s. 202.

liwości ich zaspokojenia są zupełnie inne niż dużego, dojrzałego przedsiębiorstwa, które ma stabilną pozycję na rynku⁶.

Wśród determinant struktury długu nie sposób pominąć przepływów pieniężnych z działalności przedsiębiorstwa. Przepływy pieniężne wpływają bowiem na decyzje dotyczące powiększenia zadłużenia oraz jego obsługi. Im większe są wydatki spółki w postaci dywidend czy inwestycji, tym mniejszy strumień wolnej gotówki oraz mniejsza zdolność do utrzymania elastyczności finansowej. Im większa zyskowność i większe wolne przepływy pieniężne, tym w przedsiębiorstwie będzie mniejsze zapotrzebowanie na finansowanie zewnętrzne, co powoduje obniżenie kosztów finansowania. Poziom wygenerowanych wolnych przepływów pieniężnych będzie zatem wpływał na dostosowywanie się firmy do docelowej struktury kapitału oraz struktury długu⁷. Na poziom generowanych wolnych przepływów pieniężnych nie mały wpływ ma poziom przychodów ze sprzedaży i ich stabilność w czasie oraz polityka finansowa w obszarze aktywów obrotowych.

Wymienione w artykule determinanty długu nie są jedynymi czynnikami kształtującymi strukturę zadłużenia. Na poziom zadłużenia wpływa bowiem wiele innych czynników, m.in. poziom aktywów i ich struktura. Im wyższy będzie udział aktywów trwałych w aktywach ogółem, tym wyższy powinien być udział kapitałów długoterminowych w strukturze ich finansowania. Im wyższy jest udział wartości niematerialnych i prawnych w aktywach trwałych, tym wyższy powinien być udział kapitałów własnych w strukturze kapitału stałego. Wartości niematerialne i prawne mają bowiem niską wartość zastawczą, dlatego trudno jest je wykorzystać jako formę zabezpieczenia długów.

2. Poziom aktywów oraz przychodów ze sprzedaży przedsiębiorstw przemysłu metalowego

Rozważania dotyczące korelacji pomiędzy wzrostem wartości aktywów ogółem a zadłużeniem kosztowym oraz wzrostem przychodów ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów a zadłużeniem spontanicznym podmiotów gospodarczych zajmujących się produkcją metali oraz produkcją z metali poprzedzone zostały oceną dynamiki aktywów i przychodów oraz struktury zadłużenia. Dane pozwalające na ocenę wspomnianych relacji zamieszczone zostały w kolejnych tabelach.

⁶ A. Duliniec: *Finansowanie przedsiębiorstwa*. W: *Strategie i instrumenty*. PWE, Warszawa 2007, s. 136.

⁷ M. Kowalik: *Determinanty struktury długu przedsiębiorstw*. „Przegląd Organizacji” 2013, nr 2, s. 23.

W tabeli 1 zaprezentowano wartość i dynamikę aktywów ogółem oraz przychodów ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów przedsiębiorstw produkujących metale w Polsce w latach 2000-2012.

Tabela 1

Dynamika aktywów ogółem oraz przychodów ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów przedsiębiorstw produkujących metale w Polsce w latach 2000-2012

	Aktywa ogółem (mln zł)	Dynamika, rok poprzedni = 100%	Przychody ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów (mln zł)	Dynamika, rok poprzedni = 100%
2000	19 487,0	–	23 697,9	–
2001	17 776,4	91,22	20 286,7	85,61
2002	16 377,7	92,13	19 109,5	94,20
2003	19 126,1	116,78	22 880,8	119,74
2004	22 579,9	118,06	33 024,0	144,33
2005	23 752,1	105,19	30 323,6	91,82
2006	30 254,9	127,38	38 528,6	127,06
2007	36 169,6	119,55	43 887,6	113,91
2008	37 748,4	104,36	42 615,1	97,10
2009	33 742,9	89,39	27 057,1	63,49
2010	38 237,7	113,32	35 972,9	132,95
2011	40 378,1	105,60	46 955,9	130,53
2012	37 752,9	93,50	45 071,0	95,99

Źródło: Na podstawie danych GUS: *Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych* 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012.

W okresie 2000-2012 wartość aktywów ogółem uległa niemal podwojeniu. Taką samą tendencję można zaobserwować, jeśli chodzi o przychody ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów. W roku 2000 wynosiły one 23 697,9 mln zł, natomiast w roku 2012 było to 45 071,0 mln zł. Analizując dynamikę majątku ogółem przedsiębiorstw produkujących metale, można zauważyć spore spadki aktywów w okresach kolejnych spowolnień gospodarczych. W okresie pierwszego spowolnienia gospodarczego w Polsce w latach 2001-2003 poziom aktywów wykazywał duże wahania. W roku 2002 majątek ogółem przedsiębiorstw produkujących metale stanowił 84,0% aktywów z roku 2000, zaś w roku 2003 było to 98,2% wartości majątku z roku 2000.

Analogicznie zmieniały się przychody ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów, ich wartość w roku 2002 spadła do poziomu 80,6 % wartości z roku 2000, natomiast w roku 2003 wartość obrotu wzrosła i wynosiła 96,6 % wartości przychodów sprzed kryzysu.

W czasie dynamicznego rozwoju gospodarczego w latach 2004-2007 widać wyraźny wzrost poziomu aktywów ogółem oraz przychodów ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów. Kolejne lata badanego okresu (2008-2010) zdominowane przez światowy kryzys finansowy przyniosły wyhamowanie wzrostu

majątku ogółem, a także spadek obrotu przedsiębiorstw produkujących metale. W roku 2011 aktywa wzrosły do kwoty 40 378,1 mln zł, a przychody ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów osiągnęły najwyższą wartość w badanym okresie, wynosząc 46 955,9 mln zł. Jednak rok 2012 przynosi ponowny spadek wartości obydwóch kategorii. Analizując dane zawarte w tabeli 1 można stwierdzić, iż wahania koniunktury gospodarczej mają silny wpływ na rozwój przedsiębiorstw produkujących metale. Wzrost aktywów ogółem oraz przychodów ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów przedsiębiorstw z tego działu uzależniony jest od warunków panujących na rynku.

Powstaje zatem pytanie, czy te same tendencje występują także w drugim badanym dziale, czyli w podmiotach zajmujących się produkcją z metali. Dane zamieszczone w tabeli 2 pozwalają na ocenę wartości i dynamiki aktywów ogółem oraz przychodów ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów.

Tabela 2

Dynamika aktywów ogółem oraz przychodów ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów przedsiębiorstw produkujących z metali w Polsce w latach 2000-2012

	Aktywa ogółem (mln zł)	Dynamika, rok poprzedni = 100%	Przychody ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów (mln zł)	Dynamika, rok poprzedni = 100%
2000	12 398,5	–	18 292,4	–
2001	13 051,8	105,27	19 245,0	105,21
2002	14 343,9	109,90	21 261,7	110,48
2003	16 769,2	116,91	21 436,6	100,82
2004	18 750,0	111,81	32 417,3	151,22
2005	22 578,7	120,42	35 128,6	108,36
2006	28 876,7	127,89	42 787,4	121,80
2007	35 765,5	123,86	53 208,2	124,35
2008	40 819,4	114,13	58 016,9	109,04
2009	40 506,2	99,23	49 173,6	84,76
2010	45 064,6	111,25	53 751,0	109,31
2011	53 263,3	118,19	65 984,9	122,76
2012	54 915,2	103,10	68 615,2	103,99

Źródło: Ibid.

Z danych zamieszczonych w tabeli 2 wynika, iż przedsiębiorstwa zajmujące się produkcją z metali wykazują większą odporność na wahania koniunkturalne. W całym badanym okresie aktywa ogółem przedsiębiorstw tego działu przemysłowego zwiększyły się niemal 4,5-krotnie, a dynamika przychodów ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów w roku 2012 wyniosła 375,1% w stosunku do roku 2000. Zarówno majątek ogółem, jak i przychody ze sprzedaży rosły systematycznie oprócz roku 2009, w którym to wartości tych kategorii uległy zmniejszeniu w stosunku do roku poprzedniego. Można zatem stwierdzić, iż w badanym okresie przedsiębiorstwa produkujące wyroby z metali

rozwickały się dynamiczniej niż przedsiębiorstwa produkujące metale. W okresach spowolnień gospodarczych 2001-2003 oraz 2008-2010 zarówno wartość aktywów ogółem, jak i przychodów przedsiębiorstw zajmujących się produkcją z metali nie zmniejszała się, a jedynie jej przyrost był wolniejszy. W roku 2011 dynamika majątku ogółem oraz przychodów uległa zwiększeniu, natomiast w roku 2012 obydwie kategorie osiągnęły największy poziom, wynosząc kolejno 54 915,2 mln zł oraz 68 615,2 mln zł. W badanym okresie wahania koniunktury gospodarczej miały wpływ na wartości majątku oraz przychodów przedsiębiorstw produkujących z metali, jednak nie wyhamowało to ich dalszego rozwoju.

3. Struktura długu przedsiębiorstw przemysłu metalowego

Analiza struktury długu firm badanych działów dokonana została na podstawie dwóch podstawowych kryteriów: przedmiotowego oraz czasowego. Według pierwszego kryterium zobowiązania można podzielić na zobowiązania generujące koszty oraz dług spontaniczny. W skład długu kosztowego wchodzi zobowiązania długoterminowe oraz część zobowiązań krótkoterminowych w postaci krótkoterminowych kredytów i pożyczek, a także krótkoterminowych zobowiązań z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych. Dług spontaniczny definiowany jest jako pozostała część zobowiązań i rezerw. Według kryterium czasowego zobowiązania i rezerwy na zobowiązania można podzielić na długo- i krótkoterminowe.

Tabela 3

Struktura długu przedsiębiorstw produkujących metale w Polsce w latach 2000-2012

	Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania ogółem (mln zł)	Kryterium przedmiotowe		Kryterium czasowe		
		Udział długu kosztowego w ZiR, %	Udział długu spontanicznego w ZiR, %	Udział długu krótkoterminowego w ZiR, %	Udział długu długoterminowego w ZiR, %	Udział rezerw i rozliczeń międzyokresowych w ZiR, %
2000	13 772,6	35,3	64,7	75,0	17,4	7,6
2001	14 289,0	32,6	67,4	77,6	15,2	7,2
2002	14 930,7	26,0	74,0	76,7	12,5	10,7
2003	14 381,3	23,9	76,1	57,0	12,4	30,7
2004	13 363,0	24,8	75,2	56,9	13,8	29,4
2005	13 230,4	25,6	74,4	58,0	13,0	28,9
2006	15 302,7	27,8	72,2	63,0	12,4	24,6
2007	17 316,6	32,3	67,7	66,0	13,4	20,7
2008	18 737,7	40,1	59,9	62,0	20,1	18,0
2009	16 218,0	36,6	63,4	58,8	22,9	18,3
2010	17 244,1	33,4	66,6	61,2	21,4	17,4
2011	19 689,6	36,4	63,6	57,8	26,5	15,7
2012	19 275,8	41,3	58,7	59,9	24,8	15,3

Źródło: Ibid.

Dane zawarte w tabeli 3 pozwalają na ocenę struktury długu przedsiębiorstw produkujących metale. W czasie pierwszego spowolnienia gospodarczego w Polsce w latach 2001-2003 udział długu kosztowego w strukturze zobowiązań i rezerw spadł o 8,7 punktów procentowych. W kolejnych latach udział ten systematycznie wzrastał aż do kolejnego spowolnienia gospodarczego. Podczas światowego kryzysu finansowego (2008-2010) zaobserwować można spadek udziału zadłużenia kosztowego o ok. 7 punktów procentowych. W latach 2011-2012 jego udział w strukturze zobowiązań i rezerw rósł, osiągając największy poziom 41,3% w roku 2012. Zmiany w strukturze długu przedsiębiorstw produkujących metale ściśle związane są z koniunkturą gospodarczą. W warunkach kryzysów widać wyraźny spadek udziału zadłużenia kosztowego spowodowany obniżeniem się udziału wartości kredytów i pożyczek w długu kosztowym. W czasach spowolnień banki prowadzą ostrzejszą politykę kredytową, co ma bezpośredni wpływ na strukturę długu przedsiębiorstw tego działu przetwórstwa przemysłowego.

Druga część tabeli 3 pozwala na dokonanie analizy struktury długu ze względu na kryterium czasowe. W latach 2000-2002 struktura ta nie wykazuje większych wahań. Dopiero w roku 2003 zauważyć można spory spadek udziału długu krótkoterminowego w długu ogółem, a wzrost udziału rezerw oraz rozliczeń międzyokresowych. W okresie rozwoju gospodarczego 2004-2007 udział zadłużenia długoterminowego w strukturze długu jest dość stabilny i oscyluje w granicach 13%, natomiast zwiększa się udział długu krótkoterminowego z poziomu 56,9 % w roku 2004 do 66,0% w roku 2007. Wzrostowi udziału długu krótkoterminowego towarzyszy spadek udziału rezerw i rozliczeń międzyokresowych. W warunkach światowego kryzysu finansowego 2008-2010 widoczny jest znaczny wzrost udziału w długu ogółem zadłużenia długoterminowego oraz spadek długu krótkoterminowego. Przedsiębiorstwa, chcąc zabezpieczyć finansowanie kapitałem obcym w okresach niepewności, sięgają chętniej po kredyty i pożyczki długoterminowe. W okresie 2011-2012 ponownie widoczny jest wzrost udziału długu długoterminowego w długu ogółem, co może świadczyć o zmiennych warunkach rynkowych.

Tabela 4 przedstawia strukturę długu przedsiębiorstw produkujących wyroby z metali z uwzględnieniem tych samych kryteriów, jakie zastosowano dla przedsiębiorstw zajmujących się produkcją metali. Podczas spowolnienia gospodarczego 2001-2003 udział zadłużenia kosztowego wyraźnie maleje (spadek o 15,6 punktu procentowego), a rośnie udział długu spontanicznego. Po okresie spowolnienia gospodarczego następuje wzrost udziału tego rodzaju zobowiązań w strukturze długu. Kolejny kryzys powoduje podobne zmiany w strukturze za-

dłużenia. W latach 2008-2010 wyraźna jest tendencja spadkowa zadłużenia kosztowego. Można zatem stwierdzić, iż podmioty gospodarcze należące do obydwóch działów przetwórstwa przemysłowego w czasie trwania spowolnień gospodarczych korzystają szerzej z kredytu kupieckiego niż z kredytów i pożyczek bankowych.

Tabela 4

Struktura długu przedsiębiorstw produkujących z metali w Polsce w latach 2000-2012

	Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania ogółem (mln zł)	Kryterium przedmiotowe		Kryterium czasowe		
		Udział długu kosztowego w ZiR, %	Udział długu spontanicznego w ZiR, %	Udział długu krótkoterminowego w ZiR, %	Udział długu długoterminowego w ZiR, %	Udział rezerw i rozliczeń międzyokresowych w ZiR, %
2000	7698,7	38,8	61,2	73,6	17,4	9,0
2001	8005,9	38,3	61,7	74,1	16,6	9,3
2002	8823,6	33,5	66,5	72,7	18,5	8,8
2003	10 267,7	22,7	77,3	71,9	8,9	19,2
2004	10 388,7	35,0	65,0	76,0	15,7	8,3
2005	11 782,6	36,8	63,2	74,5	16,4	9,1
2006	15 687,9	38,9	61,1	73,3	17,9	8,8
2007	19 378,4	39,7	60,3	73,7	18,5	7,8
2008	22 650,7	44,2	55,8	71,8	20,4	7,8
2009	20 496,0	40,8	59,2	69,3	22,1	8,6
2010	22 770,9	36,7	63,3	69,7	20,3	10
2011	28 520,5	36,5	63,5	68,1	19,6	12,4
2012	27 948,4	39,7	60,3	67,0	20,4	12,5

Źródło: Ibid.

Badając strukturę długu przy uwzględnieniu kryterium czasowego, można w latach 2000-2002 zaobserwować stabilny poziom udziału poszczególnych składników długu. W roku 2003 następuje spadek udziału zadłużenia długoterminowego w długi ogółem o 9,6 punktów procentowych w stosunku do roku poprzedniego. Jednocześnie rośnie udział oraz wartość rezerw i rozliczeń międzyokresowych w badanej strukturze (największy poziom w badanym okresie 19,2%). W czasach dynamicznego rozwoju przypadającego na lata 2004-2007 rośnie w długi ogółem udział długu długoterminowego o ok. 3 punkty procentowe, proporcjonalnie spada zaś udział zobowiązań krótkoterminowych, natomiast udział rezerw zachowuje dość stabilny poziom. Światowy kryzys finansowy nie powoduje więc wyraźnych zmian w czasowej strukturze długu przedsiębiorstw produkujących z metali. Należy podkreślić odporność spółek o tym profilu działalności na zmienne warunki rynkowe, o czym świadczą wartości majątku, przychodów oraz struktura długu w badanym okresie. W latach 2011-2012 struktura zadłużenia przedsiębiorstw zajmujących się produkcją

z metali uległa zmianie, spadł udział zobowiązań krótkoterminowych do 67,0%, co jest najniższym poziomem w całym badanym okresie. Zadłużenie długoterminowe wynosiło średnio 20% długu ogółem, natomiast rezerwy i rozliczenia międzyokresowe stanowiły ok. 12% łącznego zadłużenia.

W celu zweryfikowania postawionych we wstępie hipotez i określenia wpływu struktury długu na poziom aktywów ogółem oraz przychodów ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów zostały policzone współczynniki korelacji. Majątek ogółem został skorelowany z zadłużeniem kosztowym, natomiast przychody ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów z zadłużeniem spontanicznym. Współczynniki korelacji policzone na podstawie pierwszej pary zmiennych ukształtowały się na poziomie 0,81 dla przedsiębiorstw produkujących metale oraz 0,98 dla przedsiębiorstw produkujących z metali. Takie wyniki skutkują brakiem podstaw do odrzucenia hipotezy 1, a więc potwierdzają ją – wzrost aktywów ogółem w działach produkcji metali oraz produkcji z metali w latach 2000-2012 w Polsce finansowany był głównie długiem kosztowym. Współczynniki korelacji obliczone dla drugiej pary zmiennych przyjęły wartości odpowiednio 0,70 w firmach produkujących metale oraz 0,96 w spółkach produkujących z metali. Można zatem uznać, iż hipoteza 2 także jest prawdziwa (brak podstaw do odrzucenia) – wzrost przychodów w działach produkcji metali oraz produkcji z metali w latach 2000-2012 w Polsce finansowany był głównie długiem spontanicznym.

Podsumowanie

W przedsiębiorstwach zajmujących się produkcją metali oraz produkcją wyrobów z metali struktura długu jest istotnym czynnikiem determinującym ich rozwój. W artykule dokonano podziału zadłużenia według dwóch kryteriów: przedmiotowego oraz czasowego. Z przeprowadzonych badań wynika, że nie ma podstaw, aby odrzucić postawione hipotezy, co oznacza iż, poziom danego rodzaju długu wpływa bezpośrednio na wzrost majątku oraz przychodów ze sprzedaży badanych podmiotów. W analizowanym okresie także wzrost wartości aktywów finansowany był zadłużeniem kosztowym, zaś wzrost przychodów ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów, pociągający za sobą wzrost zapasów i należności, finansowany był przyrostem zadłużenia spontanicznego, bezkosztowego. Waga problemu struktury zadłużenia przedsiębiorstw, a przede wszystkim wpływ, jaki wywiera ona na sytuację ekonomiczną podmiotów gospodarczych powoduje, że istnieje potrzeba bieżącego analizowania badanego zjawiska.

Literatura

- Duliniec A.: *Finansowanie przedsiębiorstwa. W: Strategie i instrumenty*. PWE, Warszawa 2007.
- Gostkowska-Drzewicka M.: *Struktura finansowania przedsiębiorstw deweloperskich*. „*Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa*” 2013, nr 8.
- Kowalik M.: *Determinanty struktury długu przedsiębiorstw*. „*Przegląd Organizacji*” 2013, nr 2.
- Pratt S., Grabowski R.: *Cost of Capital. Applications and Examples*. Wiley, New York 2008.
- Prędkiewicz K.: *Praktyka zarządzania zobowiązaniami w sektorze MŚP. W: Współczesne problemy analizy ekonomicznej przedsiębiorstwa*. „*Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*” 2008, nr 9 (1209).
- Sierpińska M., Jachna T.: *Metody podejmowania decyzji finansowych. Analiza przykładów i przypadków*. WN PWN, Warszawa 2007.
- Sierpińska M., Rzeszowski P.: *Financing Structure of Enterprises In the Metal Industry in Poland between 2000 and 2010*. „*Contemporary Economics*” 2012, Vol. 6/3.

THE INFLUENCE OF DEBT STRUCTURE FOR ASSETS AND SALES REVENUE

Summary

This paper presents research results regarding the influence of changes in the value of assets and sales revenue for debt structure adopted by enterprises in the metal industry in Poland (2000-2012). The debt structure is determined by many micro and macroeconomic factors, include cost of capital, sales revenue and cash flow which is deciding on the ability of debt service. Based on the research, it was found that the enterprises producing metals and metal products, financed growth of assets with cost debt while, sales revenue increase was financed by no-cost debt.