



Aleksandra Zalewska, Marta Sokół

Kondycja finansowa i ryzyko przedsiębiorstw z branży budowlanej w warunkach niepewności

M
O
N
O
G
R
A
F
I
E

Kondycja finansowa i ryzyko
przedsiębiorstw z branży budowlanej
w warunkach niepewności

Monografie – Politechnika Lubelska

Rada Naukowa Wydawnictwa Politechniki Lubelskiej

Przewodnicząca:
Agnieszka RZEPKA

Dyrektor CIN-T:
Katarzyna WEINPER

Wydawnictwo Politechniki Lubelskiej:

Magdalena CHOŁOJCZYK
Jarosław GAJDA
Anna KOŁTUNOWSKA
Katarzyna PEŁKA-SMĘTEK

Przedstawiciele Dyscyplin Naukowych Politechniki Lubelskiej:

Marzenna DUDZIŃSKA
Małgorzata FRANUS
Arkadiusz GOLA
Paweł KARCZMAREK
Beata KOWALSKA
Anna KUCZMASZEWSKA
Jarosław LATAŁSKI
Tomasz LIPECKI
Zbigniew ŁAGODOWSKI
Joanna PAWŁAT
Lucjan PAWŁOWSKI
Natalia PRZESMYCKA
Magdalena RZEMIENIAK
Mariusz ŚNIADKOWSKI

Przedstawiciele honorowi:

Zhihong CAO, Chiny
Miroslav GEJDOŠ, Słowacja
Karol HENSEL, Słowacja
Hrvoje KOZMAR, Chorwacja
Frantisek KRCMA, Czechy
Sergio Lujan MORA, Hiszpania
Dilbar MUKHAMEDOVA, Uzbekistan
Sirgii PAWŁOW, Ukraina
Natalia SAVINA, Ukraina
Natia SHENGELIA, Gruzja
Daniele ZULLI, Włochy

Aleksandra Zalewska, Marta Sokół

Kondycja finansowa i ryzyko przedsiębiorstw z branży budowlanej w warunkach niepewności



POLITECHNIKA
LUBELSKA
WYDAWNICTWO

Lublin 2022

Recenzenci:

dr. hab. Elżbieta Bukalska, prof. uczelni UMCS

dr. hab. Izabela Krawczyk-Sokołowska, prof. uczelni, Politechnika Częstochowska

Publikacja wydana za zgodą Rektora Politechniki Lubelskiej

© Copyright by Politechnika Lubelska 2022

ISBN: 978-83-7947-548-3

Wydawca: Wydawnictwo Politechniki Lubelskiej

www.wpl.pollub.pl

ul. Nadbystrzycka 36C, 20-618 Lublin

tel. (81) 538-46-59

Druk: Drukarnia Akapit Sp. z o. o.

www.drukarniaakapit.pl

Elektroniczna wersja książki dostępna w Bibliotece Cyfrowej PL www.bc.pollub.pl

Książka udostępniona jest na licencji Creative Commons Uznanie autorstwa – na tych samych warunkach 4.0 Międzynarodowe (CC BY-SA 4.0)

Nakład: 50 egz.

Spis treści

Wstęp.....	8
1. Ryzyko i niepewność	10
1.1. Charakterystyka ryzyka i niepewności	10
1.2. Rodzaje ryzyka finansowego	15
1.3. Ryzyko w działalności gospodarczej a sytuacja gospodarcza w kraju i na świecie.....	23
1.4. Miary ryzyka finansowego	24
2. Analiza finansowa jako narzędzie oceny kondycji finansowej.....	26
2.1. Narzędzia oceny płynności i niewypłacalności	26
2.2. Narzędzia oceny struktury i źródeł finansowania	31
3. Branża budowlana w rozwoju gospodarczym kraju	39
3.1. Struktura branży budowlanej – wielkość, forma prawna, zatrudnienie.....	39
3.2. Analiza produkcji budowlano-montażowej	43
3.3. Zakres i metodyka badań	54
4. Analiza i ocena płynności finansowej oraz ryzyka płynności finansowej	58
5. Analiza i ocena struktury majątkowo-kapitałowej oraz ryzyka struktury kapitałów.....	77
6. Analiza i ocena poziomu zadłużenia oraz ryzyka zadłużenia	98
7. Analiza i ocena rentowności kapitałów oraz ryzyka rentowności .	114
Podsumowanie	133

Kondycja finansowa i ryzyko przedsiębiorstw z branży budowlanej w warunkach niepewności

Streszczenie:

Przedsiębiorstwa funkcjonujące na rynku zawsze pozostają we wzajemnej zależności z otoczeniem. Aktualne wydarzenia na arenie międzynarodowej stawiają przed gospodarką nowe wyzwania. Wystąpienie pandemii zintensyfikowało niepewność otoczenia, jednocześnie podwyższając ryzyko wynikające z prowadzenia działalności. Presja ze strony czynników otoczenia dotyka wszystkie sektory, jednak w różnicowanym stopniu.

Celem pracy było dokonanie oceny kondycji finansowej spółek z branży budowlanej notowanych na GPW w Warszawie w warunkach podwyższonego ryzyka oraz próbę pomiaru jego poziomu. Badaniem objęto lata 2019–2021. Wykorzystując narzędzia analizy finansowej przeanalizowano strukturę majątkowo-kapitałową, poziom zadłużenia oraz rentowność kapitałów. Przeprowadzono również analizę statystyczną. Ocena wyników została dokonana z perspektywy ciążącego na badanych podmiotach ryzyka. Potwierdzono postawioną hipotezę, że niekorzystne dla wielu sektorów gospodarki zjawiska związane z wybuchem i transmisją pandemii COVID-19, nie wpłynęły w sposób znaczący na aktywność na rynku usług budowlanych oraz nie przyczyniły się do pogorszenia kondycji finansowej podmiotów z tej branży, zarówno w obszarze rentowności, jak i ryzyka finansowego.

Słowa kluczowe: branża budowlana, kondycja finansowa, ryzyko, pandemia, COVID-19

Financial condition and risk of construction industry enterprises in conditions of uncertainty

Abstract:

Enterprises operating on the market always operate in cooperation with the environment. Current events in the international arena pose new challenges to the economy. The occurrence of the standard intensified the uncertainty in the scope, while increasing the risk resulting from the conduct of business. Pressure from factors affecting all sectors, the same in different substrates.

The aim of the work was to evaluate companies from the construction industry listed on the Warsaw Stock Exchange in the duties of an enterprise and to study its level. Survey conducted for 2019–2021. Using the tools of analysis, the structure of assets and capital, the level of use and return on capital were analysed. A simple statistic was also carried out. The evaluation of the results was made from the perspective of the risk incumbent on the relevant entities. It was confirmed that for many sectors of the economy, the phenomena related to the out-break and international transmission of COVID-19 will not affect the operation of services on the construction market and will not be assessed to deteriorate the characteristics of the company in this industry, except in the area of profitability and financial risk.

Keywords: construction industry, financial condition, risk, pandemic, COVID-19

Wstęp

Przedsiębiorstwa funkcjonujące na rynku zawsze pozostają we wzajemnej zależności z otoczeniem. Efektywność ich funkcjonowania w dużej mierze warunkowana jest stopniem dostosowania się do jego różnych elementów. Współcześnie przedsiębiorstwa funkcjonują w otoczeniu, które jest zmienne i szybko ewoluuje. Implikuje to konieczność rozwijania się i aktywnego reagowania na zmiany zachodzące w niestabilnej gospodarce. Otoczenie może stanowić zarówno pozytywny, jak i negatywny bodziec, wpływając na funkcjonowanie przedsiębiorstwa, a tym samym być źródłem szans i zagrożeń dla jego obecnej i przyszłej działalności.

Presja ze strony czynników otoczenia nie jest oczywiście taka sama dla wszystkich przedsiębiorstw funkcjonujących w tym samym czasie i w tym samym obszarze. Toteż zasadna wydaje się być analiza wpływu globalnych wahań gospodarczych na działalność przedsiębiorstw z branży uznawanej za kluczową dla gospodarek światowych. Interesujące może być obranie za przedmiot badań branży budowlanej, która w ostatnich latach notowała stabilne wzrosty zarówno pod względem ilości oraz wartości kontraktów.

Autorzy za cel niniejszej pracy postawili sobie dokonanie oceny kondycji finansowej i jej zmian spółek z branży budowlanej notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w warunkach podwyższonego ryzyka oraz próbę pomiaru jego poziomu. W opracowaniu dokonano oceny poziomu ryzyka działalności gospodarczej określonego na podstawie zmienności wybranych wskaźników finansowych: płynności, struktury majątkowo-kapitałowej, zadłużenia oraz rentowności kapitałów na przykładzie siedmiu giełdowych spółek z branży budowlanej. Celem tej analizy była zatem odpowiedź na problem badawczy, czy nastąpiły znaczące zmiany w kondycji finansowej oraz poziomie ryzyka badanych jednostek w związku z niepewnością, jaka miała miejsce po wystąpieniu pandemii. Branża budowlana jako wykonawca procesów inwestycyjnych, których okres realizacji jest rozłożony w czasie powoduje, że wstrząsy gospodarcze mogą oddziaływać na nią z pewnym opóźnieniem. W związku, z tym sformułowano hipotezę badawczą zakładającą, że niekorzystne dla wielu sektorów gospodarki zjawiska związane z wybuchem i transmisją pandemii COVID-19, nie wpłynęły w sposób znaczący na aktywność na rynku usług budowlanych oraz nie przyczyniły się do pogorszenia kondycji finansowej podmiotów z tej branży, zarówno w obszarze rentowności, jak i ryzyka finansowego. Nie bez znaczenia pozostaje jednak kwestia konfliktu zbrojnego na Ukrainie. Zakłada się, że w najbliższym czasie ekonomiczne skutki rosyjskiej agresji na Ukrainę mogą znacznie wpłynąć na sytuację w branży budowlanej.

Niniejsza praca podzielona została na 7 rozdziałów. Pierwszy oraz drugi rozdział mają charakter typowo teoretyczny. W pierwszym zdefiniowano pojęcie

ryzyka i niepewności. Przeanalizowano jego istotę i znaczenie w działalności gospodarczej oraz omówiono metody pomiaru. Nawiązano również do wybuch pandemii COVID-19 jako czynnika, który wpłynął na zachwianie gospodarki zarówno w Polsce, jak i na świecie. W drugim rozdziale skoncentrowano się na analizie kondycji finansowej, omówiono metody oceny płynności i wypłacalności oraz struktury źródeł finansowania.

W trzecim rozdziale scharakteryzowano branżę budowlaną w Polsce. W szczególności skupiono się na strukturze branży pod względem wielkości, formy prawnej czy zatrudnienia. Przeanalizowano także efekty działalności budowlanej w okresie przed pandemią oraz w trakcie jej trwania w Polsce oraz Unii Europejskiej.

W rozdziale czwartym oceniono sytuację finansową wybranych przedsiębiorstw z branży budowlanej notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie pod kątem analizy i oceny płynności. Ocena ta dokonana została z perspektywy ciężącego na podmiotach ryzyka.

Rozdział piąty stanowił swoistą kontynuację rozpoczętej w rozdziale czwartym analizy. Niemniej, w tej części pracy uwaga skupiona została na analizie i ocenie struktury majątkowo-kapitałowej w przedsiębiorstwach z branży budowlanej. Podjęto także próbę oszacowania poziomu ryzyka związanego z poziomem płynności wykorzystując do tego narzędzia analizy statystycznej.

W rozdziale szóstym poddano analizie kształtowanie się struktury kapitałów. Przy wykorzystaniu wskaźników finansowych zbadano poziom zadłużenia, a do pomiaru ryzyka, analogicznie jak w poprzednich dwóch rozdziałach, wykorzystano analizę statystyczną.

W rozdziale siódmym skupiono się na ocenie efektywności wykorzystania kapitałów własnych oraz kapitałów ogółem. Przeanalizowano poziomy rentowności, efekt dźwigni finansowej oraz wskaźniki statystyczne.

Przedstawione rozważania oparte zostały o literaturę krajową i zagraniczną z dziedziny finansów ze szczególną uwagą skierowaną ku ryzyku i jego rodzajom. W pracy wykorzystano również dane statystyczne Głównego Urzędu Statystycznego, a także narzędzia analizy fundamentalnej oraz statystycznej do określenia poziomu zmienności wskaźników, a w konsekwencji poziomu ryzyka. We wszystkich rozdziałach niniejszej książki rozważania teoretyczne zostały uzupełnione o analizę danych empirycznych w ujęciu kwartalnym za lata 2019–2021.

1. Ryzyko i niepewność

1.1. Charakterystyka ryzyka i niepewności

Ryzyko jest nieodłącznym elementem towarzyszącym niemal każdej działalności podejmowanej przez człowieka. Wynika ono z niemożności dokładnego przewidzenia zdarzeń przyszłych. Ze względu, iż jest to pojęcie bardzo szerokie, trudno je jednoznacznie zdefiniować, w szczególności, że jest wykorzystywane w wielu innych dziedzinach nauki, w tym m.in. ekonomii, statystyce, ubezpieczeniach oraz naukach prawnych. W zależności od obszaru badań może być odmiennie definiowane.

Pojęcie ryzyka powiązane jest z niepewnością, prawdopodobieństwem, zagrożeniem, stratą lub potencjalnym wynikiem. Samodzielnie żadne z przytoczonych określeń nie wyjaśnia terminu ryzyka, jednak powiązania pomiędzy nimi i wzajemne oddziaływanie stanowią bazę do sformowania jego definicji. Najbardziej uniwersalną można znaleźć w Nowej Encyklopedii Naukowej PWN, według której ryzyko to „możliwość, że coś się nie uda” czy „przedsięwzięcie, którego wynik jest niepewny”¹.

Problematyka ryzyka istniała od początku dziejów ludzkości. Z perspektywy ekonomicznej dopiero na początku XX wieku zagadnieniu temu poświęcono należyłą uwagę. Jednym z pierwszych ekonomistów, którzy podjęli się ujednolicenia powszechnie używanego w życiu codziennym terminu ryzyko był A. H. Willett. Według jego teorii „ryzyko to stan otoczenia, który należy odnosić do stopnia niepewności wystąpienia, a nie do prawdopodobieństwa materializacji. Zgodnie z tą teorią ryzyko rozumiane jako stan otoczenia jest obiektywne i skorelowane z subiektywną niepewnością, a wrażenie, czy złudzenie przypadkowości jest wyłącznie efektem niedoskonałości wiedzy ludzkiej o obiektywnych prawach, które rządzą procesami w świecie zewnętrznym”². Druga koncepcja ryzyka opierała się próbie skwantyfikowania niepewności. Jej twórcą, F. H. Knight, określił ryzyko mianem niepewności mierzalnej. Niepewność niemierzalna zaś to niepewność sensu stricto³. Definicja to stała się bazą dla innych autorów. T.T. Kaczmarek określił ryzyko jako „zespół czynników lub czynności, które powodują szkodę lub stratę materialną, którego cechą charakterystyczną jest fakt, że jego następstwa są niepewne”⁴. Z kolei K. Jajuga zauważył,

¹<https://sjp.pwn.pl/sjp/ryzyko;2518509.html> (dostęp z dnia: 30.08.2022)

²Willett A. H., *The Economic Theory of Risk and Insurant*, Columbia University Studies in Political Science, Nroku 2. 1901 za: Dudziak M., Szpakowska E., *Zarządzanie ryzykiem i niepewność w działalności gospodarczej. Podejmowanie decyzji biznesowych*, Zarządzanie i Finanse, 2011 tom 11, nr 1cz.1, 117-129.

³Wyřebek H., Ciekankowski Z., *Zarządzanie ryzykiem*, De Securitate et Defensione. O Bezpieczeństwie i Obronności, Vol. 2 No. 2 (2016), s.8-20.

⁴Kaczmarek T.T., *Ryzyko i zarządzanie ryzykiem*, Diffin, Warszawa 2008, s.52.

że ryzyko może być rozpatrywane jako zagrożenie, ale również jako zagrożenie i szansa. Na tej podstawie wyodrębnił dwie koncepcje ryzyka - negatywną oraz neutralną, które są użyteczne w kontekście ryzyka występującego w działalności gospodarczej. „Ryzyko rozumiane negatywnie (...) oznacza możliwość nieosiągnięcia oczekiwanego efektu”⁵. Z kolei „ryzyko rozumiane neutralnie (...) oznacza możliwość uzyskania efektu różniącego się od oczekiwanego”⁶. Zarządzający z jednej strony podejmują działania mające na celu zmniejszenie ryzyka, z drugiej zaś dostrzegają istnienie możliwości osiągnięcia większych korzyści w sytuacji podjęcia działania obarczonego tym ryzykiem.

W ujęciu psychologicznym, ryzyko odnosi się do takiego stanu umysłu, w którym na przebieg procesu decyzyjnego mają wpływ czynniki związane z niepewnością, co do wyników działania⁷. Również obecnie ryzyko w powszechnym użyciu nierzadko stosowane jest zamiennie z określeniem niepewność. Należy jednak podkreślić, że pojęcia te nie są tożsame, a w literaturze przedmiotu istnieje wyraźne rozróżnienie pomiędzy ryzykiem a niepewnością. Jak zauważają J. Czekaj i Z. Dresler „ryzyko oznacza taką sytuację, w której przyszłych warunków gospodarowania nie można przewidzieć z całkowitą pewnością, znany jest natomiast rozkład prawdopodobieństwa przyszłych warunków gospodarowania. Niepewność z kolei odnosi się do sytuacji o nieznanym rozkładzie prawdopodobieństwa przyszłych zdarzeń”⁸. Ryzyko pojawia się więc w sytuacji, kiedy osoba decyzyjna zna różne efekty podjętej decyzji, jednak nie może być całkowicie przekonana o ich zaistnieniu, a jedynie może przewidywać prawdopodobieństwo ich wystąpienia. Natomiast w przypadku niepewności podejmując decyzję wie, że wszystkie dopuszczalne zdarzenia i ich efekty mogą wystąpić, jednak określenie prawdopodobieństwa ich pojawienia się nie jest możliwe⁹. Kryterium rozróżniającym ryzyko i niepewność jest więc kwantyfikowalny charakter tego pierwszego.

W ogólnym ujęciu ryzyko jest uznawane za prawdopodobieństwo poniesienia straty z przedsięwzięcia. Brak jednolitej definicji pozwala na definiowanie zjawiska także intuicyjnie, w związku z czym za ryzyko przyjmuje się możliwość wystąpienia niepożądanych skutków związanych z pewnymi decyzjami, które mogą wystąpić w wyniku zdarzeń niezależnych od przedsiębiorcy. Genezę tych zjawisk stanowią zarówno czynniki makroekonomiczne jak i mikroekonomiczne, które zestawiono w tabeli 1.1.

⁵Jajuga K., *Zarządzanie ryzykiem*, PWN, Warszawa 2007, s.13.

⁶Ibidem s.13.

⁷Poroku Monkiewicz J., Gąsiorowski L. *Zarządzanie ryzykiem działalności organizacji*, Wydawnictwo C. H. Beck, Warszawa 2010, s.34.

⁸Czekaj J., Dresler Z., *Zarządzania finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii*, PWN, Warszawa 2001, s. 35.

⁹Szyszko L., Szczeptański J.(red.) *Finanse przedsiębiorstw*, PWN, 2021, s.30-31.

Tabela 1.1. Czynniki makro i mikroekonomiczne wpływające na ryzyko w działalności gospodarczej

Czynniki makroekonomiczne	Czynniki mikroekonomiczne
1. Wahania koniunktury gospodarczej	1. Pozycja dostawców w sektorze
2. Poziom inflacji	2. Pozycja nabywców w sektorze
3. Poziom deficytu budżetowego	3. Konkurencja w sektorze
4. Handel zagraniczny	4. Występowanie substytutów
5. Stopy procentowe banku centralnego	5. Wykorzystanie nowych technologii
6. Polityka podatkowa	6. Model zarządzania przedsiębiorstwem
7. Sytuacja demograficzna	7. Struktura finansowania
8. Rynek pracy	8. Struktury organizacyjne
9. Otoczenie społeczno-kulturowe	9. Struktury własnościowe
10. Ochrona środowiska naturalnego	10. Forma prawna

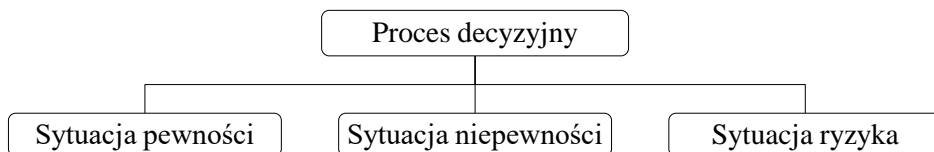
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych serwisu o tematyce finansowo-biznesowej Bankierokupl <https://www.bankierokupl/wiadomosc/Analiza-makroekonomiczna-i-sektorowa-1803764.html> (dostęp z dnia: 30.08.2022)

W dzisiejszej rzeczywistości gospodarczej ryzyko jest zjawiskiem nierozzerwalnie związanym z prowadzeniem działalności gospodarczej. Wynika to głównie z potrzeby ciągłego podejmowania decyzji dotyczących funkcjonowania przedsiębiorstwa na podstawie teraźniejszych danych oraz przy braku kontroli nad zmianami i procesami zachodzącymi w gospodarce. Oczywistym jest, że wskazane zmiany i wahania wpływają na funkcjonowanie przedsiębiorstwa zarówno w sposób bezpośredni, jak i pośredni. Niestabilność rynku zmusza przedsiębiorcę do uwzględnienia w prowadzonej działalności negatywnych skutków sytuacji, w których dostęp do niezbędnych informacji jest znacząco utrudniony. W procesie decyzyjnym budowane są koncepcje oraz opracowywane sposoby działania na podstawie aktualnie dostępnych danych, a jak zaznacza E. Nowak „to powoduje, że w podejmowaniu decyzji wykorzystuje się szacunkowe informacje oraz niedokładne przewidywania co do przyszłych warunków prowadzenia działalności gospodarczej”¹⁰. W chwili podejmowania decyzji, decydent nie jest w stanie przewidzieć skutków, jakie wywoła, gdyż oszacowanie skali zmian na konkurencyjnym rynku i ich wpływu na planowane przedsięwzięcia jest niemalże niemożliwe. Dlatego też określa się jedynie prawdopodobieństwo wystąpienia pewnych zdarzeń oraz ich ewentualne skutki. Te niepożądane efekty, zarówno

¹⁰Nowak E., *Zarządzanie ryzykiem w działalności przedsiębiorstwa* w Nowak E. (red) *Rachunkowość w zarządzaniu ryzykiem w przedsiębiorstwie*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2010, s.11.

wahań koniunktury jak i działań wewnątrz przedsiębiorstwa stanowią o ryzyku, z którym musi liczyć się każdy, kto chce prowadzić działalność gospodarczą.

Poprawne scharakteryzowanie ryzyka i zdefiniowanie obszarów najbardziej niewralgicznych pod kątem reagowania na zmiany, pozwala na optymalizację procesów decyzyjnych i przeciwdziałanie negatywnym skutkom decyzji podejmowanych w niekorzystnych warunkach. Warto w tym miejscu zatrzymać się nad wskazanym procesem podejmowania decyzji, który uzależniony jest od warunków otoczenia oraz wiedzy decydenta. W literaturze przedmiotu wykrystalizował się podział na trzy układy sytuacji, w których dane procesy przebiegają.



Rysunek 1.1. Warunki przebiegu procesu decyzyjnego

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Nowak E., *Zarządzanie ryzykiem w działalności przedsiębiorstwa* w Nowak E. (red) *Rachunkowość w zarządzaniu ryzykiem w przedsiębiorstwie*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2010, s. 12.

Sytuacja pewności występuje, kiedy skutki decyzji są niewątpliwe i możliwe do przewidzenia. Wówczas, w wyniku przeprowadzonego procesu decyzyjnego jest tylko jeden kierunek prowadzący do z góry określonego i znanego wyniku. W praktyce z taką sytuacją w działalności gospodarczej spotkać się można stosunkowo rzadko, a zakładana pewność dotyczy najczęściej fiskalnych i obligatoryjnych obostrzeń nałożonych na przedsiębiorcę. Sytuacja niepewności charakteryzuje się pojawieniem czynników, które mogą korzystnie lub niekorzystnie wpłynąć na podejmowane działania, przy czym decydent nie jest w stanie ich określić. Informacje jakimi dysponuje osoba decydująca w sytuacji niepewności nie są pełne, przez co nie jest ona w stanie w odpowiednim stopniu przewidzieć efektów swojego postępowania. Znaczenie tego aspektu jest niezbędne zarówno dla funkcjonowania jednostki, jak i kreacji jej wartości. Przedsiębiorstwa, w zależności od obranych celów operacyjnych, powinny dążyć do osiągnięcia głównego celu jakim może być maksymalizacja zysku czy maksymalizacji wartości dla ich właścicieli¹¹. W literaturze przedmiotu do najbardziej popularnych kierunków budowania wartości zalicza się m.in.: maksymalizację sprzedaży¹², maksymalizację użyteczności dla menedżerów¹³ czy maksymalizację

¹¹ Mosiejko L., Bernardelli M., Sierant A., *Płynność finansowa spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie SA w latach 2002–2017 w ujęciu sektorowym – część 1*, Studia i prace Kolegium Zarządzania i Finansów, Zeszyt Naukowy 173, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2019, s.10.

¹² Baumol W.J. *Business Behaviour, Value and Growth*, Macmillan, New York, 1959, s.164.

¹³ Williamson O.E., *The Economics of Discretionary Behaviour: Managerial Objectives of the Theory of the Firm*, Englewood Cliffs, Prentice-Hall Inc, New York, 1964, s. 182.

wzrostu¹⁴. Rzeczywistość gospodarcza wymusza jednak równoległą realizację kilku wybranych celów, których hierarchia i struktura decydują o pozycji rynkowej¹⁵. Jak zaznacza I. Krawczyk-Sokołowska to „informacja jest podstawą działalności gospodarczej, gdyż jest niezbędna do podejmowania decyzji, dlatego też powinna być wiarygodna, adekwatna do oczekiwań i podana w odpowiednim czasie”¹⁶. W procesie decyzyjnym nad obiektywnymi faktami przeważają subiektywne odczucie decydenta, w związku z czym niepewność dotyczy nie tylko niepełnego obrazu sytuacji, ale także tak zwanego czynnika ludzkiego.

W rzeczywistości gospodarczej proces podejmowania decyzji i wyznaczania kierunku dalszej działalności jest związany z nieustanną niepewnością i równocześnie wymaga od osoby odpowiedzialnej szybkiej reakcji na zaistniałe problemy lub potrzeby. Przedsiębiorcy opierają swoje decyzje na własnej wiedzy i doświadczeniu. W takiej sytuacji może pojawić się pewna rozbieżność między zakładanymi a faktycznymi efektami wynikająca z subiektywnej oceny decydenta na temat zaistniałej sytuacji. Rozdźwięk ten, między planowanymi efektami a faktycznymi zdarzeniami zaistniałymi w przyszłości może mieć zarówno wymiar pozytywny, jak i negatywny.

Sytuacja ryzyka związana jest z występowaniem wielu możliwych wyników procesu decyzyjnego, przy czym są one znane i możliwe do oszacowania z pewnym poziomem prawdopodobieństwa. Zgodnie z literaturą przedmiotu „istotą ryzyka jest to, że może być ono skwantyfikowane, a więc wyrażone w kategoriach ilościowych”¹⁷.

W zależności od przedmiotu i obszaru prowadzonych badań wyróżnia się wiele sytuacji, w których można rozpoznać i oszacować ryzyko. Klasyfikacja rodzajów ryzyka uzależniona jest od podejścia autorów do niejednoznacznej definicji ryzyka, w związku z czym trudno jest definitywnie przypisać dane ryzyko do odpowiedniej kategorii. Nie mniej jednak, jak już zostało wspomniane, działania mające na celu rozpoznanie ryzyka są kluczowe do usprawnienia procesu zarządzania ryzykiem i jego oceny. W tekstach źródłowych odnaleźć można wiele podziałów ryzyka, które warto rozróżnić dla potrzeb prowadzenia działalności gospodarczej. Na potrzeby niniejszego opracowania autorzy skupili się na obszarze ryzyka finansowego.

¹⁴ Marris ROKU A, *Model of the „Managerial” Enterprise*, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 77, No. 2., 1963, s. 185-209.

¹⁵ Gruszecki T., *Współczesne teorie przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 186-187.

¹⁶ Krawczyk-Sokołowska I., *Wybrane aspekty wartości przedsiębiorstwa* w Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów Zeszyt Naukowy 107 Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2011, s. 168.

¹⁷ Nowak E., *Zarządzanie ryzykiem w działalności przedsiębiorstwa* w Nowak E. (red) *Rachunkowość w zarządzaniu ryzykiem w przedsiębiorstwie*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2010, s. 12.

Tabela 1.2. Obszary ryzyka w działalności gospodarczej

Ryzyko finansowe	Ryzyko strategiczne	Ryzyko zgodności	Ryzyko operacyjne
<ul style="list-style-type: none"> • Związane z księgowością i raportowaniem • Rynkowe • Płynności • Kredytowe • Podatkowe • Związane ze strukturą kapitału 	<ul style="list-style-type: none"> • Planowania i alokacji zasobów • Komunikacji i relacji inwestorskich • Programów angażujących znaczący kapitał • Fuzji, przejęć, zbycia firmy 	<ul style="list-style-type: none"> • Zarządzania • Regulacyjne • Prawne • Kodeksu postępowania 	<ul style="list-style-type: none"> • Technologii informacyjnej • Własności materialnej • Sprzedaży i marketingów • Zasobów ludzkich • Badań i rozwoju • Dostaw i zaopatrzenia • Niebezpieczeństw

Źródło: Tłumaczenie własne na podstawie *The future of risk: Protecting and enabling performance*, Ernest and Young 2009, s.3.

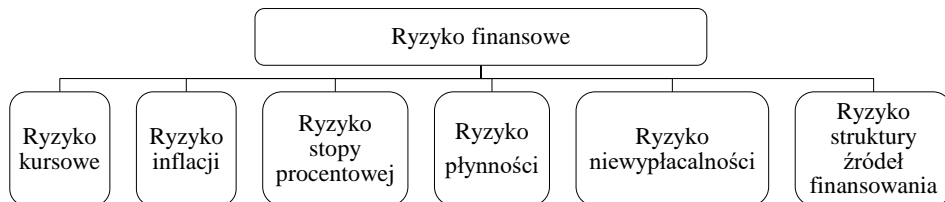
W ostatnich latach zaobserwować można, że ryzyko i niepewność przez wzgląd na dynamiczne zmiany zachodzące w otoczeniu wywierają coraz większy wpływ na funkcjonowanie jednostek gospodarczych. Ryzyko dotyczy wszystkich decyzji podejmowanych w działalności gospodarczej i jest zjawiskiem nieuniknionym, dlatego też w zarządzaniu przedsiębiorstwem należy zwrócić szczególną uwagę na to zagadnienie.

1.2. Rodzaje ryzyka finansowego

Jak twierdzą Ch. W. Smithson, C. W. Smith, Jr oraz D. S. Wilford ryzyko „może być odzwierciedlone w poziomie poszczególnych pozycji bilansu firmy, skonsolidowanego rachunku wyników oraz sprawozdania z przepływów pieniężnych.”¹⁸ Skutki występowania ryzyka mogą wpływać na przedsiębiorstwo bezpośrednio lub pośrednio. Przez oddziaływanie bezpośrednie rozumie się wywieranie wpływu na wynikający ze sprawozdań jednostki wynik finansowy przez czynniki finansowe, natomiast wpływ pośredni wynika z czynników pozafinansowych. Można zatem dokonać podziału na ryzyko finansowe i niefinansowe, przy czym należy pamiętać, że jest to tylko jedna z wielu możliwych opcji, a w praktyce to charakter i specyfika działalności powinny kreować odpowiednie podejście do omawianego zagadnienia. Niemniej, próba odpowiedniej klasyfikacji zjawiska jest istotna dla identyfikacji tła problemu i poszukiwania najbardziej optymalnych metod zarządzania ryzykiem.

¹⁸ Smithson Ch.W., Smith C.W, Jr oraz Wilford D.S. *Zarządzanie ryzykiem finansowym; instrumenty pochodne, inżynieria finansowa i maksymalizacja wartości*, Oficyna ekonomiczna, Dom wydawniczy ABC, Kraków 2000 s. 158.

Dla usprawnienie procesu identyfikacji i ułatwienia przedsiębiorcom trudnego procesu zarządzania ryzykiem warto scharakteryzować główne rodzaje ryzyka finansowego, istotne z punktu widzenia działalności gospodarczej.



Rysunek 1.2. Rodzaje ryzyka finansowego

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Nowak E, *Zarządzenie ryzykiem w działalności przedsiębiorstwa* w Nowak E. (red) *Rachunkowość w zarządzaniu ryzykiem w przedsiębiorstwie*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2010, s. 12.

Ryzyko kursowe, inflacji i stopy procentowej można zaklasyfikować do grupy ryzyk rynkowych, które spowodowane jest czynnikami ogólnogospodarczymi. W literaturze przedmiotu podkreśla się, że „ryzyko rynkowe ma swoje źródło w siłach, od których nie da się uniezależnić, takich jak ogólna kondycja gospodarki”¹⁹.

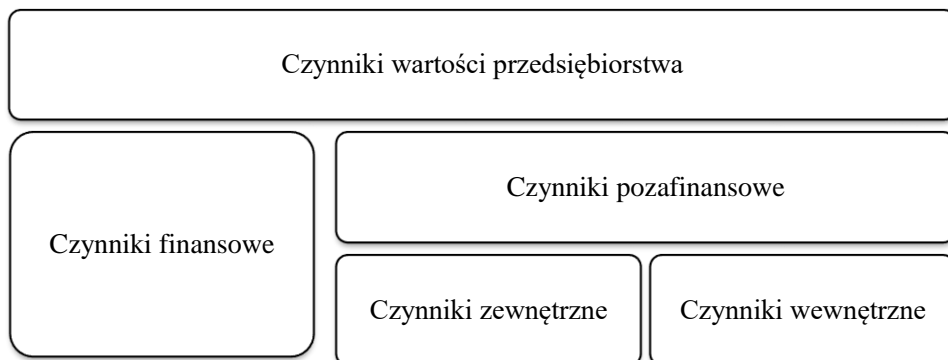
Ryzyko kursowe, zwane również walutowym związane jest ze zmianami kursów walut. Dla prowadzenia działalności gospodarczej ryzyko to może mieć zarówno wpływ pozytywny jak i negatywny, czyli może wpłynąć na polepszenie lub pogorszenie sytuacji finansowej jednostki w zależności od pewnych zmiennych. Niestabilna gospodarka i dynamiczne zmiany na rynkach finansowych, a także wahania koniunkturalne powodują zmienność kursów walut. Stąd też ryzyko kursowe jest jednym z istotnych czynników wpływających na funkcjonowanie jednostek, zwłaszcza o zasięgu międzynarodowym. Odpowiednio dobrana strategia może pomóc w minimalizowaniu ryzyka kursowego²⁰. W celu uproszczenia definiowania i zarządzania ryzykiem walutowym warto dokonać podziału na trzy główne grupy ryzyka: ekonomiczne, przeliczeniowe i transakcyjne²¹.

Ryzyko ekonomiczne odnosi się bezpośrednio do wartości przedsiębiorstwa, na którą mają wpływ czynniki finansowe, w tym zmiany wielkości strumieni pieniężnych związane ze zmianami kursów walutowych.

¹⁹Robert Patterson: *Kompendium terminów z zakresu finansów po polsku i po angielsku*. Kraków: Wydawnictwo Zielona Sowa Sp. z o.o., tom II K-R, 2011, s. 256.

²⁰Nagaj ROKU, *Ryzyko kursowe w działalności przedsiębiorstw*, Studia i prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i zarządzania nr 32, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2013, s.91.

²¹Poroku Kalinowski M. *Ryzyko walutowe: zarządzanie ryzykiem w przedsiębiorstwie*, CeDeWu.pl, Warszawa 2012, s.37-38.



Rysunek 1.3. Czynniki kształtujące wartość przedsiębiorstwa

Źródło: opracowanie własne na podstawie Rappaport A., *Wartość dla akcjonariuszy*, WIG-Press, Warszawa 2000, s. 65.

Pozostałe pozycje, czyli ryzyko przeliczeniowe i ekonomiczne odnoszą się przede wszystkim do pozycji sprawozdania finansowego jednostki. W przypadku ryzyka przeliczeniowego i transakcyjnego istotne jest spojrzenie na ryzyko walutowe z punktu widzenia rachunkowości, która obliguje jednostkę do sporządzania sprawozdań finansowych w języku i walucie polskiej, co wiąże się z koniecznością wyceny środków w walutach obcych.

Zgodnie z brzmieniem art. 9 ustawy o rachunkowości wykazanie w zdarzeń gospodarczych w walucie innej niż w polski złoty jest sprzeczne z jedną z nadrzędnych zasad rachunkowości. Złamanie tej zasady może prowadzić do określonych w ustawie o rachunkowości, kodeksie karno-skarbowym czy też przepisach ordynacji podatkowej reperkusji karnych. Jak zaznacza się w literaturze przedmiotu „ryzyko jest funkcją czasu”²², w związku z czym to właśnie czas odgrywa kluczową rolę w określeniu ryzyka.

Na podstawie zapisów ustawy o rachunkowości można wyróżnić dwie kategorie ryzyka kursowego, które odnoszą się bezpośrednio do wspomnianych wcześniej kategorii ryzyka przeliczeniowego (bilansowego) oraz transakcyjnego:

1. Ryzyko związane z transakcjami przeprowadzanymi w walutach obcych
2. Ryzyko związane z wyceną składników majątku i źródeł jego finansowania.

Zgodnie z zapisami w art. 30 pkt 1 ustawy dla poprawnego prowadzenia ksiąg rachunkowych „nie rzadziej niż na dzień bilansowy wycenia się wyrażone w walutach obcych: 1) składniki aktywów [...] i pasywów – po obowiązującym na ten dzień średnim kursie ogłoszonym dla danej waluty przez Narodowy Bank Polski

²² Iwin-Girzyńska J., *Szkice o kapitale i podatkach w istocie nauki finansów przedsiębiorstw*, Difin, Warszawa 2010, s. 19.

[...]”²³. Wiąże się to z koniecznością ponownego wyznaczenia wartości w polskich złotych dla aktywów i pasywów (w tym głównie kredytów) wyrażonych początkowo w innej walucie. Ryzyko kursowe powoduje, że jednostka musi ujmować w wyniku finansowym nawet niezrealizowane przychody lub koszty wynikające ze zmiany kursu, po jakim zostały wycenione.

Dalsze zapisy ustawy odnoszą się do ryzyka wynikającego z przeprowadzania transakcji w walutach obcych i stanowią, że „wyrażone w walutach obcych operacje gospodarcze ujmuje się w księgach [...] odpowiednio po kursie: 1) faktycznie zastosowanym w tym dniu, wynikającym z charakteru operacji – w przypadku sprzedaży lub kupna walut oraz zapłaty należności lub zobowiązań; 2) średnim ogłoszonym dla danej waluty przez Narodowy Bank Polski z dnia poprzedzającego ten dzień [...]”²⁴.

Ryzyko transakcyjne najczęściej spotykane jest w sytuacji eksportu i importu, kiedy strony przyjmują rozliczenie transakcji w walucie obcej. W przypadku ryzyka walutowego występuje rozbieżność czasowa między datą zawarcia transakcji, a datą jej rozliczenia. Wiąże się to bezpośrednio ze zmianą kursu waluty, w której dana operacja została przeprowadzona, co dodatkowo podkreśla wpływ makroekonomicznych czynników na działalność gospodarczą. Zasady podatkowe obligują dodatkowo do określenia różnic kursowych:

- ujemnych – w przypadku, kiedy kurs z dnia wystawienia faktury kontrahentowi był wyższy od kursu z dnia otrzymania należności lub gdy kurs z dnia otrzymania faktury od kontrahenta był niższy niż kurs z dnia zapłaty zobowiązania
- dodatnich – w przypadku, kiedy kurs z dnia wystawienia faktury kontrahentowi był niższy od kursu z dnia otrzymania należności lub gdy kurs z dnia otrzymania faktury od kontrahenta był wyższy niż kurs z dnia zapłaty zobowiązania

Wystąpienie dodatnich różnic kursowych przedsiębiorstwo może rozpatrywać pozytywnie, gdyż są one uznawane za przychód finansowy. W sytuacji przeciwniej wahania kursów wpływają negatywnie na wyniki jednostki, gdyż mogą powodować powstanie dodatkowych kosztów.

Ryzyko walutowe jest zjawiskiem powszechnym przez wzgląd na fluktuację kursu walut na rynkach, przy czym powoduje ono znaczne komplikacje w procesach transakcyjnych i prowadzeniu działalności gospodarczej. Dlatego też opracowano instrumenty finansowe zabezpieczające przed negatywnym wpływem ryzyka kursowego, do których zalicza się głównie:

- Kontrakty terminowe (forward i futures), które gwarantują dokonywanie transakcji po określonej w kontrakcie cenie

²³ Ustawa z dnia 29 września 1994 roku o rachunkowości Dz.U. 1994 nr 121 poz. 591 z późniejszymi zmianami.

²⁴ Ibidem

- Swapy walutowe - dotyczące przyszłej wymiany płatności na z góry określonych zasadach (dotyczy głównie daty i kursu transakcji)
- Opcje walutowe, dzięki którym za określoną cenę nabywca nabywa prawo do dokonywania transakcji na ustalonych wcześniej warunkach

Wybór odpowiednich instrumentów zabezpieczających przed ryzykiem walutowym jest związany z jego wyceną, ta natomiast z określeniem pozycji walutowej przedsiębiorstwa. W celu usprawnienia procesów zarządzania przedsiębiorstwem wyróżnia się dwie pozycje walutowe – krótką i długą. W celu lepszego zobrazowania zagadnienia, wpływ danej pozycji na wynik jednostki został zaprezentowany w tabeli 1.3.

Tabela 1.3. Zmiany kursu walutowego i ich wpływ na wynik jednostki

	Wzrost kursu walutowego	Spadek kursu walutowego
Długa pozycja walutowa	ZYSK	STRATA
Krótką pozycja walutowa	STRATA	ZYSK

Źródło: opracowanie własne na podstawie: M. Kalinowski *Ryzyko walutowe: zarządzanie ryzykiem w przedsiębiorstwie*, CeDeWu.pl, Warszawa 2012 s.52

Długa pozycja walutowa oznacza zysk dla przedsiębiorstwa w przypadku wzrostu kursu waluty oraz stratę w sytuacji jej spadku. W sytuacji odwrotnej, spadek waluty wiążący się jednocześnie z szeroko rozumianymi korzyściami, a także wzrost kursu powodujący straty są charakterystyczne dla krótkiej pozycji walutowej. Różnicę pomiędzy długimi i krótkimi pozycjami walutowym określa się mianem otwartej pozycji walutowej. Można zatem wyciągnąć wniosek, że wahania kursów wpływają zarówno negatywnie jak i pozytywnie na sytuację przedsiębiorstwa, jednakże kwantyfikacja ryzyka związanego z tymi zmianami nie jest prosta. Najczęściej wykorzystywanym w praktyce modelem wyceny ryzyka jest analiza scenariuszy, czyli wykorzystanie modeli symulacyjnych²⁵. W układzie tym określa się jakie zmiany w poszczególnych składnikach aktywów lub pasywów w walutach obcych lub w globalnym wyniku jednostki wywoła zmiana kursu waluty o 1%. Przeprowadzenie symulacji pozwala na określenie wrażliwości majątku firmy na fluktuację kursu walut oraz dobór odpowiednich narzędzi zabezpieczających, co jest przedmiotem badań menadżerów zarządzających ryzykiem walutowym w przedsiębiorstwie.

Kolejny rodzaj ryzyka związany jest z faktem, iż na prowadzoną działalność gospodarczą i osiągnięte z niej korzyści finansowe wpływa polityka prowadzona

²⁵M. Kalinowski *Ryzyko walutowe: zarządzanie ryzykiem w przedsiębiorstwie*, CeDeWu.pl, Warszawa 2012 s.52

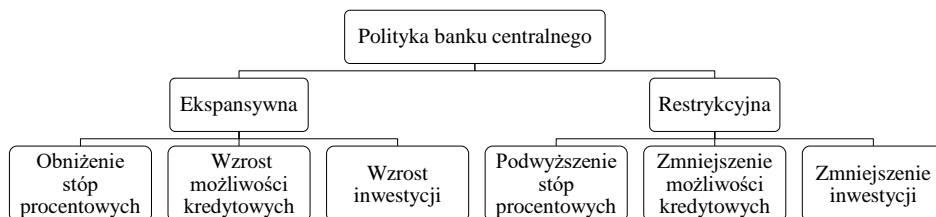
przez bank centralny. Działania Narodowego Banku Polskiego dotyczą głównie utrzymania określonego poziomu inflacji, który został określony jako główny i nadrzędny cel polityki monetarnej, ale również kontroli i wpływu na kształtowanie się stóp procentowych.

Jak wielokrotnie podkreślano działalność gospodarcza jest uzależniona od otoczenia i reaguje na zmiany w nim zachodzące, zarówno w odniesieniu do makro jak i mikrootoczenia. Z działaniami banku centralnego nastawionymi na regulowanie poziomu inflacji związane jest ryzyko, które wpływa na kształtowanie się wyniku finansowego jednostki, a mianowicie ryzyko inflacji. Zrozumienie istoty samego zjawiska inflacji jest kluczowe do prawidłowego rozpoznania ryzyka. Inflacja jest pojęciem oznaczającym wzrost średniego poziomu cen w gospodarce lub obniżania się siły nabywczej pieniądza w czasie. Oznacza to, że wraz z upływem czasu koszyk dóbr, który konsument może nabyć za określoną sumę pieniędzy może się zmniejszać (inflacja) lub zwiększać (deflacja). W przełożeniu tego zjawiska na warunki prowadzenia działalności gospodarczej może wystąpić ryzyko niezrealizowania zakładanych korzyści, wynikające ze straty wartości pieniądza. Ma to odniesienie głównie do inwestycji realizowanych w pewnych horyzontach czasowych, które w przypadku, gdy stopa inflacji będzie wyższa od planowanej stopy zwrotu z inwestycji mogą okazać się nieopłacalne. Przedsiębiorca może nie osiągnąć zakładanych korzyści, a planowane przedsięwzięcie generować stratę przez wzgląd na koszty, jakie musiały zostać poniesione. W praktyce najczęściej spotykane ryzyko inflacji dotyczy lokat terminowych lub rachunków oszczędnościowo-rozliczeniowych, gdyż tylko te, których realna stopa oprocentowania jest wyższa od aktualnie ogłoszonej stopy inflacji mogą gwarantować pewien zysk. W przeciwnym wypadku, gdy oprocentowanie danej usługi bankowej jest niższe niż poziom inflacji nie generuje ona dodatniego wyniku dla przedsiębiorcy.

Wycena ryzyka spadku siły nabywczej jest zagadnieniem trudny, przez wzgląd na wielowymiarowy wpływ inflacji na przedsiębiorstwo. Określając realny zysk, jaki jednostka planuje osiągnąć na danej inwestycji należy uwzględnić różnicę między oczekiwaną stopą zwrotu z inwestycji, a poziomem inflacji. Logicznym jest, że projekty inwestycyjne, w których wskazana różnica oscylować będzie w okolicach zera będą charakteryzowały się wyższym poziomem ryzyka, czyli możliwością niezrealizowania zakładanych korzyści, a nawet osiągnięciem straty. Równocześnie, wzrost poziomu inflacji w okresie realizacji projektu inwestycyjnego w stosunku do jej poziomu zakładanego w okresie zerowym, może przyczynić się do zmiany klasyfikacji inwestycji z opłacalnej do przynoszącej straty.

Polityka monetarna banku centralnego przekłada się, podobnie jak w przypadku inflacji, również na ryzyko stóp procentowych. Ryzyko to można zaklasyfikować obok kursowego do grupy ryzyka rynkowego, rozumianego jako

„ryzyko poniesienia straty w wyniku zmiany wartości aktywów będących przedmiotem obrotu i znajdujących się w posiadaniu przedsiębiorstwa”²⁶. W zależności od prowadzonej przez bank centralny polityki pieniężnej (restrykcyjnej lub ekspansyjnej) poziom stóp procentowych zmienia się. Stopy procentowe należy rozumieć jako „cenę za jaką bank centralny pożycza pieniądze bankom komercyjnym lub cenę, po jakiej bank centralny sprzedaje papiery wartościowe”²⁷.



Rysunek 1.4. Skutki polityki banku centralnego

Źródło: Opracowanie własne na podstawie <https://www.nbportal.pl/slownik/pozycje-slownika/polityka-pieniezna> (dostęp z dnia: 30.08.2022)

Wahania poziomu stóp procentowych warunkują pojawienie się ryzyka, które dotyczyć może zarówno aktywów jak i pasywów, gdyż ustalony przez Radę Polityki Pieniężnej poziom stóp procentowych ma wpływ na oprocentowanie produktów bankowych takie jak depozyty, kredyty czy pożyczki. Ryzyko stóp procentowych odnosi się zatem do oprocentowanych instrumentów finansowych stanowiących majątek przedsiębiorstwa, takich jak lokaty czy obligacje oraz do elementów znajdujących się po stronie pasywów w bilansie, przez które rozumie się m. in. kredyty czy obligacje własne.

Zgodnie z przedstawionymi wyżej założeniami, obniżenie stóp procentowych spowoduje zwiększenie możliwości kredytowych, przez wzgląd na zmniejszenie ich oprocentowania, co stanowi dobrą informację dla zadłużonych przedsiębiorców. Ta sama sytuacja (obniżenie stóp procentowych) może mieć wydźwięk negatywny, gdyż zgodnie z prawami rządzącymi transakcjami międzybankowymi, obniżenie kosztu kapitału spowoduje niejako niechęć banków do nabywania depozytów od pozostałych instytucji. Spowoduje to obniżenie oprocentowania lokat terminowych, co wiąże się ze stratami dla jednostek, które zamroziły swój kapitał w depozytach bankowych.

Prowadzenie przez państwo restrykcyjnej polityki pieniężnej powoduje skutki odwrotne do przedstawionych powyżej. Decyzja o podwyższeniu stóp procentowych jest sygnałem dla banków do podwyższenia oprocentowania kredytów.

²⁶ Szczepański J., Szyszko L. (red.), *Finanse przedsiębiorstwa*. Warszawa: PWE, 2007, s. 294.

²⁷ Poroku <https://najlepszelokaty.pl/stopy-procentowe-nbp> (dostęp z dnia 09.09.2022)

Wzrost stawki WIBOR, będącej składową oprocentowania kredytów przekłada się na wzrost kosztów związanych z zaciągniętym zobowiązaniem, a więc przedsiębiorstwo ponosi straty związane ze zrealizowanym ryzykiem stóp procentowych. Sytuacja taka jest szczególnie niebezpieczna dla kredytobiorców, którzy przy stosunkowo korzystnych stopach oprocentowania zaciągnęli kredyty, maksymalnie wykorzystując przy tym zdolność kredytową. Zgodnie z art. 70 pkt. 1. „Bank uzależnia przyznanie kredytu od zdolności kredytowej kredytobiorcy. Przez zdolność kredytową rozumie się zdolność do spłaty zaciągniętego kredytu wraz z odsetkami w terminach określonych w umowie”²⁸. W przypadku zwiększenia oprocentowania kredytu, a co za tym idzie kwoty odsetek należnych bankowi, przedsiębiorca, który nie zabezpieczył się odpowiednio na wypadek wystąpienia ryzyka zmiany stóp procentowych może popaść w znaczne problemy finansowe, związane z niemożliwością uregulowania zobowiązania wobec banku. W przypadku podwyższenia stóp procentowych warto znać procesy zachodzące w sektorze międzybankowym, w celu optymalizacji inwestycji oraz zabezpieczenia przed ryzykiem. Jak już wspomniano, podwyższenie stóp procentowych odnosi się do stawek po jakich banki komercyjne zaciągają zobowiązania w banku centralnym. Jednostki te, w celu optymalizacji źródeł finansowania poszukują alternatywnych źródeł pozyskiwania kapitału, co dla klientów indywidualnych oznacza wzrost oprocentowania depozytów.

Wśród ekonomistów wykrystalizował się podział na „jastrzębie i gołębie” (ang. hawks and doves), w zależności od prezentowanych poglądów na temat polityki monetarnej dotyczącej poziomu stóp procentowych.

Tabela 1.4. Jastrzębia i gołębia polityka monetarna

Poziom stóp procentowych	↑ ↑	Jastrzębia polityka monetarna	Umocnienie waluty krajowej
			Spowolnienie wzrostu gospodarczego
			Zapobieganie nadmiernej inflacji
	↓ ↓	Gołębia polityka monetarna	Oslabienie waluty krajowej
			Stymulacja wzrostu gospodarczego
			Zapobieganie nadmiernej inflacji

Źródło: tłumaczenie własne na podstawie strony internetowej <https://www.tradingheeroes.com/hawkish-and-dovish/> (dostęp z dnia 30.08.2022 roku)

Rozpoznanie istoty ryzyka nie jest proste, gdyż wymaga obszernej wiedzy w różnych dziedzinach. Do zrozumienia ryzyka inflacyjnego i stóp procentowych konieczna jest znajomość celów banku centralnego i wpływ decyzji podejmowanych przez Radę Polityki Pieniężnej na kształtowanie się sytuacji na rynku międzybankowym oraz pośrednio produktów dla klientów indywidualnych. Niemożliwe jest również jednoznaczne przypisanie odpowiednim zmianom pozytywnego lub negatywnego wpływu na przedsiębiorstwo. Warto jeszcze raz podkreślić, że sytuacja, która jest korzystna z punktu widzenia kredytobiorcy,

²⁸ Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 roku - Prawo bankowe Dz.U. 1997 nr 140 poz. 939 z późniejszymi zmianami.

może być nieopłacalna dla przedsiębiorcy posiadającego środki na lokatach i przeciwnie, jak w przypadku podwyższenia stóp procentowych, które powoduje wzrost kosztów kredytów i równoczesny wzrost atrakcyjności depozytów.

1.3. Ryzyko w działalności gospodarczej a sytuacja gospodarcza w kraju i na świecie

11 marca 2020 roku Światowa Organizacja Zdrowia (WHO) ogłosiła pandemię koronawirusa. Agresywny i szybko rozprzestrzeniający się wirus zburzył dotychczasowy ład, zarówno na płaszczyźnie zdrowotnej jak i społeczno-gospodarczej. Wdrożenie działań prewencyjnych i utrzymywania reżimu sanitarnego wywołały znaczące zmiany w społeczeństwie²⁹. Zauważalne już przed pandemią problemy z dostępnością do usług zdrowotnych³⁰ uległy pogłębieniu. Częściowe zamknięcie gospodarki oraz zalecenie utrzymywania dystansu społecznego spowodowały pogorszenie sytuacji finansowej przedsiębiorstw domowych³¹ oraz wpłynęło negatywnie na rynek pracy³².

W konsekwencji pandemii i podjętych decyzji rządowych nastąpiło spowolnienie lub całkowite zatrzymanie produkcji i konsumpcji w wielu gałęziach gospodarki³³. Zmiany te wpłynęły na sytuację ekonomiczno-finansową w branżach najbardziej dotkniętych epidemią. K. Radlińska podkreśla, iż skutki społeczno-gospodarcze wywołane COVID-19 są wynikiem wyboru pomiędzy silniejszą recesją gospodarczą, a zwiększoną skalą pandemii³⁴. Zamrożenie gospodarki w branżach, które w największym stopniu narażone były na oddziaływanie wirusa spowodowało zawieszenie lub nawet zamknięcie wielu przedsiębiorstw handlowych, turystycznych, hotelarskich, transportowych, a także gastronomicznych oraz związanych ze świadczeniem usług, co w przyszłości będzie miało swoje odzwierciedlenie w wynikach jednostek. Niemniej, jest to naturalną konsekwencją ograniczeń związanych z zachowaniem dystansu społecznego.

Wprowadzone przez rząd restrykcje mające na celu zmniejszyć wskaźnik zakażeń wpłynęły na poziom najistotniejszych wskaźników makroekonomicznych. W II kwartale 2020 roku PKB zmniejszył się o 8,9% w porównaniu z poprzednim kwartałem i był niższy o 7,9% niż przed rokiem. W III i IV kwartale 2020 roku

²⁹ Blau F.D., Koebe J., Meyerhofer P.A., *Who are the Essential and Frontline Workers?*, National Bureau of Economic Research, 2020, No 27791, s. 7.

³⁰ Zienkiewicz E., Zienkiewicz T., Dziaduch S. Regional differences in access to health care in Poland from the perspective of health care resources. *Ann Agric Environ Med.* 2018; 25(1): 77–81

³¹ Paździor A., Majek A., *Impact of COVID-19 on Household's Financial Situation in Poland*, European Research Studies Journal, European Research Studies Journal, vol. 0(Special 2), 2021, pages 492-502.

³² Coibion O., Gorodnichenko Y., Weber M., *Labor markets during the COVID-19 crisis: A preliminary view*, National Bureau of Economic Research, 2020, No. 27017, s. 8-10.

³³ Yu X., Liu C., Wang H., Feil J. H., *The impact of COVID-19 on food prices in China: evidence of four major food products from Beijing, Shandong and Hubei Provinces*, China Agricultural Economic Review, Central Bank Communication Design, Working Paper Series, 2020, No. 023, s. 448-451.

³⁴ Radlińska K., *Pandemia COVID-19 Implikacje Dla Polskiego Rynku Pracy*, Zeszyty Naukowe Wydziału Nauk Ekonomicznych, Koszalin 2020, s. 115.

wartość PKB nieco się poprawiła względem kwartału II, jednak w dalszym ciągu była niższa niż przed rokiem – o 2,0–3,0%. W 2021 roku sytuacja się uległa poprawie. W I kwartale PKB wzrósł o 1,1% w porównaniu z poprzednim kwartałem, ale nadal był niższy niż przed rokiem o 1,4%. W II kwartale 2021 roku PKB wzrósł o 2,1% w porównaniu z poprzednim kwartałem i był wyższy niż przed rokiem o 11,0%. Z kolei w III kwartale 2021 roku nastąpił wzrost o 2,3% w porównaniu z poprzednim kwartałem i o 5,5% w porównaniu z rokiem poprzednim. W 4 kwartale 2021 roku PKB również wzrosło – o 1,7% w stosunku do poprzedniego kwartału i o 7,6% w stosunku do roku poprzedniego³⁵.

W ramach ochrony gospodarki przed skutkami pandemii Rada Polityki Pieniężnej podjęła trzykrotną decyzję o obniżeniu stóp procentowych – w marcu, kwietniu i maju 2020 roku. Wpłynęło to na zmniejszenie kosztów kredytów i jednocześnie na spadek oprocentowania depozytów. To z kolei odbiło się na sile nabywczej pieniądza. O ile inflacja w okresie od II kwartału 2020 do I kwartału 2021 oscylowała wokół poziomu 3%, tak od II kwartału 2021 zaczęła dynamicznie wzrastać. W odpowiedzi na rosnącą inflację Rada Polityki Pieniężnej rozpoczęła podnoszenie wcześniej obniżanych stóp procentowych. Spowodowało to wzrost kosztów obsługi zadłużenia, a zarazem wzrost ryzyka finansowego.

W obliczu wyzwań związanych z pandemią systematycznie wzrasta ryzyko prowadzenia działalności w wielu sektorach gospodarki, nie tylko tych najbardziej dotkniętych skutkami pandemii, ale również w branży budowlanej. Jest ona bowiem uznawana za jedną z kluczowych dla gospodarki, a równocześnie nie jest odseparowana od bieżącej sytuacji makro i mikrootoczenia. Zatem zasadna wydaje się być analiza wpływu globalnych wahań gospodarczych na działalność przedsiębiorstw z branży budowlanej.

Kryzys gospodarczy spowodowany koronawirusem zaburzył dotychczasową hossę i rozwój trwający nieprzerwanie od blisko dziesięciu lat. Dobre samopoczucie przedsiębiorców i decydentów uległo zderzeniu z sytuacją, która pojawiła się niespodziewanie i przebiegała bez żadnego znanego scenariusza. Z jednej strony firmy musiały poradzić sobie z własnymi problemami wewnętrznymi, takimi jak organizacja pracy, utrudniona logistyka czy słabnący popyt i brak kanałów sprzedaży podczas lockdownu. Z drugiej strony ulegały naciskom politycznym, które odgórnie ograniczały swobodę prowadzenia działalności gospodarczej w czasie zamykania poszczególnych sektorów gospodarki.

1.4. Miary ryzyka finansowego

W niniejszym opracowaniu do określenia poziomu ryzyka działalności gospodarczej spółek z branży budowlanej wykorzystano wskaźniki analizy finansowej z obszaru płynności finansowej, struktury majątkowo-kapitałowej, zadłużenia oraz rentowności. Jak podkreśla się w literaturze przedmiotu pomiar

³⁵ <https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/rachunki-narodowe/kwartalne-rachunki-narodowe/wstepny-szacunek-produktu-krajowego-brutto-w-3-kwartale-2022-roku,3,81.html> (data dostępu: 10.11.2022)

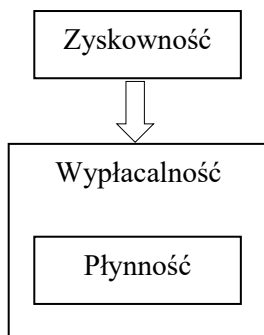
ryzyka może zostać dokonany przy określeniu poziomu zmienności wyżej wskazanych wskaźników. Poziom zmienności określa się wykorzystując miarę wartości średniej oraz odchylenia standardowego. Średnia arytmetyczna jest miarą oceny danej populacji. Znajduje wykorzystanie nie tylko w rozważaniach teoretycznych, ale także w codziennej rzeczywistości, przez wzgląd na swoją prostotę. Drugi wskaźnik – odchylenia standardowego jest również często wykorzystywany w praktyce. Określa on jak szeroko wartości w zbiorze są rozrzucone wokół jej średniej. Jak zaznaczono, na podstawie wyżej wskazanych miar – wartości średniej oraz odchylenia standardowego wyznacza się poziom współczynnika zmienności. W literaturze przedmiotu podaje się wartości poziomu wskaźnika zmienności, które mogą mieć bezpośrednie przełożenie na poziom ryzyka finansowego. W sytuacji, gdy klasyczny współczynnik zmienności jest niższy niż 10%, mówi się o małej zmienności. Wartości w przedziale 10% i 30% determinują średnią zmienność, powyżej 30%, ale nieprzekraczające 50% świadczą o dużej zmienności. Jeśli poziom współczynnika zmienności przekracza 50% określa bardzo wysoką zmienność³⁶. Wysoki poziom odchylenia standardowego oraz współczynnika zmienności pociąga za sobą wyższy poziom ryzyka finansowego.

³⁶ Zielińska-Chmielewska A. *Pomiar ryzyka działalności gospodarczej na przykładzie giełdowych spółek mięsnych z wykorzystaniem z finansowej analizy wskaźnikowej*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego We Wrocławiu nr 166 Polityka ekonomiczna, Poznań 2011, s. 823.

2. Analiza finansowa jako narzędzie oceny kondycji finansowej

2.1. Narzędzia oceny płynności i niewypłacalności

Według A. Paździora „płynność finansowa definiowana jest jako zdolność przedsiębiorstwa do terminowego oraz szybkiego regulowania zobowiązań”³⁷. Pojęcie płynności można rozumieć jako zdolność do zaspokajania bieżących potrzeb jednostki oraz regulowania wymagalnych zobowiązań. Stosuje się je w odniesieniu do krótkiego bądź długiego okresu, przy czym brak płynności krótkookresowej nie musi koniecznie oznaczać jej braku w długim okresie - wszystko to jest uzależnione od charakteru prowadzonej działalności. Utrata krótkoterminowej zdolności do regulowania zobowiązań nie świadczy o upadłości, jednakże wiąże się ze wzrostem ryzyka płynności. Analogicznie, na utrzymanie odpowiedniego poziomu płynności i tym samym wypłacalności wpływać będzie wypracowany przez jednostkę zysk. Zależność ta zobrazowana została na rysunku 2.1.



Rysunek 2.1. Zyskowność a płynność

Źródło: opracowanie własne na podstawie strony internetowej <https://analizafinansowa.pl/analiza-wskaznikowa/wypalalnosc-firmy-analiza-i-ocena-2863.html> (dostęp z dnia 1.09.2022 roku)

Utrzymanie płynności finansowej na odpowiednim poziomie jest jednym z kluczowych celów stojących przed zarządzającymi jednostkami. Ryzyko związane z utratą płynności dotyczy każdego przedsiębiorstwa funkcjonującego w warunkach gospodarki rynkowej, bez względu na rodzaj prowadzonej działalności³⁸. Informacja na temat zachowania płynności lub możliwości jej utraty są

³⁷ Paździor A. *Przedsiębiorczość. Jak pozyskać kapitał*, Politechnika Lubelska, Lublin 2011, s.60.

³⁸ Mosiejko L., Bernardelli M., Sierant A., op. cit. s.11.

znaczące dla większości interesariuszy, w tym zwłaszcza przez kontrahentów i inwestorów³⁹. Jak podkreślają Brigham i Houston wartość przedsiębiorstwa determinują właśnie przyszłe przepływy pieniężne i powinny być one poprzedzone działaniami powodującymi ich maksymalizację⁴⁰.

Ryzyko płynności jest zagadnieniem skomplikowanym, przez wzgląd na sieć powiązań między kontrahentem a jednostką gospodarczą. W przypadku gdy kontrahent, od którego dany podmiot gospodarczy posiada wymagalną należność, zmagają się z problemami finansowymi, przez które nie jest w stanie uregulować zobowiązania, naraża jednostkę na opóźnienia w regulowaniu własnych zobowiązań. Jeżeli podmiot nie zabezpieczy się odpowiednio przed ryzykiem utraty płynności, może popaść w kłopoty finansowe przez wzgląd na opóźnienia w regulowaniu płatności, co bezpośrednio wpływa na wyniki jednostki. W takiej sytuacji, mimo posiadanej zdolności do regulowania zobowiązań w dłuższym okresie (niskie ryzyko niewypłacalności) jednostka traci wiarygodność, co pośrednio może wywierać negatywny wpływ na wynik jednostki. Należy liczyć się z możliwością wystąpienia dodatkowych kosztów i strat takich jak np. utrata atrakcyjnych rabatów lub upustów zależnych od terminowości dokonywania płatności.

To, jak szybko jednostka jest w stanie regulować swoje zobowiązania zależy przede wszystkim od posiadanych środków pieniężnych. W przypadku, gdy zasoby finansowe (rozumiane jako posiadana gotówka lub środki na koncie bankowym) nie są wystarczające na pokrycie wierzytelności o płynności decydują inne składniki obrotowe, które mogą zostać upłynnione, czyli zamienione na środki pieniężne. Fakt utrzymywania przez przedsiębiorstwo niskiego poziomu płynności może sygnalizować trudności z realizacją bieżących płatności, a poziomu wysokiego – brak wydajności w użytkowaniu zasobów i zamrażanie środków pieniężnych, co powoduje obniżenie rentowności⁴¹.

Mianem ryzyka finansowego, według niektórych opracowań, określane są wszystkie rodzaje ryzyka, które wpływają bezpośrednio na wyniki finansowe jednostki. Jednakże, istnieje ryzyko struktury kapitałów, za pomocą których jednostka finansuje swój majątek również określane mianem ryzyka finansowego. Przez wzgląd na brak jednolitej definicji poszczególnych kategorii ryzyka lub nawet dokładnego przyporządkowania do nich danego rodzaju niepewności, widoczne jest przenikanie się pewnych pojęć. Stąd też, granice między pojęciami ryzyka płynności, wypłacalności i związanego ze strukturą finansowania są nieostre i nie należy rozpatrywać tych zagadnień oddzielnie, lecz analizować je łącznie w celu gruntownego zbadania zagadnienia i uzyskania lepszego obrazu sytuacji

³⁹Babuška E.W., *Płynność finansowa jako istotne kryterium oceny przedsiębiorstwa*, Zeszyty Naukowe, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Kraków 2018 s. 98.

⁴⁰Brigham E., Houston J., *Zarządzanie finansami*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2015, s. 66.

⁴¹Wąsowski W., *Finanse spółki kapitałowej. Istota i warunki utrzymania płynności finansowej*, Przegląd Corporate Governance, nr 1(25), 2011 s. 29.

finansowej przedsiębiorstwa. Skutki wystąpienia wszystkich powyższych kategorii, przez wzgląd na odnośnienie ich na wyniki z działalności można zaklasyfikować do kategorii szeroko rozumianego ryzyka finansowego.

W porównaniu do ryzyka inflacji i stóp procentowych, ryzyko płynności może zostać oszacowane na podstawie wskaźników wykorzystywanych w analizie finansowej i wyliczanych na podstawie danych zawartych w bilansie oraz analizie statystycznej. Zgodnie z literaturą przedmiotu przyjmuje się pewne wartości wskaźników, które świadczą o zachowanej płynności, w związku z czym wszystkie wartości znacząco odbiegające od określonych norm i wartości średnich mogą świadczyć o występowaniu ryzyka i problemach z płatnościami w przyszłości lub nadmiernym zamrożeniu kapitału. Niemniej, samego pojęcia płynności nie da się jednoznacznie zdefiniować. W literaturze przedmiotu podkreśla się, iż płynność finansowa jest to stopień, w jakim biznes dysponuje gotówką lub może ją szybko uzyskać poprzez sprzedaż swoich aktywów⁴² lub bardziej lapidarnie jako zdolność przedsiębiorstwa do terminowego regulowania zobowiązań⁴³. Mając na celu utrzymania ciągłości realizowanych procesów gospodarczych przedsiębiorstwo powinno tak prowadzić swoją działalność, aby zachować płynność finansową⁴⁴. Analiza bilansu pozwala na określenie stosunku aktywów obrotowych do zobowiązań krótkoterminowych, które są głównymi wyznacznikami płynności. Wspomniana metoda odnosi się do wskaźników statycznych, czyli opierających się na danych z bilansu. W celu przeprowadzenia dokładniejszej oceny poziomu płynności warto odnieść się również do wskaźników dynamicznych, wyznaczanych na podstawie rachunku przepływów pieniężnych⁴⁵. Wskaźniki odnoszące się do zagadnienia płynności podzielić można na dwie główne grupy: wskaźniki statyczne i dynamiczne. Analiza wskazanych wskaźników pozwala nie tylko na określenie poziomu ryzyka ale także wspomaga proces podejmowania decyzji zarówno operacyjnych, jak i strategicznych⁴⁶.

⁴²Filipiak B., Zarządzanie strategiczne. Narzędzia, scenariusz, procesy, Fundacja na rzecz Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 200, s.151

⁴³Duliniec A., Finansowanie przedsiębiorstwa. Strategie i instrumenty, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne PWE, Warszawa 2011, s.23.

⁴⁴Sierpińska M., Jachna T., Metody podejmowania decyzji finansowych, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 2007, s. 145.

⁴⁵Poroku Janik W., Paździór A. *Zarządzanie finansowe w przedsiębiorstwie*, Politechnika Lubelska, Lublin 2011, s.77-78.

⁴⁶Cyburt, A., & Gałęcka, A. (2019). Metoda wskaźnikowa w ocenie płynności finansowej jednostek samorządu terytorialnego na przykładzie gmin województwa lubelskiego. *Zeszyty Naukowe SGGW, Polityki Europejskie, Finanse I Marketing*, (21(70)), 33–41.

Tabela 2.1. Wskaźniki płynności

Wskaźniki statyczne	Wskaźnik bieżącej płynności		Wskaźniki szybkiej płynności		
			Wskaźnik szybkiej płynności I	Wskaźnik szybkiej płynności II	Wskaźnik szybkiej płynności III
Wskaźniki dynamiczne	Wskaźniki wydajności gotówkowej			Wskaźniki wystarczalności gotówkowej	
	sprzedaży	zysku	majątku	Wskaźnik pokrycia zobowiązań	Wskaźnik reinwestycji gotówki

Źródło: opracowanie własne na podstawie Janik W., Paździor A. *Zarządzanie finansowe w przedsiębiorstwie* Politechnika Lubelska, Lublin 2011, s.77-78.

Najczęściej wykorzystywanym, przez wzgląd na swoją prostotę, jest wskaźnik bieżącej płynności liczony jako stosunek aktywów obrotowych do zobowiązań krótkoterminowych.

Tabela 2.2. Interpretacja wyników wskaźnika bieżącej płynności

	Wartość wskaźnika	Interpretacja
Wskaźnik bieżącej płynności (Current Ratio)	$CR > 2$	Nadmierna płynność, mogąca wpływać na pogorszenie rentowności
	$CR \geq 1,5$	Optymalny poziom płynności dla przedsiębiorstw produkcyjnych i handlowych
	$1,5 > CR \geq 1,2$	Mogą wystąpić problemy z płynnością, zwłaszcza w przedsiębiorstwach produkcyjnych
	$CR < 1,2$	Brak zdolności do regulowania bieżących zobowiązań

Źródło: opracowanie własne na podstawie Janik W., Paździor A. *Zarządzanie finansowe w przedsiębiorstwie* Politechnika Lubelska, Lublin 2011, s.77

Minimalna wartość wskaźnika powinna być większa od 1, a przez wzgląd na charakter aktywów obrotowych uznaje się za optymalny poziom od 1,5–2,0 w zależności od prowadzonej działalności.

Istotą wskaźnika szybkiej płynności jest stosunek najbardziej płynnych aktywów obrotowych do zobowiązań krótkoterminowych. Wskaźniki szybkiej płynności mogą być rozpatrywane w trzech wariantach. W pierwszym z nich jako płynne aktywa obrotowe przyjmuje się inwestycje krótkoterminowe (głównie środki pieniężne, akcje, udziały, itp.). Zakłada się, że dla utrzymania optymalnego

poziomu wskaźnik powinien przyjmować wartości oscylujące wokół 0,2. W drugim wariancie do wyliczenia wskaźnika sumuje się inwestycje oraz należności krótkoterminowe, rozumiane jako aktywa o stosunkowo dużej płynności i zestawia je z zobowiązaniami o terminie wymagalności do 12 miesięcy. W trzeciej wersji wskaźnika do wyżej wymienionych pozycji dodaje się również zapasy o zbywalnym charakterze. Co do zasady, niektóre zapasy cechują się małą zbywalnością przez wzgląd na zaawansowanie technologiczne lub specyficzny charakter branży. W związku z tym, do prawidłowego określenia wskaźnika przyjmuje się wartość jedynie tych zapasów, które mogą być w stosunkowo szybkim czasie.

Wskaźniki statyczne, bazujące na danych z bilansu, nie uwzględniają generowanych w trakcie prowadzenia działalności gospodarczej strumieni pieniężnych, które również mogą stanowić pokrycie określonej części zobowiązań. Drugą, obok statycznych, grupą wskaźników są wskaźniki dynamiczne, pozwalające na bardziej precyzyjne określenie sytuacji przedsiębiorstwa pod kątem płynności. Pozwalają one określić wydajność strumieni pieniężnych w odniesieniu do przychodów generowanych przez jednostkę.

Pierwszym ze wskaźników wydajności jest wskaźnik wydajności gotówkowej sprzedaży wyliczany jest jako stosunek przepływów z działalności operacyjnej do przychodów przedsiębiorstwa. Drugim w omawianej grupie jest wskaźnik wydajności gotówkowej zysku, obliczany analogicznie do pierwszego, jednakże w odniesieniu do zysku netto. Kolejny wskaźnik - wydajności gotówkowej majątku odnosi się do wartości księgowej majątku. Wskaźnik ten jest jednym z najbardziej stabilnych wskaźników mierzących wydajność majątku. Odnosi się do ilości gotówki wygenerowanej z prowadzonej działalności dzięki posiadanemu przez jednostkę majątkowi.

Powyższe wskaźniki określają poziom środków pieniężnych wygenerowany przez dane pozycje bilansowe i wynikowe, w związku z czym otrzymane na podstawie kalkulacji wyniki można interpretować w następujący sposób: im wyższy poziom wskaźnika tym lepsza sytuacja przedsiębiorstwa i wyższa rentowność, im niższa wartość tym wyższe ryzyko płynności, a przez to możliwość wystąpienia problemów w terminowym regulowaniu zobowiązań.

Kolejnym rodzajem ryzyka związanym z działalnością gospodarczej jest ryzyko niewypłacalności. Niekiedy pojęcia płynności i wypłacalności bywają mylone, nie mniej jednak mimo wielu cech wspólnych należy rozróżniać znaczenie tych terminów. Jak zaznaczono, płynność odnosi się do zdolności sprawnego regulowania bieżących zobowiązań przez jednostkę, natomiast niewypłacalność należy rozpatrywać w szerszym zakresie. Opierając się o definicję z artykułu 11 ustawy Prawo upadłościowe i naprawcze „domniemywa się, że dłużnik utracił zdolność do wykonywania swoich wymagalnych zobowiązań pieniężnych, jeżeli opóźnienie w wykonaniu zobowiązań pieniężnych przekracza trzy miesiące”⁴⁷. Warto zaznaczyć, że mimo występowania pewnych zależności między wspomnianymi

⁴⁷ Ustawa z dnia 28 lutego 2003 roku Prawo upadłościowe Dz.U. 2003 nr 60 poz. 535 z późniejszymi zmianami

pojęciami, zachowanie krótkoterminowej płynności nie zapewnia oczekiwanego poziomu wypłacalności i przeciwnie – utrata płynności nie musi świadczyć o niewypłacalności jednostki.

Oszacowanie poziomu ryzyka niewypłacalności, czyli sytuacji, w której przez wzgląd na przeprowadzanie transakcji z kontrahentami lub finansowania działalności ze środków obcych jednostka narażona jest na poniesienie straty, jest ściśle związane ze wskaźnikami wykorzystywanymi w analizie finansowej do określenia struktury finansowania działalności.

Jak wspomniano, zagadnienia płynności, niewypłacalności i struktury finansowania są ze sobą ściśle związane, w związku z czym nie warto ograniczać przeprowadzanych analiz do poszczególnych kategorii, a rozpatrywać je globalnie. Na sytuację w zakresie bieżącej płynności bowiem wpływa dostępność do zewnętrznych źródeł finansowania⁴⁸. Wobec powyższego, w tym miejscu warto naświetlić problem finansowania majątku przez przedsiębiorstwa.

2.2. Narzędzia oceny struktury i źródeł finansowania

Przedsiębiorstwo funkcjonując na rynku ma do wyboru wiele alternatywnych źródeł, z których może czerpać środki na prowadzenie działalności. To, które z nich wykorzysta do finansowania swojego majątku wpływa bezpośrednio na poziom ryzyka finansowego. Przez wzgląd na złożony charakter prowadzenia działalności, uzależniony m.in. od tego w jakiej branży działa dana jednostka i na jak dużą skalę, nie można jednoznacznie określić najbardziej optymalnej struktury majątkowo-kapitałowej. Procesy zdobywania i alokacji kapitału uzależnione są od wielu czynników, w związku z czym modelowy poziom zaangażowania obcych środków, dający wymierne efekty w postaci wzrostu rentowności kapitałów obcych, nie jest wartością stałą. Z punktu widzenia analizy finansowej, a zwłaszcza analizy ryzyka związanego ze strukturą kapitałów, istotny jest podział źródeł finansowania na własne i obce. W literaturze przedmiotu podkreśla się, że „kapitały własne mają zasadnicze znaczenie dla funkcjonowania i rozwoju przedsiębiorstwa, gdyż są najbardziej stabilną podstawą jego funkcjonowania”⁴⁹.

⁴⁸ Bukalska E., *Rentowność i płynność a dywidendy i wykupy akcji*, Zarządzanie i Finanse 2, 31–42.

⁴⁹ Wrońska-Bukalska E. Zróżnicowanie branżowe poziomu i struktury kapitału własnego, *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H, Oeconomia* 48/3, Lublin 2014, s. 394.

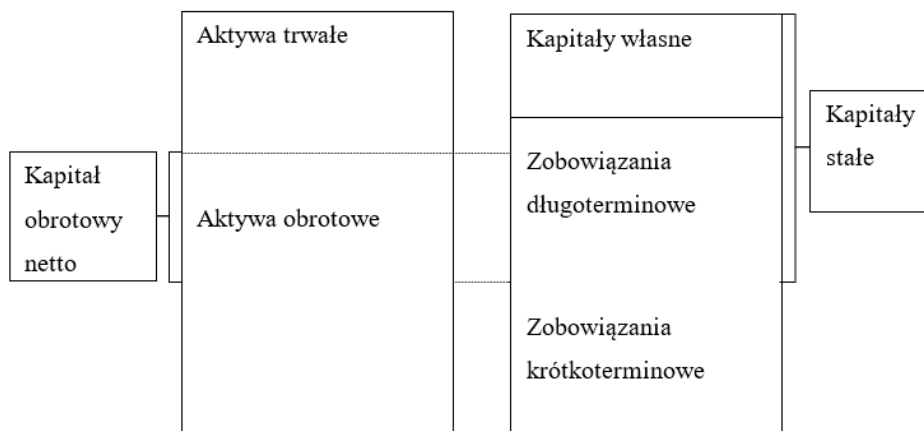
Tabela 2.3. Podstawowe źródła finansowania

Kapitały własne	
Wewnętrzne	Zewnętrzne
<ol style="list-style-type: none"> 1. Zysk zatrzymany 2. Amortyzacja 3. Zmiana struktury majątku 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Dopłaty właścicieli i wspólników 2. Emisja akcji 3. Fundusze <i>venture capital</i> 4. Agio (nadwyżka ceny nabycia od ceny nominalnej akcji)
Kapitały obce	
Długoterminowe	Krótkoterminowe
<ol style="list-style-type: none"> 1. Kredyty bankowe (długoterminowe, inwestycyjne) 2. Pożyczki 3. Emisja obligacji 4. Dotacje 5. Franchising 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Kredyty bankowe (krótkoterminowe) 2. Pożyczki (do 12 miesięcy) 3. Kredyty handlowe 4. Faktoring 5. Papiery dłużne (krótkoterminowe)

Źródło: opracowanie własne na podstawie Janik W., Paździor A., *Zarządzanie finansowe w przedsiębiorstwie*, Politechnika Lubelska, Lublin 2011 s. 119-120.

Kapitały własne podzielić można na dwie grupy: wewnętrzne, czyli wypracowane przez jednostkę w trakcie prowadzenia działalności oraz zewnętrzne wynikające głównie z dodatkowych wpłat dokonywanych przez właścicieli i innych działań, mających na celu zwiększenie kapitału (funduszu) podstawowego. W kapitałach obcych rozróżnia się podział ze względu na stopień wymagalności na długoterminowe i krótkoterminowe. Taka klasyfikacja wynika bezpośrednio z układu pasywów w bilansie.

Do prawidłowego określenia poziomu ryzyka finansowego i sytuacji jednostki niezbędne jest powiązanie kategorii bilansowych. Mimo, iż aktywa i pasywa stanowią odrębne grupy bilansowe to są ze sobą ściśle skorelowane i wpływają na kształt struktury kapitałowo-majątkowej przedsiębiorstwa. Z punktu widzenia bezpieczeństwa finansowego ważne jest, aby majątek trwały miał pokrycie w kapitale stałym, przez który rozumie się wszystkie długoterminowe źródła finansowania. Zaliczamy do nich kapitał (fundusz) własny, a także wszystkie zobowiązania o terminie wymagalności powyżej 12 miesięcy. Dopełnieniem przedstawionej sytuacji ukazanie poziomu, w jakim kapitały krótkoterminowe, określane również mianem zmiennych, finansują majątek obrotowy jednostki. Na odpowiednim przanalizowaniu wariantów takiej struktury opiera się ocena sytuacji majątkowo-kapitałowej.



Rysunek 2.2. Schematyczne ujęcie kapitału stałego i kapitału obrotowego netto

Źródło: opracowanie własne na podstawie strony internetowej https://pl.wikipedia.org/wiki/Kapita%C5%82_sta%C5%82y (dostęp z dnia 1.09.2022)

Dokonując analizy finansowania jednostki niezbędna jest wiedza na temat samego bilansu oraz sposobu prezentacji danych w nim zawartych. Zgodnie z obowiązującymi normami, regulowanymi prawnie przez ustawę o rachunkowości, aktywa prezentowane są w bilansie zgodnie z zasadą rosnącej płynności, natomiast pasywa – rosnącej wymagalności. Warto również zwrócić uwagę na pozycję kapitału obrotowego netto, zwanego kapitałem pracującym. Pozycja ta nie występuje bezpośrednio w bilansie, gdyż stanowi różnicę między poszczególnymi składnikami z dwóch odrębnych grup, a mianowicie: różnicę między kapitałami stałymi a aktywami trwałymi, która pokrywa się z różnicą aktywów obrotowych i zobowiązań krótkoterminowych. Znajomość powyższych terminów pozwoli na wyliczenie odpowiednich wskaźników, wykorzystywanych przy szacowaniu poziomu ryzyka finansowego w odniesieniu do sytuacji majątkowo-kapitałowej.

Określenie poziomu bezpieczeństwa finansowego spółki za pomocą wskaźników przekłada się bezpośrednio na zagadnienie ryzyka finansowego. Wykorzystując dane z bilansu określa się czy zachowane są złota reguła bilansowa finansowa, w jakim stopniu majątek obrotowy jest finansowany kapitałami zmiennymi, a majątek trwały kapitałami stałymi, czyli o stosunkowo długim terminie wymagalności, a także wyznacza się minimalny poziom bezpieczeństwa finansowego spółki. Określenie struktury finansowania działalności jest kluczowym elementem oceny struktury majątkowo-finansowej determinującej bezpieczeństwo finansowe przedsięwzięcia.

Tabela 2.4. Interpretacja wyników wskaźników oceny sytuacji majątkowo-kapitałowej

Nazwa wskaźnika	Wartość wskaźnika	Interpretacja
Wskaźnik złotej reguły bilansowej	> 1	+
	< 1	-
Wskaźnik złotej reguły finansowej	> 1	+
	< 1	-
Wskaźnik sfinansowania majątku obrotowego kapitałem pracującym	> 0	+
	< 0	-
Wskaźnik sfinansowania majątku obrotowego kapitałami zmiennymi	< 1	+
	> 1	-
Wskaźnik ogólnej sytuacji finansowej	> 1	+
	< 1	-

Źródło: opracowanie własne na podstawie Janik W., Paździor A. *Zarządzanie finansowe w przedsiębiorstwie* Politechnika Lubelska, Lublin 2011, s.77.

W tabeli 2.5. zestawiono w sposób syntetyczny metody interpretacji wskaźników oceny sytuacji majątkowo-kapitałowej. Wskaźnik złotej reguły bilansowej ukazuje stosunek kapitałów własnych do aktywów trwałych. Przyjmuje się, że zasada złotej reguły bilansowej jest zachowana, jeżeli wartość wskaźnika jest wyższa od 1. W takiej sytuacji majątek przedsiębiorstwa znajduje pokrycie w kapitale własnym, z którego dodatkowo finansuje się część aktywów obrotowych. Wynika to z faktu iż majątek trwały, uznaje się za bardziej ryzykowny niż majątek obrotowy. W związku z powyższym powinien on być finansowany w większym zakresie za pomocą kapitału własnego, co wpłynie na zmniejszenie poziomu ryzyka finansowego⁵⁰. Zatem w przypadku niespełnienia warunku złotej reguły bilansowej wzrasta ryzyko finansowe, gdyż jednostka zmuszona jest do finansowania trwałego majątku z obcych źródeł, które charakteryzują się niższym poziomem bezpieczeństwa. Jednakże w praktyce gospodarczej wskaźnik ten nie daje miarodajnych wyników, gdyż nie uwzględnia możliwości płynących z zaciągania długoterminowych zobowiązań i znajduje zastosowanie jedynie w przypadku bardzo konserwatywnych przedsiębiorstw prowadzących bezpieczną politykę finansową. W związku z pewnymi ograniczeniami, przy wyliczaniu drugiego wskaźnika - złotej reguły finansowej uwzględnia się już nie tylko kapitał własny, ale cały kapitał stały.

Kapitały stałe oznaczając wszystkie długoterminowe pasywa, z których finansowana jest działalność jednostki. Zalicza się do nich zarówno kapitały własne, będące własnością jednostki, ale także kapitały obce długoterminowe, czyli zobowiązania długoterminowe. Określenie wartości złotej reguły finansowej

⁵⁰ Gostkowska-Drzewicka, M. Kapitały własne a struktura aktywów przedsiębiorstw deweloperskich. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 1 (85), 2017, s. 25.

i bilansowej pozwala na oszacowanie poziomu ryzyka, które rośnie proporcjonalnie do spadku ich wartości. Jednakże, odniesienie się jedynie do dwóch wskaźników nie dostarczyłoby przedsiębiorstwu wystarczających informacji o sytuacji finansowej i możliwym ryzyku, dlatego też, bazując na tych samych danych ustala się dodatkowo wskaźnik sfinansowania majątku obrotowego kapitałem pracującym. Pozwala on na określenie stopnia, w jakim majątek obrotowy jest pokryty przez kapitał pracujący. Zachowanie wartości wskaźnika powyżej 0 świadczy o relatywnie bezpiecznej sytuacji i niskim ryzyku finansowym. Spadek wartości wskaźnika poniżej wyznaczonej granicy świadczy o zmniejszeniu kapitałów stałych finansujących majątek trwały, co związane jest bezpośrednio ze wzrostem ryzyka. Warto pamiętać, że mimo określonych granic ocena faktycznego poziomu ryzyka zależeć będzie od bardziej globalnego spojrzenia na daną działalność, jej specyfikę i rynek, na którym działa. Dopełnieniem tego wskaźnika jest wskaźnik sfinansowania majątku obrotowego kapitałami zmiennymi.

Wskaźnik pozwala na uzyskanie informacji o stopniu finansowania aktywów obrotowych kapitałem zmiennym. Wskaźniki dotyczące finansowania majątku obrotowego, oparte na tych samych danych bazowych sumują się do 1, w związku z czym im wartość wskaźnika sfinansowania majątku obrotowego kapitałami zmiennymi bliższa 0, tym lepsza sytuacja przedsiębiorstwa. Natomiast przekroczenie poziomu wartości równego jeden powoduje wzrost ryzyka płynności i pogorszenie się warunków finansowych jednostki.

Ostatni wskaźnik odnoszący się do struktury finansowania majątku pozwala na ustalenie ogólnego poziomu bezpieczeństwa finansowego. Odnosi się on do ilorazu wspomnianych wcześniej wskaźników złotej reguły finansowej i sfinansowania majątku obrotowego kapitałami zmiennymi.

Minimalny poziom bezpieczeństwa uznaje się za zachowany dla wartości wskaźnika na poziomie jedności. Im wyższa wartość wskaźnika tym lepsza sytuacja finansowa i relatywnie niewielkie ryzyko, im niższa tym bardziej ryzykowna strategia finansowa, przez co również wyższy poziom ryzyka.

Bez względu na źródło finansowania działalności przedsiębiorstwa, każdy jego rodzaj wiąże się z ponoszeniem kosztów. W przypadku kapitału własnego jest to tak zwany koszt kapitału własnego, gdyż nawet finansowanie ze środków własnych ma swoją cenę. Nie mniej, nie jest ono obarczone tak wysokim ryzykiem jak kapitały obce, z którymi wiąże się wysoki koszt. Im większy udział kapitałów obcych w ogólnej strukturze finansowej i zarazem im wyższy ich koszt, tym większe ryzyko.

W celu uzyskania jak najdokładniejszego zarysu sytuacji finansowej oraz efektywnego zarządzania ryzykiem związanym z finansowaniem działalności z kapitałów obcych, warto dokonać analizy zadłużenia, do której wykorzystywane są specyficzne wskaźniki bazujące głównie na danych pozyskiwanych ze sprawozdań finansowych. Do najczęściej wykorzystywanych w ocenie zadłużenia wskaźników należy wskaźnik zadłużenia ogółem. Ukazuje on udział kapitałów

obcych w kapitałach ogółem, w związku z czym wraz ze wzrostem wartości wskaźnika rośnie poziom ryzyka finansowego. Nie mniej jednak, trudno jest oszacować wskazany poziom wskaźnika, gdyż zależy on od efektywności i sposobu wykorzystania obcych źródeł, a także ich wewnętrznej struktury. W celu uzupełnienia informacji o udziale kapitałów obcych oraz biorąc pod uwagę ewentualny korzystny wpływ długoterminowych kapitałów obcych, które są częścią kapitałów stałych, warto wyznaczyć wskaźnik zadłużenia długoterminowego.

Biorąc pod uwagę wszystkie możliwe źródła finansowania najbezpieczniejszymi wydają się być kapitały własne. Jak zaznaczają W. Janik i A. Paździor „wiele instytucji finansowych (banków) wyznacza górną granicę zadłużenia długoterminowego na poziomie nie przewyższającym wartości kapitałów własnych”⁵¹. Jednostki, które osiągają wartość wskaźnika zadłużenia kapitału własnego powyżej 1 mogą napotkać na problemy z zaciąganiem kolejnych zobowiązań, gdyż ich sytuacja będzie rozpatrywana przez banki jako obciążona wyższym niż przeciętny poziomem ryzyka.

Dokonując analizy poziomu zadłużenia i związanego z nim ryzyka warto zdawać sobie sprawę, iż poza pozycjami odnoszącymi się do poszczególnych źródeł finansowania ujętymi w bilansie istotne jest także odniesienie ponoszonych kosztów do wyników jednostki. Rozpatrując możliwość pokrycia odsetek należy uwzględnić osiągnięty zysk ze sprzedaży i koszt kapitałów.

Tabela 2.5. Interpretacja wyników wskaźników oceny sytuacji majątkowo-kapitałowej

Nazwa wskaźnika	Wartość wskaźnika i interpretacja
Zadłużenia ogółem	Im wyższa wartość tego wskaźnika tym ryzyko finansowe przedsiębiorstwa wyższe.
Zadłużenia długoterminowego	Wskaźnik informuje o tym, jaka część majątku przedsiębiorstwa finansowana jest kapitałami obcymi o charakterze długoterminowym
Zadłużenia kapitału własnego	Im wyższa wartość tego wskaźnika tym wyższe ryzyko finansowe jednostki gospodarczej.
Pokrycia odsetek zyskiem	<1 – zysk ze sprzedaży nie wystarcza na sfinansowanie odsetek. Zadłużenie jest przyczyną strat. >1 – zysk ze sprzedaży pozwala na sfinansowanie odsetek
Obsługi długu I	>1 – jednostka w pełni pokrywa ratę kapitałową zyskiem netto <1 – zysk netto wypracowany przez przedsiębiorstwo nie jest w stanie sfinansować w danym okresie koniecznej spłaty kapitałów obcych
Obsługi długu II	Ile razy potencjalne źródła spłaty zobowiązań kredytowych pokrywają zobowiązania z tytułu obsługi kredytów w danym roku obrotowym

Źródło: opracowanie własne na podstawie Janik W., Paździor A. *Zarządzanie finansowe w przedsiębiorstwie* Politechnika Lubelska, Lublin 2011, s.77

⁵¹ Janik, W. Paździor A., *Zarządzanie finansowe w przedsiębiorstwie*, op. cit. s.70.

Jeśli jednostka jest w stanie spłacić odsetki z wypracowanego zysku wskaźnik osiąga wartości powyżej jedności, w przeciwnym wypadku zadłużenie jest niekorzystne, gdyż przedsiębiorstwo nie jest w stanie wygenerować środków na pokrycie odsetek. Jeśli wartość wskaźnika oscyluje wokół jedności istnieje ryzyko trudności w regulowaniu zobowiązań uzależnione od czynników makroekonomicznych. Warto w tym miejscu podkreślić, że na określenie ryzyka bez względu na jego nomenklaturę i przypisanie do danej kategorii, wpływa wiele czynników, przy czym mogą one tak jak w tym przypadku występować łącznie. Ryzyko związane z zadłużeniem szacowane na podstawie wskaźnika pokrycia odsetek zyskiem jest uzależnione od zmian stóp procentowych, czyli działań banku centralnego, które są bezpośrednio związane także z ryzykiem stopy procentowej. Niewątpliwie analiza sytuacji finansowej przedsiębiorstwa łączy się dokładnym zbadaniem i zrozumieniem systemu połączonych ze sobą naczyń, rozumianych jako poszczególne kategorie wpływające na wyniki jednostki.

Wskaźnik pokrycia odsetek zyskiem odnosi się do pewnego wycinka zadłużenia, a mianowicie kosztu samych odsetek, przez co pomija istotne, także ze względu na utrzymanie płynności, raty kapitałowe.

Odnosząc się do pozycji kapitałów istotne, także z punktu widzenia ryzyka, jest nie tylko spojrzenie na szeroko rozumiane zadłużenie kapitałów, ale także na ich rentowność. Wyliczenie wskaźników odnoszących się do rentowności kapitałów pozwala na określenie stopy zwrotu z kapitałów. Odbywa się to zazwyczaj przy wykorzystaniu trzech wskaźników – rentowności kapitałów własnych, rentowności kapitałów obcych i efektu dźwigi finansowej⁵².

Wskaźnik rentowności kapitałów własnych informuje o tym, ile groszy zysku netto wypracowano z jednego złotego kapitału własnego zaangażowanego w przedsiębiorstwie⁵³. Przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych określa się czy dana stopa zwrotu spełnia oczekiwania stawiane przez akcjonariuszy i inwestorów, w związku z czym określenie najbardziej optymalnej wartości wskaźnika jest uzależnione od wysokości premii za ryzyko interesariuszy. Z punktu widzenia ryzyka, im niższa wartość wskaźnika tym niższe zyski z kapitału własnego, które przekładać się mogą na ryzyko ponoszenia strat.

Poza wskaźnikiem rentowności kapitałów własnych określa się również rentowność kapitałów obcych, co pozwala na przeprowadzenie bardziej kompleksowej analizy źródeł finansowania. Wykorzystywanie w prowadzeniu działalności gospodarczej kapitałów obcych w dzisiejszej rzeczywistości gospodarczej jest rzeczą powszechnie stosowaną i stale rozwijającą się poprzez wykorzystywanie coraz bardziej zróżnicowanych źródeł finansowania. Zadłużenie, ma z założenia przynieść jednostce korzyści wynikające m.in. ze zwiększonych możliwości inwestycyjnych. Jednakże, przez wzgląd na odsetkowy charakter

⁵² Janik W., Paździor A., *Zarządzanie finansami spółki kapitałowej*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2010, s.12. s. 128.

⁵³ Ibidem, s. 128.

niekorzystne może prowadzić również do sytuacji, w której jednostka nie będzie w stanie obsługiwać zadłużenia, przez co zwiększy się ryzyko finansowe związane nie tylko z samą strukturą kapitałów, ale także płynności, a w dalszej perspektywie również wypłacalności. Dlatego też, zwraca się uwagę na rentowność kapitałów ogółem.

Oszacowanie wskaźnika pozwala na określenie wielkości wyniku netto, jaki wygenerowany został z jednego złotego kapitałów ogółem. Zgodnie ze wzorem na efekt dźwigni finansowej, zestawienie wartości dwóch wcześniej wspomnianych wskaźników pozwala na ocenę opłacalności zaangażowania kapitałów obcych. Efekt dźwigni finansowej wskazuje jak zmienia się rentowność kapitałów własnych pod wpływem zadłużenia. Wartość wskaźnika powyżej zera należy rozpatrywać pozytywnie, gdyż świadczy on o efektywnym wykorzystaniu środków obcych. W sytuacji odwrotnej – ujemna wartość wskaźnika, zadłużenie jest dla jednostki nieopłacalne, w związku z czym powinno zostać zredukowane bądź wykorzystane bardziej efektywnie.

3. Branża budowlana w rozwoju gospodarczym kraju

3.1. Struktura branży budowlanej – wielkość, forma prawna, zatrudnienie

Wszystkie przedsiębiorstwa prowadzące działalność są częścią systemu gospodarczego i politycznego, w obszarze którego funkcjonują. Jak zauważa R. Borowiecki, „w ich ramach powstaje największa część dochodu narodowego, a od racjonalności i efektywności ich gospodarowania zależy poziom życia całego społeczeństwa”⁵⁴. Gospodarkę narodową można definiować jako całokształt działalności powiązanych wzajemnie podmiotów gospodarczych funkcjonujących na terytorium danego państwa. W Polsce istnieje podział na trzy podstawowe sektory gospodarki narodowej (rysunek 3.1.).



Rysunek 3.1. Sektory gospodarki w Polsce

Źródło: opracowanie własne na podstawie Runge A., Runge J., Słownik pojęć z geografii społeczno-ekonomicznej, Videograf Edukacja, 2008, s. 292.

Budownictwo zaliczane jest do sektora przemysłowego, obok przemysłu wydobywczego oraz przemysłu przetwórczego⁵⁵. Zgodnie Polską Klasyfikacją Działalności obejmuje „roboty ogólnobudowlane i specjalistyczne w zakresie budownictwa i prac inżynierii lądowej i wodnej, które polegają na budowie (tzn. wznoszeniu obiektu budowlanego w określonym miejscu, odbudowie, rozbudowie i nadbudowie obiektu budowlanego) oraz obejmują prace polegające na przebudowie, remoncie, rozbiórce lub montażu obiektu budowlanego, włączając montaż budowli z elementów prefabrykowanych oraz konstrukcji o charakterze stałym lub tymczasowym”⁵⁶ (tabela 3.1).

⁵⁴ Borowiecki ROKU, *Przedsiębiorstwo w obliczu wyzwań współczesnej gospodarki*, Nierówności Społeczne a Wzrost Gospodarczy, nr 20 2011, s. 6.

⁵⁵ https://pl.wikipedia.org/wiki/Sektor_przemys%C5%82owy (dostęp z dnia: 28.08.2022)

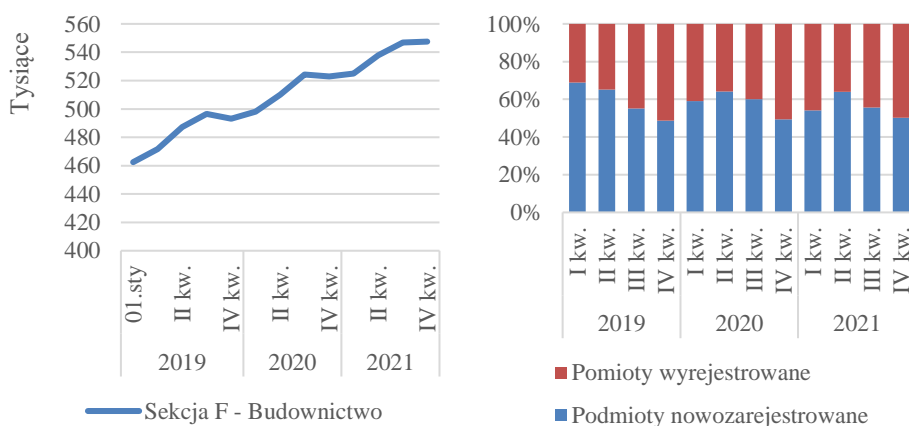
⁵⁶ <http://www.klasyfikacje.gofin.pl/pkd/5,1,1514,budownictwo.html> (dostęp z dnia: 28.08.2022)

Tabela 3.1. Klasyfikacja budownictwa według PKD

Sekcja	Dział	Wyszczególnienie
F	41	Roboty budowlane związane ze wznoszeniem budynków
	42	Roboty związane z budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej
	43	Roboty budowlane specjalistyczne

Źródło: opracowanie na podstawie na podstawie Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 24 grudnia 2007 roku w sprawie Polskiej Klasyfikacji Działalności (PKD)

Liczba podmiotów gospodarczych z sekcji budownictwo zarejestrowanych w Rejestrze Gospodarki Narodowej (REGON) według stanu na początek 2019 roku wynosiła 462 475. W każdym kolejnym kwartale liczba podmiotów się zwiększała, wynosząc na koniec 2021 roku 547 501. Przyrost podmiotów budowlanych na przestrzeni lat 2019–2021 wyniósł więc 18%. Okresowa dynamika liczby podmiotów była na zbliżonym poziomie zarówno w okresie przed pandemią, jak i w trakcie jej trwania. W każdym analizowanym roku, przez pierwsze trzy kwartały liczba podmiotów systematycznie się zwiększała, natomiast w czwartym kwartale przyrost podmiotów wyraźnie wyhamowywał. Wynika to z faktu, że pod koniec roku wzrastała liczba podmiotów wyrejestrowywanych (rysunek 3.2.). Jest to zjawisko obserwowane powszechnie, charakterystyczne dla całej gospodarki narodowej.

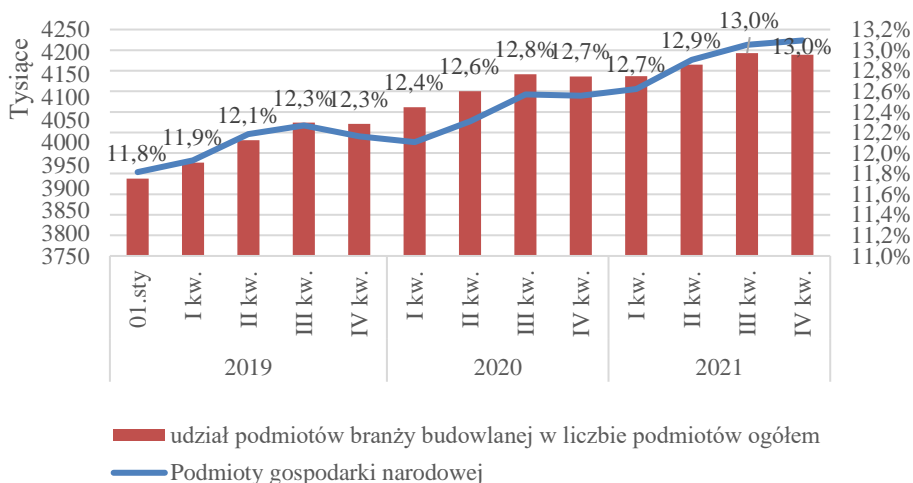


Rysunek 3.2. Podmioty gospodarki narodowej zarejestrowane w REGON w branży budowlanej (sekcja F)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Głównego Urzędu Statystycznego www.stat.gov.pl

Rokroczne zwiększanie się liczby zarejestrowanych podmiotów można wskazywać, że branża budowlana jest postrzegana jako atrakcyjna. Przyciąga nowe podmioty uznające jej potencjał za na tyle wysoki by podjąć trud, po pierwsze przełamania barier wejścia, a po drugie funkcjonowania w niej. Zwiększająca się liczba podmiotów i w konsekwencji rosnący poziom konkurencji mogą wskazywać na relatywnie niskie bariery wejścia w branży budowlanej.

Porównując dynamikę branży budowlanej z dynamiką gospodarki ogółem można zaobserwować podobne tendencje, czyli systematyczny wzrost liczby zarejestrowanych podmiotów przez pierwsze trzy kwartały roku, a następnie spowolnienie w czwartym. Co istotne, udział podmiotów z branży budowlanej w liczbie podmiotów gospodarki narodowej ogółem w badanym okresie wykazywał trend wzrostowy. Na początku 2019 roku wynosił 11,8%, natomiast na koniec 2021 roku 13,0% (rysunek 3.3.). Rosnący udział branży budowlanej w gospodarce narodowej może wskazywać na relatywnie dobrą sytuację branży budowlanej w okresie pandemii na tle pozostałych branż.

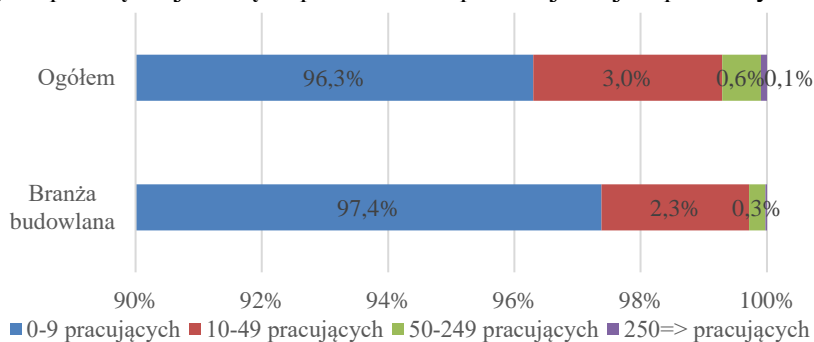


Rysunek 3.3. Podmioty z branży budowlanej zarejestrowane w REGON a podmioty gospodarki narodowej ogółem

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Głównego Urzędu Statystycznego www.stat.gov.pl

Analizując strukturę podmiotów z branży budowlanej pod względem form własności należy zauważyć, że w latach 2019–2021 dominowały osoby fizyczne prowadzące działalność gospodarczą. Stanowiły one 83-84% ogółu podmiotów branży budowlanej. Pozostałe 16-17% były to osoby prawne i jednostki organizacyjne niemające osobowości prawnej. Porównując strukturę branży budowlanej ze strukturą ogółu podmiotów gospodarki narodowej, w branży budowlanej ekspozycja podmiotów prowadzonych przez osoby fizyczne jest zdecydowanie

wyższa. Również w branży budowlanej zarejestrowanych jest nieco więcej podmiotów zatrudniających do 9 pracowników niż w gospodarce ogółem. Podmioty te na koniec 2021 roku stanowiły 97,4% wszystkich podmiotów branży budowlanej. Z kolei wszystkie podmioty gospodarki narodowej zatrudniające do 9 pracowników stanowią 96,3% podmiotów ogółem (rysunek 3.4.). Branża budowlana silniej niż przeciętnie jest więc reprezentowana przez najmniejsze podmioty.



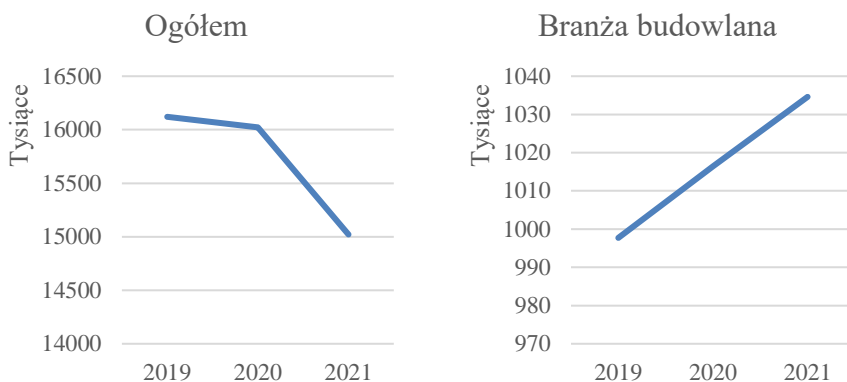
Rysunek 3.4. Struktura podmiotów z branży budowlanej według liczby pracujących na tle struktury podmiotów gospodarki narodowej na koniec 2021 roku

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Głównego Urzędu Statystycznego: www.stat.gov.pl

Biorąc pod uwagę strukturę według liczby pracujących można stwierdzić, że polska branża budowlana jest dominowana przez mikrofirmy. Należy mieć jednak na uwadze, że w przedsiębiorstwach zatrudniających powyżej 49 pracowników zatrudniona jest ponad 1/5 całej siły roboczej sektora budowlanego⁵⁷.

W 2019 roku zatrudnionych w branży budowlanej było 997,5 tys. osób, w 2020 roku – 1 016,4 tys. osób, natomiast w 2021 roku według wstępnych szacunków GUS – 1 034,6 tys. osób. Zatrudnienie w branży wzrastało więc o około 1,8% rocznie. W odniesieniu do całej gospodarki udział zatrudnionych w branży budowlanej w całym badanym okresie kształtował się na poziomie powyżej 6%. Warto zwrócić uwagę na odwrotną tendencję liczby zatrudnionych. Analizując zatrudnienie ogółem widoczny jest wyraźny trend spadkowy, natomiast w przypadku branży budowlanej- wzrostowy. Zatrudnienie ogółem zmniejszyło się w 2020 roku o ponad 0,5% w stosunku do roku 2019, z kolei w 2021 roku zatrudnienie ogółem spadło o 6% w stosunku do roku poprzedniego. W branży budowlanej zaś zatrudnienie w 2020 roku wzrosło o 1,84%, natomiast w 2021 o 1,76% w odniesieniu do roku ubiegłego (rysunek 3.5.)

⁵⁷ Dane GUS raport Pracujący w gospodarce narodowej w 2019 roku i 2020 roku



Rysunek 3.5 Zatrudnienie w gospodarce ogółem oraz w branży budowlanej (w tys. osób)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Głównego Urzędu Statystycznego: www.stat.gov.pl

Podsumowując, według danych GUS w latach 2019–2021 wzrosła liczba zarejestrowanych podmiotów budowlanych o 18% (z 462 475 w 2019 roku do 547 501 w 2021 roku). Zwiększył się również udział podmiotów budowlanych w liczbie podmiotów ogółem z 11,8% w 2019 do 13,0% w 2021. Zatrudnienie także wykazywało tendencję wzrostową. Liczba zatrudnionych osób w branży budowlanej na przestrzeni badanych lat wzrosła o ponad 37 tys. czyli o 3,7%. Biorąc pod uwagę powyższe, podczas pandemii branża budowlana wciąż była oceniana jako atrakcyjna, o czym może świadczyć wzrost liczby podmiotów. Z kolei rosnący udział w rynku oraz wzrost zatrudnienia mogą wskazywać na relatywnie dobrą sytuację branży budowlanej na tle pozostałych branż.

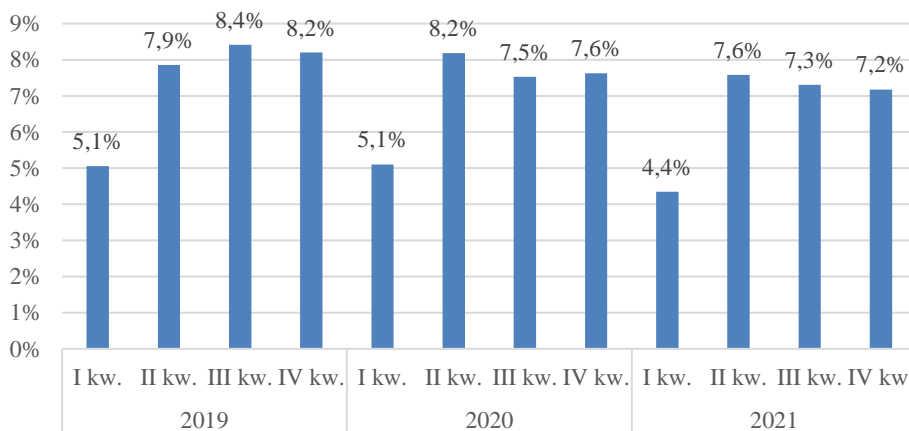
3.2. Analiza produkcji budowlano-montażowej

Kondycja budownictwa w znaczący sposób wpływa na całą gospodarkę. Wynika to z faktu, że branża budowlana jest jednym z największych konsumentów produktów pośrednich takich jak surowce, chemikalia, sprzęt elektryczny i elektroniczny oraz usług pośrednich. Dodatkowo rozwój budownictwa stwarza miejsca pracy w przemyśle, usługach i innych pokrewnych branżach. Oprócz znaczenia ekonomicznego ma także istotne znaczenie dla jakości życia społeczeństwa, głównie w aspekcie budownictwa mieszkaniowego czy infrastrukturalnego. Rozwój budownictwa determinuje wzrost stopy życiowej społeczeństwa oraz postęp cywilizacyjny.

Miernikiem efektów pracy społeczeństwa danego kraju jest Produkt Krajowy Brutto. Według definicji GUS PKB stanowi sumę wartości dodanej brutto poszczególnych sektorów instytucjonalnych lub poszczególnych gałęzi

powiększoną o podatki od produktów pomniejszone o dotacje do produktów⁵⁸. PKB obrazuje więc końcowy efekt działalności wszystkich podmiotów gospodarki krajowej, przez co obecnie jest uważany za najlepszy miernik oceny poziomu rozwoju gospodarczego kraju. Wpływ poszczególnych sektorów gospodarki na rozwój gospodarczy jest różnicowany.

W Polsce udział budownictwa w wartości dodanej brutto w 2019 roku wyniósł 7,4%, w 2020 roku 7,1%, a w 2021 roku – 6,7%. Widoczny jest więc rokroczny spadek udziału budownictwa w tworzeniu wartości dodanej brutto. W ujęciu kwartalnym największy udział odnotowano w III i IV kwartale 2019 roku oraz w II kwartale 2020 roku, najmniejszy zaś w I kwartałach badanych lat, co może wynikać ze specyfiki i sezonowości branży budowlanej (rysunek 3.6).



Rysunek 3.6. Udział budownictwa w wartości dodanej brutto w ujęciu kwartalnym (wg cen bieżących)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych opublikowanych przez Główny Urząd Statystyczny w raporcie Rachunki kwartalne produktu krajowego brutto w latach 2017–2021

W celu pełniejszego ukazania znaczenia branży budowlanej przeanalizowano jej udział w gospodarce całej Unii Europejskiej. Z uwagi na fakt, że rozwój społeczno-gospodarczy Europy jest zróżnicowany zarówno na poziomie globalnym, jak i państwowym⁵⁹ uwzględniono również wyniki dla poszczególnych państw członkowskich.

Analiza udziału branży budowlanej w tworzeniu wartości dodanej brutto w Unii Europejskiej wykazała, że najwyższymi wartościami odznaczały się przede wszystkim kraje Europy Środkowo-Wschodniej. Może to wynikać z faktu

⁵⁸ <https://stat.gov.pl/metainformacje/slownik-pojec/pojecia-stosowane-w-statystyce-publicznej/364,pojecie.html> (dostęp z dnia: 30.08.2022)

⁵⁹Zienkiewicz, T., Zienkiewicz, E., *Divergence or convergence? The case of the former Yugoslav Area*, Journal of the Geographical Institute “Jovan Cvijić” SASA, 71(3), 2021, s. 283–293.

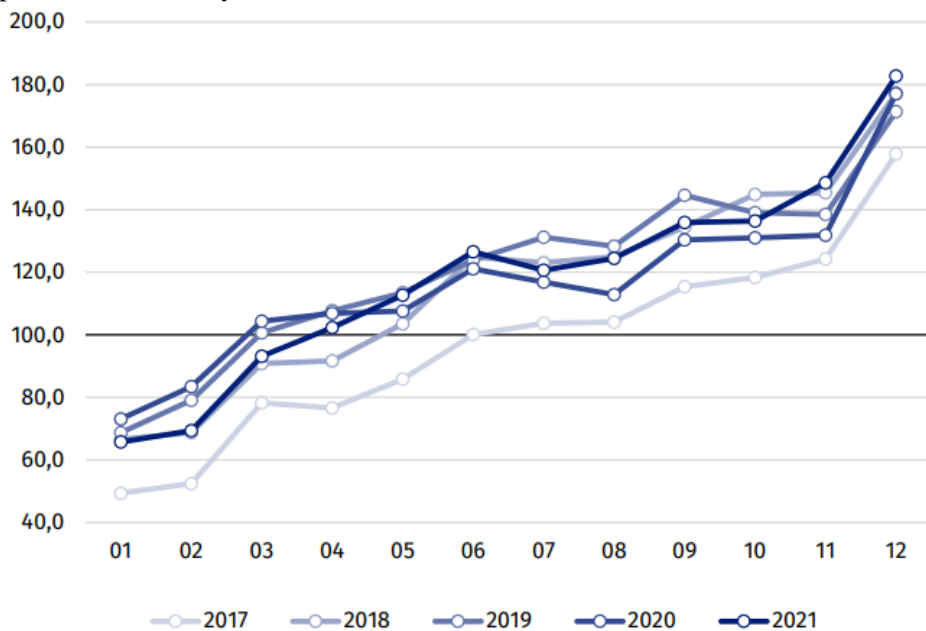
realizacji na tych obszarach projektów budowlanych współfinansowanych ze środków UE i rosnący popyt w budownictwie mieszkaniowym. Największy udział budownictwa w wartości dodanej w 2021 roku odnotowano w Austrii, Rumunii, Litwie i Finlandii. Polska znalazła się na piątym miejscu razem ze Szwecją. Z kolei najniższym udziałem budownictwa odznaczała się Irlandia oraz Grecja. Średni udział branży w wartości dodanej brutto Unii Europejskiej wynosił 5,6% i udział budownictwa znacznej ilości państw członkowskich oscylował wokół wartości (rysunek 3.7).



Rysunek 3.7. Udział budownictwa w wartości dodanej brutto w bieżących cenach podstawowych w 2021 roku

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat [https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=File:Gross_value_added_at_current_basic_prices,_2005_and_2021_\(%25_share_of_total_gross_value_added\)_NA2022.png](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=File:Gross_value_added_at_current_basic_prices,_2005_and_2021_(%25_share_of_total_gross_value_added)_NA2022.png) (dostęp z dnia: 12.10.2022)

W Polsce wartość produkcji budowlano-montażowej w 2019 roku wyniosła 243 mld zł. Oddano do użytkowania 207,4 tys. mieszkań – najwięcej od 1980 roku. W odniesieniu do budownictwa niemieszkalnego do użytkowania oddano 23,0 tys. nowe oraz 3,1 tys. rozbudowane budynki niemieszkalne. W 2020 roku wartość produkcji budowlano-montażowej spadła i wyniosła 239,4 mld zł, czyli o niecałe 1,5% mniej. Do użytkowania oddano 220,8 tys. mieszkań, tj. O 6,5% więcej niż w 2019 roku. Z kolei nowych budynków niemieszkalnych oddano 22,5 tys. oraz 2,7 tys. rozbudowanych, co oznaczało spadek o 2,2% i 11,5% względem poprzedniego roku. W 2021 roku oddano do użytkowania 234,7 tys. mieszkań, czyli o 6,3% więcej niż w 2020 roku Liczba nowych budynków niemieszkalnych była na tym samym poziomie względem poprzedniego roku, zaś w przypadku rozbudowanych budynków niemieszkalnych nastąpił spadek w stosunku do 2020 roku o 12,7% – rozbudowano 2,4 tys. budynków niemieszkalnych. Dynamika produkcji budowlano-montażowej została przedstawiona na rysunku 3.8.



Rysunek 3.8. Dynamika produkcji budowlano-montażowej (ceny stałe; przeciętna miesięczna 2015=100)

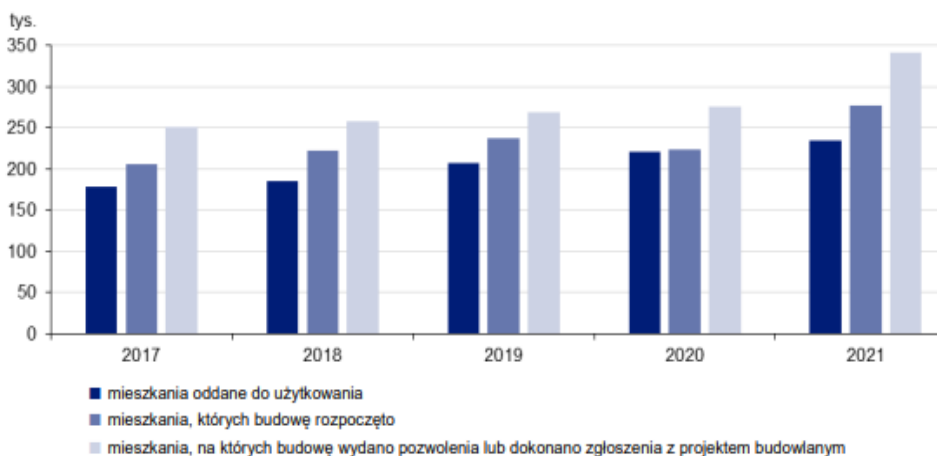
Źródło: GUS, Dynamika produkcji budowlano-montażowej w grudniu 2021 roku

Kolejnym istotnym aspektem przy analizie produkcji budowlano-montażowej jest liczba rozpoczętych budów. W odniesieniu do budownictwa mieszkaniowego w 2019 roku rozpoczęto budowę 237,2 tys. mieszkań. W 2020 roku liczba

rozpoczętych budów zmniejszyła się o 5,7% i wynosiła 223,8 tys. mieszkań. Natomiast w 2021 roku rozpoczęto budowę 277,4 tys. mieszkań – o 23,9% więcej niż w 2020 roku i o 16,9% więcej niż w 2019 roku.

Prognozyktem rozwoju budownictwa w kolejnych latach, oprócz informacji dotyczących rozpoczętych budów, są informacje dotyczące ilości wydanych pozwoleń na budowę oraz ilości dokonanych zgłoszeń z projektem budowlanym. Na podstawie tych danych można przewidywać określone tendencję w budownictwie oraz prognozować ich efekty w perspektywie średniookresowej.

W odniesieniu do budownictwa mieszkaniowego w 2019 roku wydano pozwolenia na budowę lub dokonano zgłoszeń z projektem budowlanym budowy 268,71 tys. mieszkań, w 2020 roku było to 276,1 tys. mieszkań, czyli o 2,7% więcej niż w 2019 roku. Z kolei w 2021 roku wydano pozwoleń lub dokonano zgłoszeń 341,2 tys., czyli o 23,6% więcej niż w 2020 roku i o 26,9% więcej niż w 2019 roku.



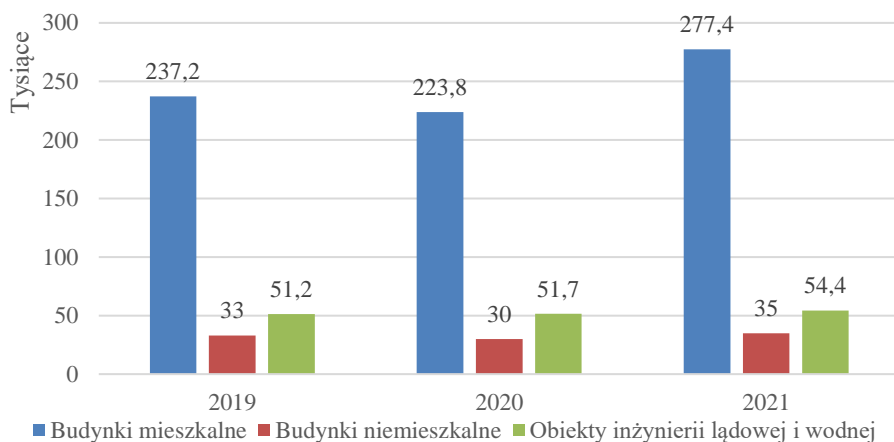
Rysunek 3.9 Budownictwo mieszkaniowe w Polsce w latach 2017-2021

Źródło: GUS, Efekty działalności budowlanej w 2021 roku

Liczba nowych budynków niemieszkalnych, na których budowę wydano pozwolenia w Polsce w 2019 roku wyniosła 33,0 tys., w 2020 roku – 30,0 tys., a w 2021 roku – 35,0 tys. W 2020 roku nastąpił, więc spadek wydanych pozwoleń o 9,1% względem 2019 roku. Z kolei w 2021 roku ilość wydanych pozwoleń wzrosła – o 16,5% względem roku 2020 i o 6% względem roku 2019. W latach 2019–2021 największym udziałem w ogólnej powierzchni użytkowej nowych budynków niemieszkalnych objętych pozwoleniami na budowę wydanymi w 2020 roku odznaczały się budynki przemysłowe i magazynowe. W 2019 i 2020 roku ich udział wynosił około 43%, w 2021 roku zaś wzrósł do poziomu 55%. W badanych okresie znaczące wkłady posiadały również grupy

„Pozostałe budynki niemieszkalne” (około 21,7%) oraz „Budynki handlowo-usługowe” (około 13,3%).

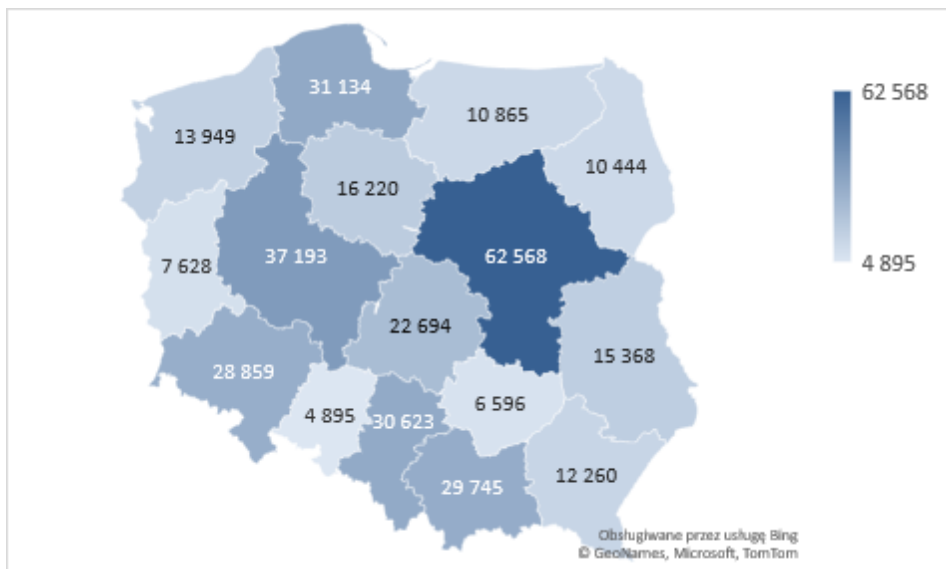
Prognozę dotyczącą przyszłych efektów budownictwa niemieszkalnego uzupełniają dane o ogólnej liczbie wydanych na budowę pozwoleń i zgłoszeń z projektem budowlanym wszystkich obiektów budowlanych klasyfikowanych jako obiekty inżynierii lądowej i wodnej. W roku 2019 liczba wydanych pozwoleń na budowę i dokonanych zgłoszeń wynosiła 51,2 tys. w roku 2020 – 51,7 tys., czyli o 0,9% więcej niż w 2019 roku, a w 2021 roku 54,4 tys., czyli o 5,4% więcej niż w 2020 roku i o 5,8% niż w 2019 roku.



Rysunek 3.10. Liczba wydanych pozwoleń na budowę oraz dokonanych zgłoszeń z projektem budowlanym

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS

Liczba wydanych pozwoleń na budowę oraz zgłoszeń z projektem budowlanym w odniesieniu do budownictwa mieszkalnego różni się w poszczególnych województwach. W 2021 roku najwięcej pozwoleń oraz zgłoszeń odnotowano w województwie mazowieckim – 62 568, natomiast najmniej w województwie opolskim – 4 895 (rys. 3.11).

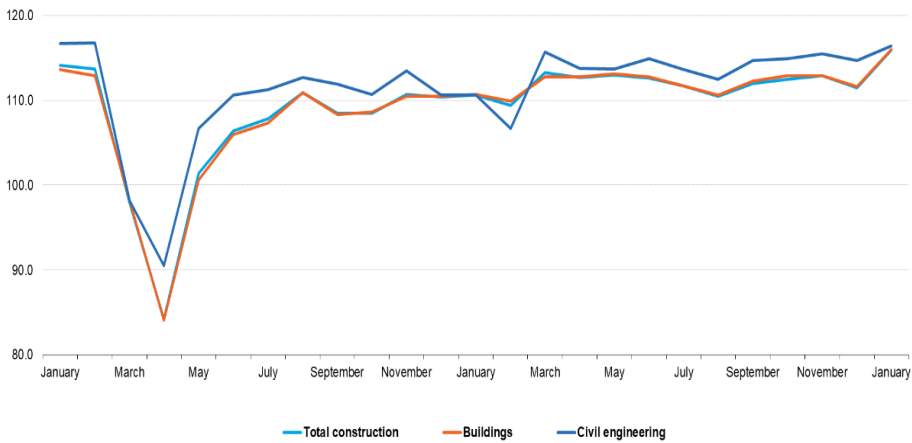


Rysunek 3.11. Liczba wydanych pozwoleń na budowę oraz dokonanych zgłoszeń z projektem budowlanym w podziale na województwa

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS

Pandemia spowodowała konieczność wprowadzenia odpowiednich środków zapobiegawczych w całej Unii Europejskiej. Zdecydowano się m.in. na ograniczenia w podróżowaniu do UE i między państwami członkowskimi UE, odwołanie imprez publicznych, zamykanie szkół, restauracji, hoteli czy sklepów. Zdecydowana większość ograniczeń została wprowadzona w połowie marca 2020 roku i była utrzymana przez cały kwiecień. W maju 2020 roku zrezygnowano z niektórych środków zaradczych lub zmniejszono ich zakres i surowość, co miało znaczny wpływ na produkcję budowlaną (rysunek 3.12).

EU, development of construction production, January 2020 - January 2022
2015=100



Source: Eurostat (online data code: sts_copr_m)

eurostat

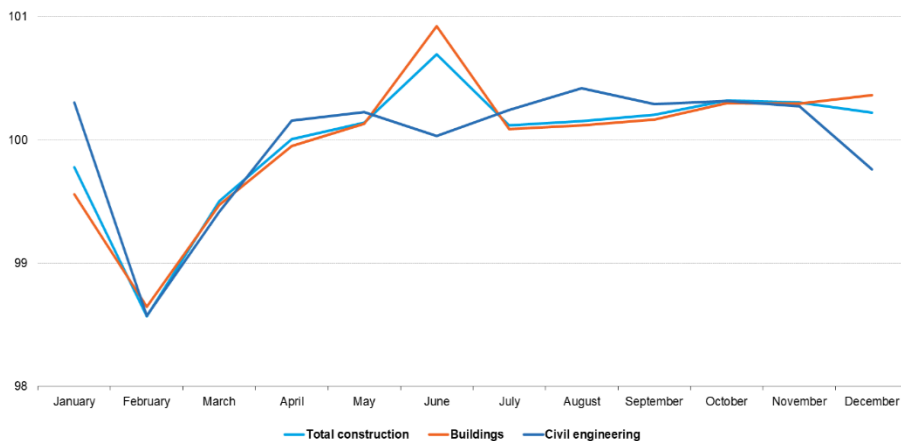
Rysunek 3.12 Rozwój produkcji budowlanej w Unii Europejskiej w okresie styczeń 2020–styczeń 2022 (dane miesięczne, wyrównane sezonowo i kalendarzowo; 2015=100)

Źródło: https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=File:EU,_development_of_construction_production,_January_2020_-_January_2022_2015%3D100_23-03-2022.png

W konsekwencji wybuchu pandemii i związanych z nią ograniczeń drastycznie spadła wielkość produkcji. W kwietniu 2020 roku osiągnęła ona najniższy poziom, po czym od maja zaczęła wzrastać i w miesiącach lipiec–grudzień utrzymywała się na zbliżonym poziomie. Ponowny spadek nastąpił w styczniu 2021 roku, aczkolwiek już w połowie lutego wartość produkcji zaczęła wzrastać, by w marcu 2021 roku osiągnąć najwyższy poziom od początku pandemii. W kolejnych miesiącach wartość produkcji ustabilizowała się na podobnym poziomie.

Należy zaznaczyć, że niższa wartość w I kwartale była charakterystyczna dla produkcji budowlanej także w okresie przed pandemią. Według danych Eurostat w okresie od stycznia do lutego indeksy budownictwa spadają, by w marcu powrócić do poprzedniego poziomu, z kolei w kwietniu i maju przewyższają go. Wraz z nadejściem zimy działalność budowlana zostaje ponownie nieco ograniczona (rysunek 3.13).

EU, average monthly development of construction production, 2010 - 2019



Source: Eurostat (online data code: sts_copr_m)

eurostat

Rysunek 3.13. Średniomiesięczny rozwój produkcji budowlanej w Unii Europejskiej w latach 2010–2019

Źródło: https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/images/9/9e/EU%2C_average_monthly_development_of_construction_production%2C_2010_-_2019_23-03-2022.png

Z uwagi na fakt, iż wprowadzane ograniczenia różniły się w poszczególnych krajach pod względem czasu i rygorystyczności, wpływ pandemii na produkcję budowlaną nie był jednakowy w całej Unii Europejskiej. Kryzys wynikający z pandemii był szczególnie silnie odczuwalny we Włoszech, Francji i Luksemburgu, gdzie w okresie od lutego do kwietnia 2020 roku działalność budowlana spadła odpowiednio o 71,5%, o 63,9% i 55,0%.

Obecnie we Włoszech produkcja budowlana wyraźnie wzrosła. Porównując wartości uzyskane w styczniu 2022 roku z uzyskanymi w kwietniu 2020 nastąpił wzrost aż o 303,2%. Z kolei we Francji, pomimo wysokiego tempa wzrostu od czasu kryzysu, produkcja na styczeń 2022 wynosi tylko 97,6% wartości produkcji sprzed pandemii. W krajach, w których środki mające na celu zapobiegać rozprzestrzenianiu się wirusa, były mniej drastyczne, działalność budowlana między lutym a kwietniem 2020 roku spadła tylko umiarkowanie (na przykład w Finlandii), a nawet wzrosła (w Danii, Rumunii czy Szwecji).

Według danych Eurostat w styczniu 2022 roku tylko połowa z 16 krajów, dla których dostępne są dane, odzyskała poziom działalności budowlanej sprzed kryzysu. Są to kraje takie jak: Niemcy, Włochy, Węgry, Holandia, Polska, Rumunia, Finlandia, Szwecja. Niektóre kraje są stosunkowo blisko poziomu aktywności sprzed kryzysu na przykład Bułgaria, Czechy, Francja, Portugalia. Z kolei

w krajach takich jak Belgia, Hiszpania, Austria, Słowacja, wartość produkcji budowlanej nadal jest niższa od tej sprzed pandemii⁶⁰.

Tabela 3.2 Tempo wzrostu w budownictwie w ujęciu styczeń 2022 – kwiecień 2020 oraz kwiecień – luty 2020 i ożywienie (%)

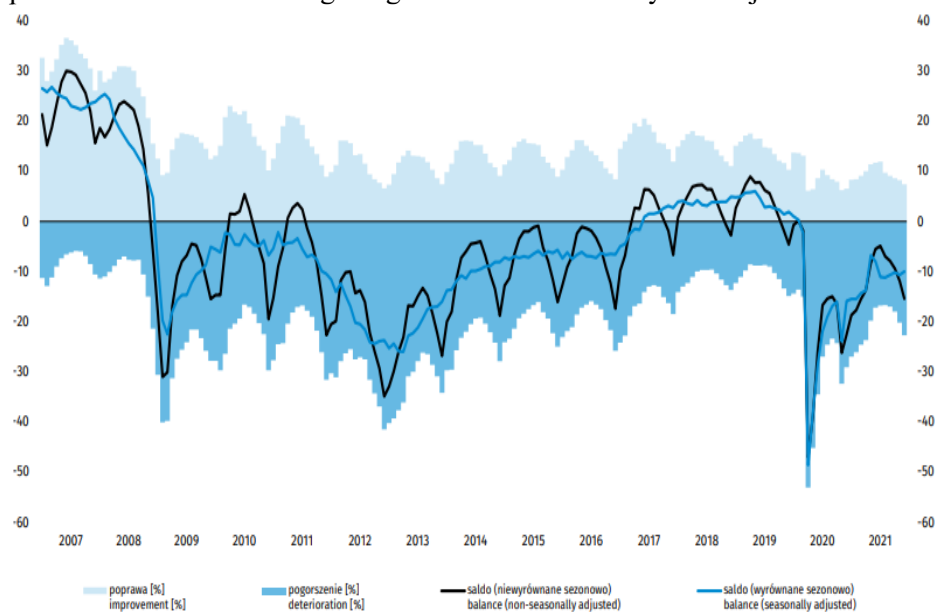
Lp.	Wyszczególnienie	Produkcja budowlana		
		styczeń 2022/ kwiecień 2020	kwiecień 2020/ luty 2020	Ożywienie
1	Unia Europejska	37,6	-25,9	101,9
2	Belgia	13,7	-15,8	95,7
3	Bułgaria	14,8	-14,4	98,3
4	Czechy	3,8	-3,9	99,8
5	Dania	-	1,6	-
6	Niemcy	6,4	-3,7	102,5
7	Hiszpania	29,6	-25,8	96,2
8	Francja	170,1	-63,9	97,6
9	Chorwacja	-	-13,4	-
10	Włochy	303,2	-71,5	115,0
11	Luxemburg	-	-55,0	-
12	Węgry	9,3	-5,9	102,9
13	Holandia	3,9	-3,8	100,0
14	Austria	29,4	-25,5	96,4
15	Polska	13,6	-7,8	104,7
16	Portugalia	12,4	-11,6	99,4
17	Rumunia	5,5	2,4	108,0
18	Słowenia	-	-15,0	-
19	Słowacja	2,6	-14,8	87,5
20	Finlandia	6,9	-1,5	105,2
21	Szwecja	-0,2	2,7	102,4
22	Północna Macedonia	-	-2,4	-

Źródło: [https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=File:Construction_growth_rates,_January_2022-April_2020,_April-February_2020_and_recovery_\(%25\)_23-03-2022.png](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=File:Construction_growth_rates,_January_2022-April_2020,_April-February_2020_and_recovery_(%25)_23-03-2022.png) (data dostępu: 10.10.2022)

Istotną kwestią dotyczącą sytuacji sektora budowlanego jest również zbadanie koniunktury, odzwierciedlającej nastroje podmiotów budowlanych co do

⁶⁰ [https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=File:Growth_rates_construction_-_January_2022_compared_with_January_2020_\(%25\)_calendar_adjusted_data_23-03-2022.png](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=File:Growth_rates_construction_-_January_2022_compared_with_January_2020_(%25)_calendar_adjusted_data_23-03-2022.png)

ich sytuacji ekonomicznej. Wskaźnik koniunktury obliczany jest jako średnia arytmetyczna z sald odpowiedzi na pytania z ankiety miesięcznej przeprowadzanej przez GUS dotyczącej bieżących i przewidywanej sytuacji gospodarczej przedsiębiorstwa. Wskaźnik przyjmuje wartości od -100 do +100. Wartości ujemne ocenia się jako negatywne, zaś dodatnie jako pozytywne. Na rysunku 3.14. przedstawiono wskaźnik ogólnego klimatu koniunktury w sekcji budownictwo.



Rysunek 3.14. Wskaźnik ogólnego klimatu koniunktury w sekcji budownictwo

Źródło: GUS, Koniunktura w przetwórstwie przemysłowym, budownictwie, handlu i usługach 2000-2021

Analizując koniunkturę budowlaną w latach 2019–2021 wyznaczaną poprzez saldo wyrównane sezonowo można zaobserwować, że wskaźnik jedynie w 2019 roku znajduje się powyżej zera. W I kwartale 2020 roku widoczny jest drastyczny spadek wskaźnika co jest konsekwencją niespodziewanego ogłoszenia pandemii COVID-19. W latach 2020-2021 można zauważyć znaczną poprawę koniunktury – wskaźnik wykazuje trend wzrostowy, aczkolwiek nie osiąga wartości dodatniej. Może to świadczyć o postrzeganiu przez przedsiębiorców w okresie pandemii branży budowlanej jako trudnej. Należy jednak zauważyć, że na tle pozostałych branż koniunktura w budownictwie była najlepsza⁶¹.

⁶¹ GUS, Koniunktura w przetwórstwie przemysłowym, budownictwie, handlu i usługach 2000-2021.

3.3. Zakres i metodyka badań

Istnieje pewna nierozzerwalna zależność między funkcjonowaniem jednostek gospodarczych, a sytuacją gospodarczą zarówno w kraju, jak i na świecie. Jak zaznacza I. Krawczyk-Sokołowska przedsiębiorstwo, chcąc funkcjonować w gospodarce rynkowej, musi bardzo szybko reagować na zmiany⁶².

Warto jeszcze raz podkreślić, iż kluczowym dla funkcjonowania każdej rozwiniętej gospodarki jest sektor budowlany. Koniunktura w budownictwie oddziałuje na sytuację w branżach pokrewnych takich jak: logistyka i transport, handel, przemysł metalowy i chemiczny czy szeroko rozumiany sektor finansowy. Dla potrzeb niniejszego opracowania szczególną uwagę zwrócono na charakterystykę wycinka sektora przemysłowego, jaką jest branża budowlana. Zakres działań, które zalicza się do branży budowlanej jest dość szeroki, gdyż wiąże się z wszystkimi etapami prac – od wznoszenia, przez ulepszenia czy naprawy po rozbiórkę różnego typu obiektów. Dodatkowo, sektor ten stanowi swoistą sieć połączonych ze sobą łańcuchów. Składa się on z firm wykonawczych, podwykonawców, producentów materiałów, dostawców, w których jedne podmioty świadczą usługi na zlecenie innych, a wszyscy pozostają we wzajemnych relacjach.

Pandemia koronawirusa sprawiła, iż zarządzający musieli podejmować natychmiastowe kroki celem dostosowania założeń i celów funkcjonowania jednostki w nowej rzeczywistości, aby zminimalizować powstałe ryzyko. Nieuniknionym wydawało się przygotowanie firm do zbliżającego się kryzysu i okresu dekonjunktury gospodarczej. Regulacje rządowe wprowadzone w życie po 11 marca 2020 roku nie zabraniały jednoznacznie prowadzenia działań w zakresie robót budowlanych, stąd też przewidywano, iż spadek inwestycji nie wystąpi od razu. Naturalnym jest zatem, iż branża odczuwała pojawiające się cyklicznie kryzysy z pewnym opóźnieniem.

Przedmiotem zainteresowania była zatem analiza reprezentatywnej grupy spółek notowanych na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Spośród 43 podmiotów z sektora GPW Budownictwo do badań wybrano 7 spółek (tabela 3.3).

Tabela 3.3. Spółki z branży budowlanej notowane na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie

Nazwa spółki	Sektor
Dekpol Spółka Akcyjna	Budownictwo – Pozostałe
Herkules Spółka Akcyjna	Budownictwo – Pozostałe
Budimex Spółka Akcyjna	Budownictwo Ogólne
Mirbud Spółka Akcyjna	Budownictwo Ogólne
P.A. Nova Spółka Akcyjna	Budownictwo Ogólne
Unibep Spółka Akcyjna	Budownictwo Ogólne
Energoaparatura Spółka Akcyjna	Budownictwo Przemysłowe

⁶²Krawczyk-Sokołowska I., Finansowanie innowacji w przedsiębiorstwie a zrównoważony rozwój, Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów SGH 105, 2011, s. 138-154.

Nazwa spółki	Sektor
Erbud Spółka Akcyjna	Budownictwo Przemysłowe
Instal Kraków Spółka Akcyjna	Budownictwo Przemysłowe
Mostostal Płock Spółka Akcyjna	Budownictwo Przemysłowe
Mostostal Warszawa Spółka Akcyjna	Budownictwo Przemysłowe
Mostostal Zabrze Spółka Akcyjna	Budownictwo Przemysłowe
Pbg Spółka Akcyjna w Restrukturyzacji	Budownictwo Przemysłowe
Pjp Makrum Spółka Akcyjna	Budownictwo Przemysłowe
Polimex Mostostal Spółka Akcyjna	Budownictwo Przemysłowe
Prochem Spółka Akcyjna	Budownictwo Przemysłowe
Rafako Spółka Akcyjna	Budownictwo Przemysłowe
Remak-Energomontaż Spółka Akcyjna	Budownictwo Przemysłowe
Atrem Spółka Akcyjna	Instalacje Budowlane i Telekomunikacyjne
Elektrotim Spółka Akcyjna	Instalacje Budowlane i Telekomunikacyjne
Energoinstal Spółka Akcyjna	Instalacje Budowlane i Telekomunikacyjne
Zue Spółka Akcyjna	Instalacje Budowlane i Telekomunikacyjne
Centrum Nowoczesnych Technologii Spółka Akcyjna	Inżynieria Lądowa i Wodna
Mdi Energia Spółka Akcyjna	Inżynieria Lądowa i Wodna
Tesgas Spółka Akcyjna	Inżynieria Lądowa i Wodna
Torpol Spółka Akcyjna	Inżynieria Lądowa i Wodna
Trakcja Spółka Akcyjna	Inżynieria Lądowa i Wodna
Vistal Gdynia Spółka Akcyjna	Inżynieria Lądowa i Wodna
Compremum Spółka Akcyjna	Materiały Budowlane
Decora Spółka Akcyjna	Materiały Budowlane
Fabryka Farb i Lakierów Śnieżka Spółka Akcyjna	Materiały Budowlane
Ferro Spółka Akcyjna	Materiały Budowlane
Izolacja-Jarocin Spółka Akcyjna	Materiały Budowlane
Korporacja Budowlana Dom Spółka Akcyjna w Upadłości	Materiały Budowlane
Lentex Spółka Akcyjna	Materiały Budowlane
Libet Spółka Akcyjna	Materiały Budowlane
Megaron Spółka Akcyjna	Materiały Budowlane
Mercor Spółka Akcyjna	Materiały Budowlane
Mfo Spółka Akcyjna	Materiały Budowlane
Poznańska Korporacja Budowlana Pekabex Spółka Akcyjna	Materiały Budowlane
Selena Fm Spółka Akcyjna	Materiały Budowlane
Ulma Construcion Polska Spółka Akcyjna	Materiały Budowlane
Zakłady Magnezytowe Ropczyce Spółka Akcyjna	Materiały Budowlane

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych ze strony internetowej <https://www.gpw.pl/>

Wytypowane podmioty należą do indeksu WIG-Budownictwo. Indeks ten obejmuje podmioty świadczące usługi z zakresu: budownictwa ogólnego, przemysłowego i pozostałych usług budowlanych, instalacji budowlanych i telekomunikacyjnych, inżynierii lądowej i wodnej oraz dystrybucji materiałów budowlanych. Jako kryterium doboru wybrano wartość przychodów ze sprzedaży powyżej 1 miliarda złotych w ostatnim z badanych okresów, czyli w roku 2021. Do grupy badawczej zaliczono 3 spółki budownictwa przemysłowego (ERBUD, MOSTOSTAL, POLIMEX), 3 spółki budownictwa ogólnego (BUDMEX, MIRBUD, UNIBEP) oraz 1 spółkę z sektora budownictwo-pozostałe (DEKPOL).

Badania obejmowały okres 12 kwartałów – od 2019 do 2021 roku, dając tym samym informację na temat sytuacji ekonomiczno-finansowej w okresie przed pandemią oraz w trakcie kolejnych jej fal. Taki podział prezentacji umożliwił bardziej wnikliwą analizę oraz porównanie danych dla poszczególnych przedziałów czasowych.

W niniejszym opracowaniu przeprowadzona została analiza wskaźnikowa z wykorzystaniem czterech kategorii wskaźników: płynności, zadłużenia, struktury majątkowo-kapitałowej i rentowności kapitałów.

Tabela 3.3. Zestawienie wskaźników płynności oraz zadłużenia wykorzystanych w przedmiotowych badaniach

Lp.	Nazwa wskaźnika	Formuła obliczania
Wskaźniki płynności		
1.	Bieżącej płynności	$\frac{\text{Aktywa obrotowe}}{\text{Zobowiązania krótkoterminowe}}$
2.	Szybkiej płynności (I)	$\frac{\text{Inwestycje krótkoterminowe}}{\text{Zobowiązania krótkoterminowe}}$
3.	Szybkiej płynności (II)	$\frac{\text{Inwestycje krótkoterminowe} + \text{Należności krótkoterminowe}}{\text{Zobowiązania krótkoterminowe}}$
Wskaźniki zadłużenia		
1.	Ogółem	$\frac{\text{Kapitał obcy}}{\text{Kapitały ogółem}}$
2.	Długoterminowego	$\frac{\text{Kapitał obcy długoterminowy}}{\text{Kapitały ogółem}}$
3.	Kapitału własnego	$\frac{\text{Kapitał obcy}}{\text{Kapitał własny}}$

Źródło: opracowanie własne na podstawie Janik W., Paździor A., *Zarządzanie finansami spółki kapitałowej*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2010.

Tabela 3.4. Zestawienie wskaźników struktury majątkowo-kapitałowej oraz rentowności kapitałów wykorzystanych w przedmiotowych badaniach

Lp.	Nazwa wskaźnika	Formuła obliczania
Wskaźniki struktury majątkowo-kapitałowej		
1	Wskaźnik złotej reguły bilansowej	$\frac{\text{Kapitał własny}}{\text{Aktywa trwałe}}$
2	Wskaźnik złotej reguły finansowej	$\frac{\text{Kapitał stały}}{\text{Aktywa trwałe}}$
3	Wskaźnik sfinansowania majątku obrotowego kapitałem pracującym	$\frac{\text{Kapitał pracujący}}{\text{Aktywa obrotowe}}$
4	Wskaźnik sfinansowania majątku kapitałami zmiennymi	$\frac{\text{Kapitały zmienne}}{\text{Aktywa obrotowe}}$
5	Wskaźnik ogólnej sytuacji finansowej	$\frac{\text{Wskaźnik złotej reguły finansowej}}{\text{Wskaźnik sfinansowania majątku kapitałami zmiennymi}}$
Wskaźniki rentowności kapitałów		
1	Wskaźnik rentowności kapitału własnego (ROE)	$\frac{\text{Zysk netto}}{\text{Kapitał własny – stan średni}}$
2	Wskaźnik rentowności kapitałów ogółem (ROA)	$\frac{\text{Zysk netto} + \text{odsetki}(1 - 19\%)}{\text{Kapitały ogółem – stan średni}}$
3	Efekt dźwigni finansowej	$ROE - ROA$

Źródło: opracowanie własne na podstawie Janik W., Paździor A., *Zarządzanie finansami spółki kapitałowej*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2010.

W tabeli 3.3. oraz tabeli 3.4. zestawiono grupy wskaźników na podstawie, których dokonano oceny kondycji finansowej wybranych przedsiębiorstw oraz poziomu ryzyka finansowego. Wśród wyodrębnionych grup wyszczególniono najistotniejsze wskaźniki oraz przedstawiono ich formuły obliczeniowe.

4. Analiza i ocena płynności finansowej oraz ryzyka płynności finansowej

Płynność finansowa jednostki w ogólnym ujęciu może być rozumiana jako zdolność do terminowego regulowania zobowiązań, stąd też jednym z celów działalności powinna być dbałość o jej odpowiedni poziom. Poprzez zarządzanie płynnością rozumie się obserwację wartości wskaźników w czasie i dbałość o to, aby jednostka generowała odpowiednie nadwyżki środków pieniężnych pozwalające na terminową spłatę zobowiązań. Zestawienie wskaźników oraz ich zmian w czasie pozwolić może na odpowiednio wczesne wykrycie ryzyka płynności i niewypłacalności.

Na potrzeby niniejszego opracowania wybrane zostały trzy wskaźniki płynności, których wielkości i zmiany zostały przeanalizowane we wszystkich badanych podmiotach. Punktem odniesienia przeprowadzonych badań były wyniki sektorowe dla WIG-Budownictwo, które zestawiono w tabeli 4.1.

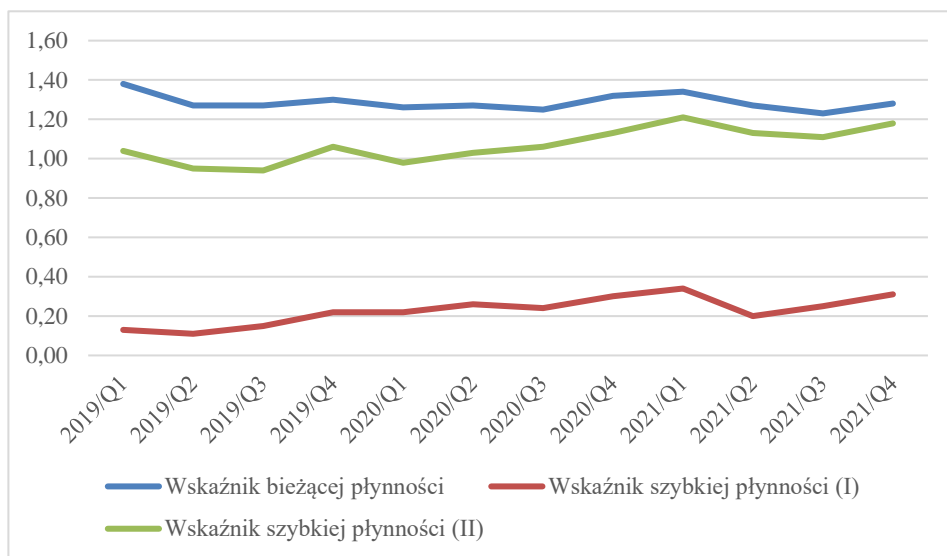
Tabela 4.1. Wskaźniki płynności finansowej dla sektora budownictwo

Wskaźnik	2019/Q1	2019/Q2	2019/Q3	2019/Q4	2020/Q1	2020/Q2
bieżącej płynności	1,38	1,27	1,27	1,30	1,26	1,27
szybkiej płynności (I)	0,13	0,11	0,15	0,22	0,22	0,26
szybkiej płynności (II)	1,04	0,95	0,94	1,06	0,98	1,03
Wskaźnik	2020/Q3	2020/Q4	2021/Q1	2021/Q2	2021/Q3	2021/Q4
bieżącej płynności	1,25	1,32	1,34	1,27	1,23	1,28
szybkiej płynności (I)	0,24	0,30	0,34	0,20	0,25	0,31
szybkiej płynności (II)	1,06	1,13	1,21	1,13	1,11	1,18

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki oraz strony internetowej <https://www.biznesradar.pl/spolki-wskazniki-plynnosci/indeks:WIG-BUDOW,CR,3,2> (dostęp z dnia 1.09.2022)

Wykorzystanie danych branżowych pozwala na nakreślenie sytuacji ogólnobranżowej, która wpływa na sytuację poszczególnych podmiotów. Jak powszechnie wiadomo każda branża ma odmienną specyfikę, stąd też analiza wskaźnikowa musi opierać się nie tylko na wartościach literaturowych, ale także na odniesieniu do sytuacji ogólnej. Aby dokonać oceny ekonomicznej przedsiębiorstwa niezbędny jest zatem punkt odniesienia. W branży budowlanej wskaźnik bieżącej płynności w badanym okresie utrzymuje się na poziomie 1,23–1,38 co świadczyć może o zachowanym minimalnym poziomie płynności. Zarówno wskaźniki szybkiej płynności w I, jak i II wariancie wykazują, iż spółki z sektora

charakteryzują się zdolnością do szybkiej spłaty zobowiązań w przypadku nagłej wymagalności co zaprezentowano na rysunku 4.1.



Rysunek 4.1. Wskaźniki płynności dla sektora budownictwo

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych na stronie internetowej <https://www.biznesradar.pl/>

Płynność finansową sektora budowlanego poddano również analizie statystycznej. W badanym okresie płynność mierzona wskaźnikiem bieżącej płynności utrzymywała się średnio na poziomie 1,29 co wskazuje na zachowanie minimalnej zdolności do terminowej spłaty bieżących zobowiązań. Ryzyko bieżącej płynności finansowej mierzone poziomem zmienności można ocenić jako niewielkie, gdyż poziom wskaźnika kształtuje się na poziomie 3,1%. Podobnie jest w przypadku wskaźnika szybkiej płynności w wariancie II, czyli uwzględniającego inwestycje krótkoterminowe oraz należności krótkoterminowe. Średnia wartość wskaźnika w badanym okresie utrzymuje się na poziomie 1,07, czyli minimalny poziom płynności zostaje zachowany w badanym okresie. Współczynnik zmienności przyjmuje wartość 7,8%, co również wskazuje na niewielki poziom ryzyka dla tej miary. Z kolei poziom zmienności wskaźnika szybkiej płynności (I), czyli tzw. wskaźnik płynności gotówkowej, ukształtował się na poziomie 30,2%. Wartość ta świadczy o dużym ryzyku zmienności. Należy jednak mieć na uwadze, że w badanym okresie sektor budowlany wykazywał zdolność do szybkiej spłaty zobowiązań w przypadku nagłej wymagalności, a wartości wskaźnika szybkiej płynności I wykazywały tendencję wzrostową, co wypłynęło na wysoki poziom zmienności (tabela 4.2).

Tabela 4.2. Wartości średnie wskaźników, mediana, odchylenia standardowe i poziom zmienności wskaźników płynności dla sektora budowlanego

Wskaźnik	Sektor budowlany			
	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności
bieżącej płynności	1,29	1,27	0,04	3,1%
szybkiej płynności (I)	0,23	0,23	0,07	30,2%
szybkiej płynności (II)	1,07	1,06	0,08	7,8%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dostępnych na stronie internetowej <https://www.biznesradar.pl> (dostęp z dnia 1.12.2022)

Po analizie sektorowej, zostanie dokonana analiza poszczególnych spółek funkcjonujących w ramach sektora. Pierwszą z analizowanych spółek z branży budowlanej jest jedna z najbardziej znanych jednostek w branży – spółka Budimex. Spółka ta oferuje usługi (najczęściej w charakterze generalnego wykonawcy) w sektorach infrastruktury: drogowej, kolejowej, lotniskowej, budownictwa kubaturowego, energetycznego, przemysłowego i ekologicznego. Stopniowo zwiększa swoje zaangażowanie w sektorze facility management (obsługa nieruchomości i obiektów infrastruktury) oraz gospodarki odpadami.⁶³ Dla lepszego zobrazowania wartości wskaźników zostały zestawione w tabeli 4.3.

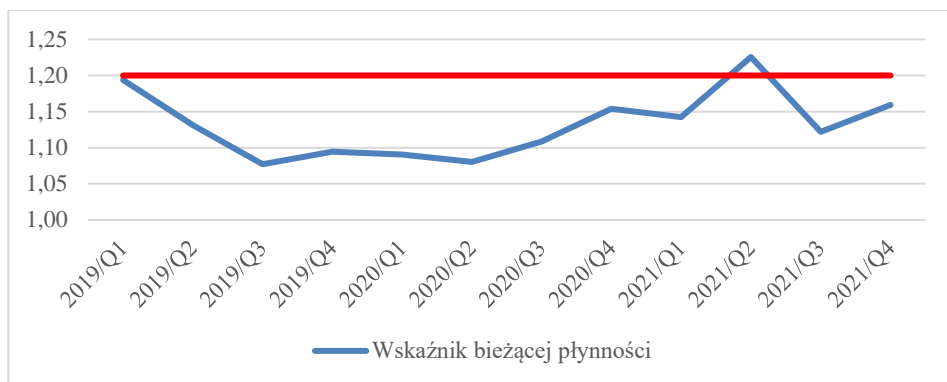
Tabela 4.3. Wskaźniki płynności finansowej dla spółki Budimex

Wskaźnik	2019/Q1	2019/Q2	2019/Q3	2019/Q4	2020/Q1	2020/Q2
bieżącej płynności	1,19	1,13	1,08	1,09	1,09	1,08
szybkiej płynności (I)	0,25	0,15	0,19	0,43	0,41	0,41
szybkiej płynności (II)	0,67	0,64	0,64	0,67	0,67	0,70
Wskaźnik	2020/Q3	2020/Q4	2021/Q1	2021/Q2	2021/Q3	2021/Q4
bieżącej płynności	1,11	1,15	1,14	1,23	1,12	1,16
szybkiej płynności (I)	0,44	0,46	0,43	0,72	0,62	0,61
szybkiej płynności (II)	0,75	0,76	0,68	1,13	1,03	1,06

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

Wartości wskaźnika bieżącej płynności poniżej 1,2 świadczyć mogą o obniżonej zdolności do terminowego regulowania zobowiązań, a tym samym o zwiększonym ryzyku finansowym (rys. 4.2).

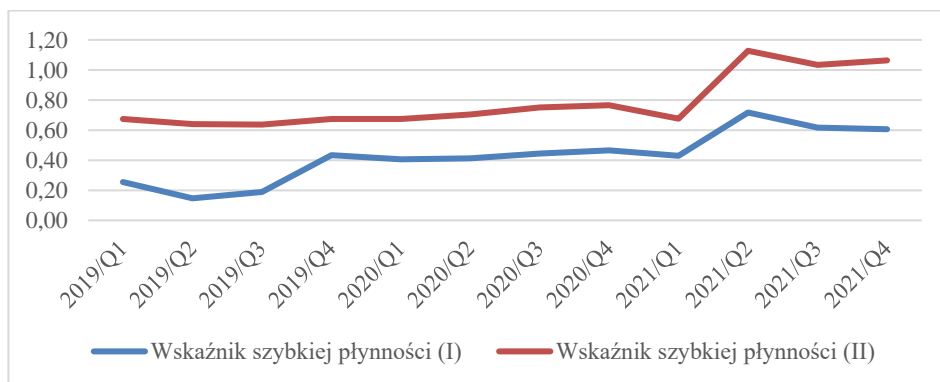
⁶³ <https://www.bankierokupl/gielda/notowania/akcje/BUDIMEX/podstawowe-dane> (dostęp z dnia 10.09.2022)



Rysunek 4.2. Wskaźnik bieżącej płynności dla spółki Budimex

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

W spółce Budimex tylko w jednym z badanych okresów wskaźnik bieżącej płynności osiąga zadawalający poziom. Warto w tym miejscu zaznaczyć, iż relacja wykorzystana w formule wskaźnika opiera się na danych bilansowych zestawionych na ostatni dzień każdego kwartału. Należy zatem podchodzić do wyników z pewną rezerwą, gdyż stan płynnych aktywów może ulegać znacznym fluktuacjom, co będzie miało bezpośredni wpływ na otrzymane wyniki.



Rysunek 4.3. Wskaźniki szybkiej płynności dla spółki Budimex

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

Wskaźnik szybkiej płynności wariant I i II uwzględniają odpowiednio inwestycje krótkoterminowe oraz inwestycje krótkoterminowe i należności. Wzrost wartości wskaźnika w czasie uznać można za przejaw dobrej sytuacji jednostki

(rys. 4.3). Należy jednak mieć na uwadze, że zarówno niedobór, jak i nadmiar najbardziej płynnych aktywów może mieć dla spółki negatywne skutki. Wskaźniki szybkiej płynności wykazują tendencję wzrostową, oscylując wokół wartości uznanych za graniczne dla zachowania minimalnego poziomu bezpieczeństwa we wszystkich badanych okresach. Relacja inwestycji krótkoterminowych do zobowiązań krótkoterminowych wzrosła niemal dwukrotnie z poziomu 0,25 do poziomu 0,43 w pierwszym kwartale 2021 roku i 2022 roku. Oznacza to, że inwestycje krótkoterminowe były w stanie pokryć dwa razy więcej kapitału obcego krótkoterminowego. Wystąpienie pandemii COVID-19 w marcu 2020 roku nie wpłynęło w znaczący sposób na płynność spółki Budimex, i spółka była w stanie pokryć ponad 67% zadłużenia krótkoterminowego z inwestycji i należności krótkoterminowych.

Analizując płynność spółki Budimex na tle sektora (tabela 4.4) można zauważyć, że średnia wartość wskaźnika bieżącej płynności wynosiła 1,13 i była niższa od średniej sektora, podobnie jak wartość wskaźnika szybkiej płynności w drugim wariancie. Z kolei wartość średnia wskaźnika szybkiej płynności I spółki Budimex była wyższa niż średnia w sektorze w badanym okresie. Porównując ryzyko zmiany płynności w spółce Budimex oraz w sektorze zauważyć można, że poziom zmienności wskaźnika bieżącej płynności w spółce Budimex oraz w sektorze są niewielkie. Wskazuje to na niewielkie ryzyko zmiany płynności. Z kolei w przypadku wskaźników szybkiej płynności ryzyko zmiany płynności jest znacznie większe.

Wartości wskaźnika bieżącej płynności poniżej 1,2 świadczyć mogą o obniżonej zdolności do terminowego regulowania zobowiązań, a tym samym o zwiększonym ryzyku finansowym.

Tabela 4.4. Wartości średnie wskaźników, mediana, odchylenia standardowe i poziom zmienności wskaźników płynności dla spółki Budimex oraz sektora

Wskaźnik	Budimex				Sektor			
	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności
bieżącej płynności	1,13	1,13	0,04	3,9%	1,29	1,27	0,04	3,1%
szybkiej płynności (I)	0,43	0,43	0,16	38,2%	0,23	0,23	0,07	30,2%
szybkiej płynności (II)	0,78	0,69	0,17	22,0%	1,07	1,06	0,08	7,8%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki oraz strony internetowej <https://www.biznesradar.pl> (dostęp z dnia 1.12.2022)

Dokonując analizy płynności nie należy zapominać o fakcie, iż niekiedy najbardziej miarodajne jest porównanie wskaźników w grupie przedsiębiorstw funkcjonujących na tym samym rynku i w tej samej branży. Stąd też zestawiono wyniki

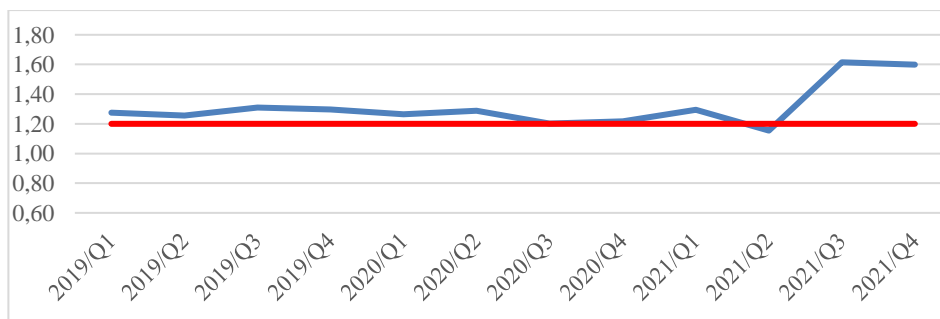
wskaźników kolejnej spółki notowanej w indeksie WIG-Budownictwo – Erbud w tabeli 4.5. Grupa Erbud jest jedną z pięciu czołowych polskich grup budowanych. Działalność grupy jest realizowana w generalnym wykonawstwie w segmentach: budownictwo kubaturowe, budownictwo inżynieryjno-drogowe, budownictwo przemysłowe oraz inżynieria i serwis dla energetyki, a także w segmencie deweloperskim. Grupa działa na rynku polskim oraz na rynkach innych krajów Unii Europejskiej.⁶⁴

Tabela 4.5. Wskaźniki płynności finansowej dla spółki Erbud

Wskaźnik	2019/Q1	2019/Q2	2019/Q3	2019/Q4	2020/Q1	2020/Q2
bieżącej płynności	1,27	1,26	1,31	1,30	1,27	1,29
szybkiej płynności (I)	0,14	0,15	0,17	0,22	0,27	0,23
szybkiej płynności (II)	1,23	1,18	1,19	1,17	1,11	1,26
Wskaźnik	2020/Q3	2020/Q4	2021/Q1	2021/Q2	2021/Q3	2021/Q4
bieżącej płynności	1,20	1,22	1,30	1,15	1,61	1,60
szybkiej płynności (I)	0,22	0,44	0,34	0,15	0,42	0,48
szybkiej płynności (II)	1,18	1,18	1,26	1,11	1,57	1,51

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

Wskaźnik bieżącej płynności w badanej spółce w niemal każdym analizowanym okresie osiągał minimalny poziom bezpieczeństwa, co obrazuje rysunek 4.5. Potwierdzeniem relatywnie niskiego poziomu ryzyka płynności są również wskaźniki szybkiej płynności.

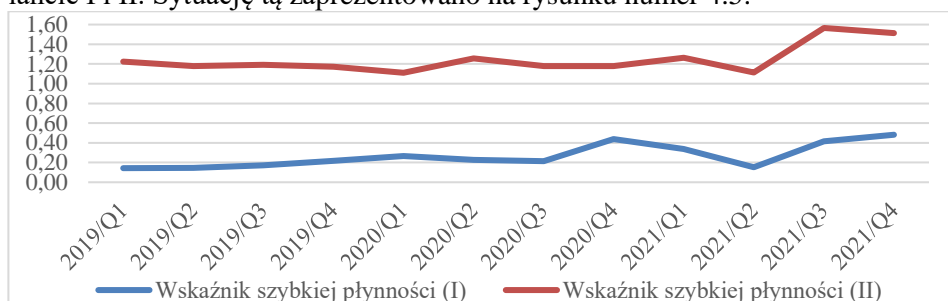


Rysunek 4.4. Wskaźnik bieżącej płynności dla spółki Erbud

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

⁶⁴ <https://www.bankierokupl/gielda/notowania/akcje/ERBUD/podstawowe-dane> (dostęp z dnia 10.09.2022)

Dokonując analizy płynności w spółce Erbud zauważa się, że zdecydowanie większą rozbieżność w kształtowaniu się wskaźników szybkiej płynności w wariacie I i II. Sytuację tą zaprezentowano na rysunku numer 4.5.



Rysunek 4.5. Wskaźniki szybkiej płynności dla spółki Erbud

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

Zestawiając ze sobą wyniki wskaźników spółki Budimex i Erbud zauważa się znaczącą dysproporcję w wartościach należności i inwestycji krótkoterminowych. W pierwszym z analizowanych podmiotów wymienione kategorie aktywów są na zbliżonych poziomach, natomiast w drugiej należności krótkoterminowe wyraźnie przewyższają inwestycje krótkoterminowe. Świadczyć to może o odmienne polityce zarządzania płynnością. Obie spółki natomiast charakteryzują się systematycznym wzrostem wartości wskaźników szybkiej płynności, co świadczyć może o rosnącej zdolności do regulowania zobowiązań bieżących.

Omawiając wyniki analizy statystycznej (tabela 4.6) na uwagę zasługuje podkreślenie podobnych tendencji w spółce Budimex oraz Erbud, w których to w przypadku wskaźnika szybkiej płynności w wariacie pierwszym poziom zmienności określić można jako duży.

Tabela 4.6. Wartości średnie wskaźników, mediana, odchylenia standardowe i poziom zmienności wskaźników płynności dla spółki Erbud oraz sektora

Wskaźnik	Erbud				Sektor			
	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności
bieżącej płynności	1,31	1,28	0,14	10,5%	1,29	1,27	0,04	3,1%
szybkiej płynności (I)	0,27	0,22	0,12	43,3%	0,23	0,23	0,07	30,2%
szybkiej płynności (II)	1,25	1,19	0,14	11,2%	1,07	1,06	0,08	7,8%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki oraz strony internetowej <https://www.biznesradar.pl> (dostęp z dnia 1.12.2022)

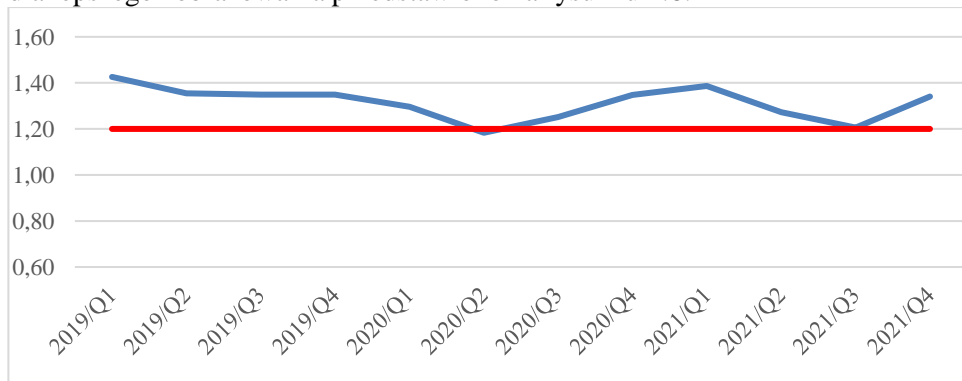
Na potrzeby niniejszego opracowania przebadano również spółkę Unibep, a otrzymane wyniki, wzorem poprzednich, zestawiono w tabeli 4.7. Grupa jest generalnym wykonawcą w Polsce i za granicą (działa na rynkach: białoruskim i ukraińskim), posiada fabrykę domów modułowych (sprzedaje je głównie do krajów skandynawskich), działa w drogownictwie (buduje drogi głównie na terenie województwa podlaskiego), a poprzez swoją spółkę Budrex realizuje i remontuje mosty na terenie całego kraju oraz prowadzi także działalność deweloperską w Warszawie, Poznaniu, Radomiu i Bielsku Podlaskim.⁶⁵

Tabela 4.7. Wskaźniki płynności finansowej dla spółki Unibep

Wskaźnik	2019/Q1	2019/Q2	2019/Q3	2019/Q4	2020/Q1	2020/Q2
bieżącej płynności	1,43	1,35	1,35	1,35	1,30	1,18
szybkiej płynności (I)	0,45	0,34	0,22	0,36	0,32	0,31
szybkiej płynności (II)	0,97	0,91	0,92	0,93	0,87	0,80
Wskaźnik	2020/Q3	2020/Q4	2021/Q1	2021/Q2	2021/Q3	2021/Q4
bieżącej płynności	1,25	1,35	1,39	1,27	1,21	1,34
szybkiej płynności (I)	0,29	0,38	0,31	0,23	0,23	0,31
szybkiej płynności (II)	0,86	0,90	0,86	0,80	0,75	0,89

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

Prezentowana spółka charakteryzuje się dobrą płynnością, wskaźnik bieżącej płynności we wszystkich badanych okresach jest na zadawalającym poziomie, co dla lepszego zobrazowania przedstawiono na rysunku 4.6.

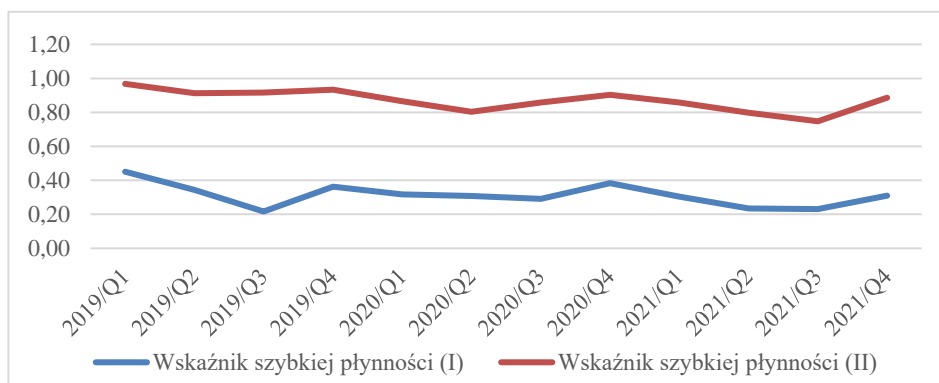


Rysunek 4.6. Wskaźnik bieżącej płynności dla spółki Unibep

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

⁶⁵ <https://www.bankierokupl/gielda/notowania/akcje/UNIBEP/podstawowe-dane> (dostęp z dnia 10.09.2022)

W spółce Unibep zauważa się spadek płynności bieżącej w pierwszym kwartale po ogłoszeniu przez WHO pandemii koronawirusa i wprowadzeniu restrykcji. Nie można jednak jednoznacznie ocenić czy zwiększone ryzyko płynności było bezpośrednio związane z sytuacją epidemiologiczną. Warto zatem przyjrzeć się dokładniej dwóm pozostałym wskaźnikom płynności.



Rysunek 4.7. Wskaźniki szybkiej płynności dla spółki Unibep

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

Poziom pokrycia zobowiązań krótkoterminowych płynnymi aktywami uznać można za w miarę bezpieczny. Należy jednak mieć na uwadze możliwość wystąpienia tendencji spadkowej (rys. 4.8). Niekorzystną byłaby dla spółki sytuacja, w której wartości wskaźnika szybkiej płynności w wariantcie I spadłyby poniżej 0,2, gdyż oznaczałoby to, że inwestycje krótkoterminowe nie byłyby w stanie pokryć 20% zobowiązań krótkoterminowych w przypadku ich nagłej wymagalności. W badanych okresach wartości wskaźnika nie spadają poniżej tej wartości, niemniej znacząco się do niej zbliżają. Fakt ten, w zestawieniu z wartościami wskaźnika szybkiej płynności w drugim wariantcie może stanowić pewien sygnał zwiększonego ryzyka płynności.

Analiza kolejnej spółki (tabela 4.8) pozwala na potwierdzenie swoistej tendencji dużej zmienności wskaźnika szybkiej płynności (I) oraz stosunkowo małej wskaźnika bieżącej płynności.

Tabela 4.8. Wartości średnie wskaźników, mediana, odchylenia standardowe i poziom zmienności wskaźników płynności dla spółki Unibep oraz sektora

Wskaźnik	Unibep				Sektor			
	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności
bieżącej płynności	1,31	1,34	0,07	5,3%	1,29	1,27	0,04	3,1%
szybkiej płynności (I)	0,31	0,31	0,06	20,6%	0,23	0,23	0,07	30,2%
szybkiej płynności (II)	0,87	0,88	0,06	6,9%	1,07	1,06	0,08	7,8%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki oraz strony internetowej <https://www.biznesradar.pl> (dostęp z dnia 1.12.2022)

Kolejnym podmiotem gospodarczym należącym do badanego sektora jest spółka Mostostal Warszawa, która należy do grona największych holdingów budowlanych w Polsce, realizując inwestycje w generalnym wykonawstwie we wszystkich sektorach branży budowlanej. Grupa ma także doświadczenie w tworzeniu konstrukcji stalowych i instalacji technologicznych dla przemysłu petrochemicznego i chemicznego. Inwestorem strategicznym jest Acciona SA. Celem lepszego porównania wskaźników płynności bieżącej i szybkiej w branży wyniki zestawiono w tabeli 4.9.

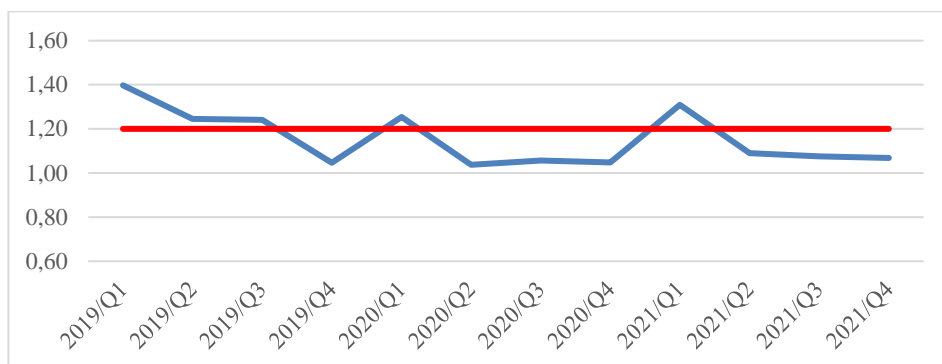
Tabela 4.9. Wskaźniki płynności finansowej dla spółki Mostostal Warszawa

Wskaźnik	2019/Q1	2019/Q2	2019/Q3	2019/Q4	2020/Q1	2020/Q2
bieżącej płynności	1,40	1,24	1,24	1,05	1,25	1,04
szybkiej płynności (I)	0,12	0,11	0,15	0,31	0,23	0,14
szybkiej płynności (II)	0,68	0,67	0,71	0,70	0,75	0,63
Wskaźnik	2020/Q3	2020/Q4	2021/Q1	2021/Q2	2021/Q3	2021/Q4
bieżącej płynności	1,06	1,05	1,31	1,09	1,08	1,07
szybkiej płynności (I)	0,17	0,23	0,20	0,19	0,26	0,32
szybkiej płynności (II)	0,62	0,68	0,80	0,66	0,65	0,71

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

Poziom zabezpieczenia kapitału obcego krótkoterminowego aktywami obrotowymi wyraźnie fluktuuje w czasie. Odnotowuje się relatywnie wyższe wartości wskaźnika w pierwszych kwartałach badanych lat, w których to zachowany jest minimalny poziom bezpieczeństwa. W spółce Mostostal Warszawa poziom ryzyka związanego z możliwością utraty bieżącej płynności jest podwyższony,

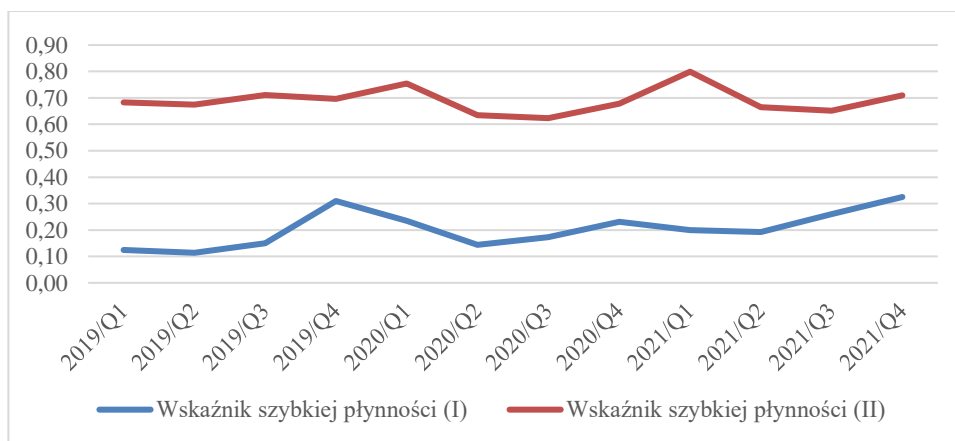
gdź spada poniżej określonego marginesu bezpieczeństwa, co zaprezentowano na rysunku 4.8.



Rysunek 4.8. Wskaźnik bieżącej płynności dla spółki Mostostal Warszawa

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

Biorąc pod uwagę fakt, iż w aktywach krótkoterminowych nie odzwierciedla się generowanych w toku działalności strumieni pieniężnych, a wartości wskaźnik bieżącej płynności nieznacznie odbiegają od wartości granicznej, uznać można, że ryzyko to nie jest znaczne. Niemniej, warto zwrócić uwagę na poziom wskaźników szybkiej płynności.



Rysunek 4.9. Wskaźniki szybkiej płynności dla spółki Mostostal Warszawa

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

Jak podkreślano, obserwowany wzrost wskaźnika w czasie może świadczyć o zmniejszającym się ryzyku niewypłacalności (rys. 4.9). Należy przy tym pamiętać, iż w zachowanie płynności wymaga utrzymywania racjonalnego poziomu środków pieniężnych. Aspekt ten oznacza, iż nadmierne zamrażanie tych środków z działalności nie będzie sprzyjało rozwojowi jednostki i świadczyć może o awersji do inwestowania. W analizowanej spółce poziomy wskaźników szybkiej płynności w obu wariantach oscylują wokół wartości podawanych w literaturze przedmiotu za wzorcowe oraz rosną w czasie.

Poziom zmienności wskaźnika szybkiej płynności w pierwszym wariantcie jest nieco wyższy niż w sektorze (tabela 4.10). Na uwagę zasługują również 10 procentowa zmienność wskaźnika bieżącej płynności, co potwierdza wyższe niż średnio sektorowe ryzyko spłaty zobowiązań w przypadku nagłej wymagalności, podobnie jak w spółce Erbud.

Tabela 4.10. Wartości średnie wskaźników, mediana, odchylenia standardowe i poziom zmienności wskaźników płynności dla spółki Mostostal Warszawa oraz sektora

Wskaźnik	Mostostal Warszawa				Sektor			
	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności
bieżącej płynności	1,16	1,08	0,12	10,4%	1,29	1,27	0,04	3,1%
szybkiej płynności (I)	0,20	0,20	0,07	32,5%	0,23	0,23	0,07	30,2%
szybkiej płynności (II)	0,69	0,68	0,05	6,9%	1,07	1,06	0,08	7,8%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki oraz strony internetowej <https://www.biznesradar.pl> (dostęp z dnia 1.12.2022)

Porównując płynność spółek z branży budowlanej warto przeanalizować również sytuację spółki Polimex Mostostal, dla której wartości wskaźników płynności zestawiono w tabeli 4.11. Obecnie grupa odbudowuje swoją pozycję w działalności inżynieryjno-usługowej. Rozwój Grupy, który ma być wsparty na dwóch podstawowych filarach tj. energetyce i petrochemii (gazie, chemii, nafcie), uzyska dodatkowe oparcie w działalności budownictwa przemysłowego oraz działalności produkcyjnej realizowanej w ramach wydzielonej do odrębnej spółki działalności zlokalizowanej w zakładzie produkcyjnym w Siedlcach.⁶⁶

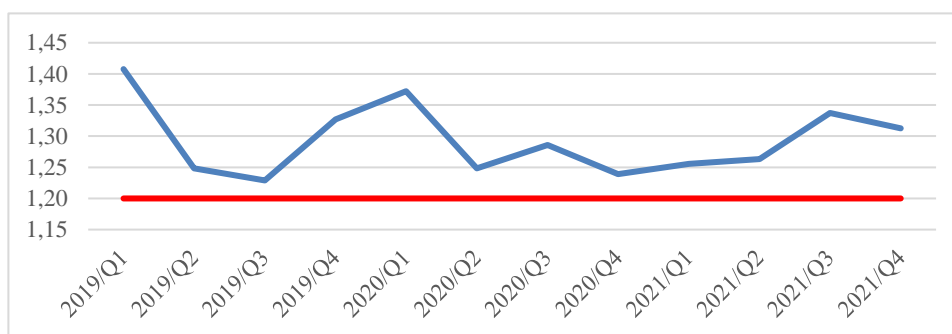
⁶⁶ <https://www.bankierokupl/gielda/notowania/akcje/POLIMEXMS/podstawowe-dane> (dostęp z dnia 10.09.2022)

Tabela 4.11. Wskaźniki płynności finansowej dla spółki Polimex

Wskaźnik	2019/Q1	2019/Q2	2019/Q3	2019/Q4	2020/Q1	2020/Q2
bieżącej płynności	1,41	1,25	1,23	1,33	1,37	1,25
szybkiej płynności (I)	0,44	0,40	0,38	0,35	0,43	0,40
szybkiej płynności (II)	1,19	1,06	1,03	1,13	1,19	1,11
Wskaźnik	2020/Q3	2020/Q4	2021/Q1	2021/Q2	2021/Q3	2021/Q4
bieżącej płynności	1,29	1,24	1,26	1,26	1,34	1,31
szybkiej płynności (I)	0,40	0,39	0,64	0,53	0,73	0,61
szybkiej płynności (II)	1,14	1,09	1,08	1,07	1,15	1,10

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

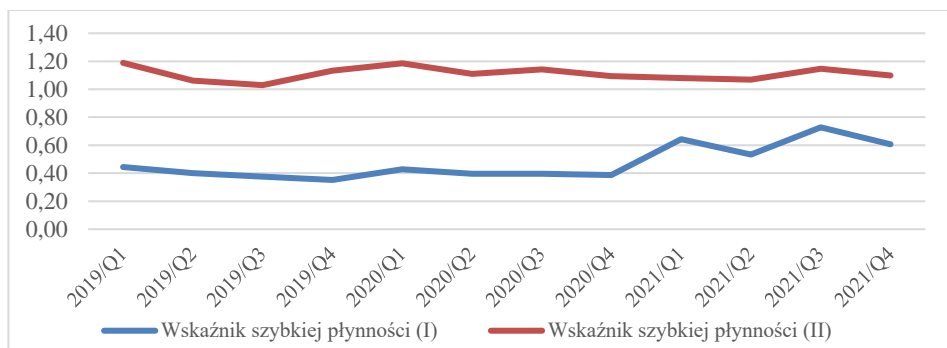
Spółkę tą cechuje relatywnie wysoki poziom bezpieczeństwa finansowego, a margines bezpieczeństwa zachowany jest we wszystkich badanych okresach.



Rysunek 4.10. Wskaźnik bieżącej płynności dla spółki Polimex

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

Relacja aktywów obrotowych do zobowiązań krótkoterminowych przekracza poziom 1,2, a kształtowanie się wartości wskaźnika w zestawieniu z wymaganym poziomem gwarantującym zachowanie płynności odwzorowano na rysunku 4.11. Oznacza to, iż jednostka ta jest w stanie pokryć ponad 20% kapitału obcego krótkoterminowego w przypadku nagłej wymagalności z posiadanego majątku obrotowego.



Rysunek 4.11. Wskaźniki szybkiej płynności dla spółki Polimex

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

Wartości wskaźników szybkiej płynności potwierdzają, iż spółka utrzymuje płynność na racjonalnym poziomie z zachowaniem minimalnego poziomu bezpieczeństwa. Kształtowanie się wartości wskaźników przedstawiono graficznie na rysunku 4.12. Warto również podkreślić, że w okresie przed pandemią COVID-19 odnotowano jedynie niewielkie fluktuacje wskaźnika co może świadczyć o zrównoważonej polityce zachowania płynności finansowej. Analiza statystyczna wskazuje, że wartości średnie wskaźników płynności badanej spółki są nieco wyższe niż w wartości średnie w sektorze. Wskaźniki poziomu ryzyka wskazują na niższe niż w sektorze ryzyko finansowe związane z obszarem płynności (tabela 4.12).

Tabela 4.12. Wartości średnie wskaźników, mediana, odchylenia standardowe i poziom zmienności wskaźników płynności dla spółki Polimex Mostostal oraz sektora

Wskaźnik	Polimex Mostostal				Sektor			
	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności
bieżącej płynności	1,29	1,27	0,05	4,2%	1,29	1,27	0,04	3,1%
szybkiej płynności (I)	0,47	0,41	0,12	24,9%	0,23	0,23	0,07	30,2%
szybkiej płynności (II)	1,11	1,10	0,05	4,2%	1,07	1,06	0,08	7,8%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z kwartalnych sprawozdań finansowych badanej jednostki oraz strony internetowej <https://www.biznesradar.pl> (dostęp z dnia 1.12.2022)

Na uwagę zasługuje również spółka Mirbud, w której efektywnie zarządza się płynnością, co potwierdzają dane zestawione w tabeli 4.13. Spółka działa na pol-

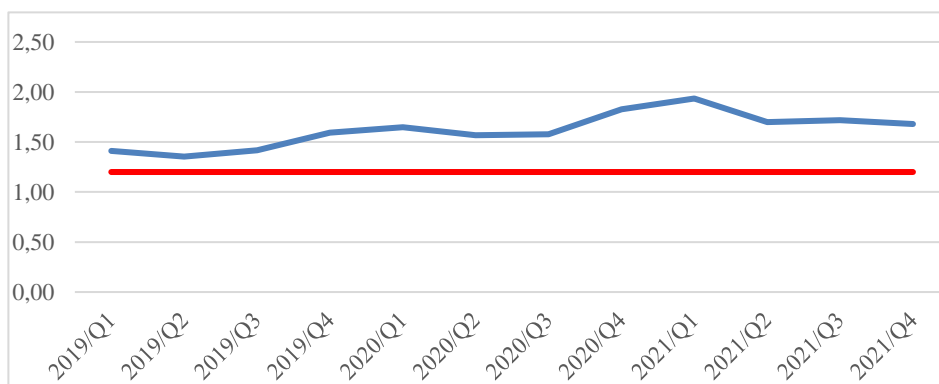
skim rynku przede wszystkim jako generalny wykonawca w obszarze budownictwa użyteczności publicznej, mieszkaniowego, przemysłowego oraz inżynierii drogowej.

Tabela 4.13. Wskaźniki płynności finansowej dla spółki Mirbud

Wskaźnik	2019/Q1	2019/Q2	2019/Q3	2019/Q4	2020/Q1	2020/Q2
bieżącej płynności	1,41	1,25	1,23	1,33	1,37	1,25
szybkiej płynności (I)	0,44	0,40	0,38	0,35	0,43	0,40
szybkiej płynności (II)	1,19	1,06	1,03	1,13	1,19	1,11
Wskaźnik	2020/Q3	2020/Q4	2021/Q1	2021/Q2	2021/Q3	2021/Q4
bieżącej płynności	1,29	1,24	1,26	1,26	1,34	1,31
szybkiej płynności (I)	0,40	0,39	0,64	0,53	0,73	0,61
szybkiej płynności (II)	1,14	1,09	1,08	1,07	1,15	1,10

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

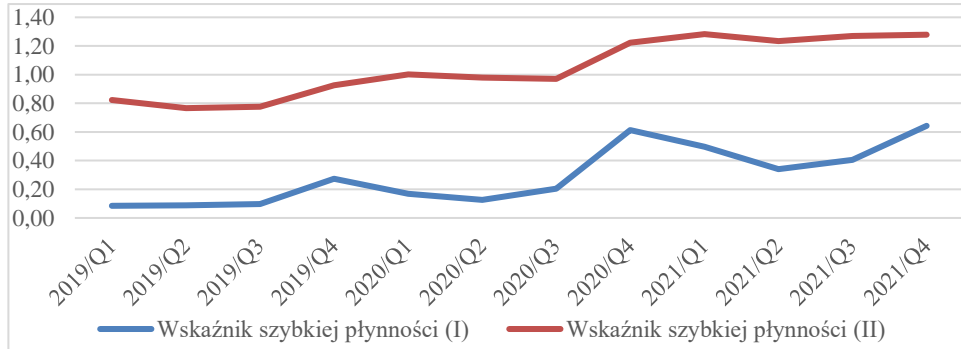
Jak podano, za minimalną wartość wskaźnika bieżącej płynności przyjmuje się 1,2, co zaznaczono na rysunku 4.13 czerwoną linią. W spółce Mirbud poziom ten jest zachowany w każdym z badanych okresów. Zauważa się również systematyczny wzrost wartości wskaźnika w czasie. Warto w tym miejscu jeszcze raz nakreślić, iż zarząd musi mieć świadomość, iż kumulacja środków pieniężnych wiąże się z powstaniem kosztu utraconych korzyści, a tym samym może negatywnie wpływać na sytuację spółki, w tym na jej rozwój.



Rysunek 4.12. Wskaźnik bieżącej płynności dla spółki Mirbud

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

Analizując relację inwestycji krótkoterminowych oraz inwestycji krótkoterminowych i należności krótkoterminowych do zobowiązań krótkoterminowych zauważa się, że zachowana jest tendencja wzrostowa obserwowana także w pozostałych podmiotach.



Rysunek 4.13. Wskaźniki szybkiej płynności dla spółki Mirbud

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

Uwidoczono to na rysunkach 4.13 i 4.14. Inwestycje krótkoterminowe w ostatnim badanym okresie są w stanie pokryć ponad 64% krótkoterminowego kapitału obcego.

Kształtowanie się wartości średnich oraz odchylenia standardowego wskaźników wpływają na wyniki analizy ryzyka. Na uwagę zasługuje bardzo duża zmienność wskaźnika szybkiej płynności w pierwszym wariancie (tabela 4.14). Należy w tym miejscu podkreślić, że przez wzgląd na charakter wskaźnika nie musi on świadczyć o bardzo wysokim niebezpieczeństwie.

Tabela 4.14. Wartości średnie wskaźników, mediana, odchylenia standardowe i poziom zmienności wskaźników płynności dla spółki Mirbud oraz sektora

Wskaźnik	Mirbud				Sektor			
	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności
bieżącej płynności	1,62	1,62	0,16	10,1%	1,29	1,27	0,04	3,1%
szybkiej płynności (I)	0,30	0,24	0,20	66,1%	0,23	0,23	0,07	30,2%
szybkiej płynności (II)	1,04	0,99	0,19	18,6%	1,07	1,06	0,08	7,8%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki oraz strony internetowej <https://www.biznesradar.pl> (dostęp z dnia 1.12.2022)

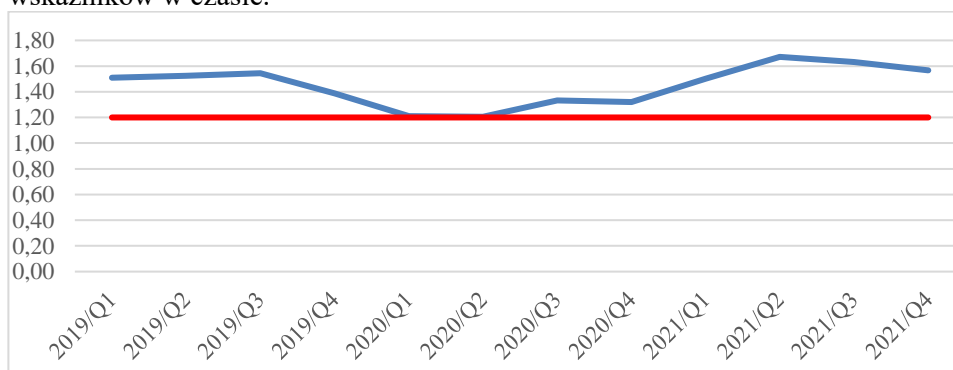
Ostatnim badanym podmiotem jest spółka Dekpol, dla której wyniki przeprowadzonej analizy zestawiono w tabeli 4.15. Grupa działa w trzech segmentach. Najważniejszy to usługi generalnego wykonawstwa obiektów przemysłowych, użyteczności publicznej, sportowych i rekreacyjnych, czy też obiektów ochrony środowiska. Drugi to Dział Konstrukcji Stalowych, który realizuje całościowe projekty dla firm krajowych i zagranicznych. Trzecim jest działalność deweloperska (budownictwo mieszkaniowe w Polsce Północnej).

Tabela 4.15. Wskaźniki płynności finansowej dla spółki Dekpol

Wskaźnik	2019/Q1	2019/Q2	2019/Q3	2019/Q4	2020/Q1	2020/Q2
bieżącej płynności	1,51	1,52	1,54	1,39	1,21	1,21
szybkiej płynności (I)	0,10	0,22	0,28	0,23	0,14	0,19
szybkiej płynności (II)	0,72	0,87	0,83	0,66	0,60	0,70
Wskaźnik	2020/Q3	2020/Q4	2021/Q1	2021/Q2	2021/Q3	2021/Q4
bieżącej płynności	1,33	1,32	1,50	1,67	1,63	1,57
szybkiej płynności (I)	0,25	0,30	0,23	0,24	0,20	0,28
szybkiej płynności (II)	0,81	0,88	1,01	1,10	1,12	1,18

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

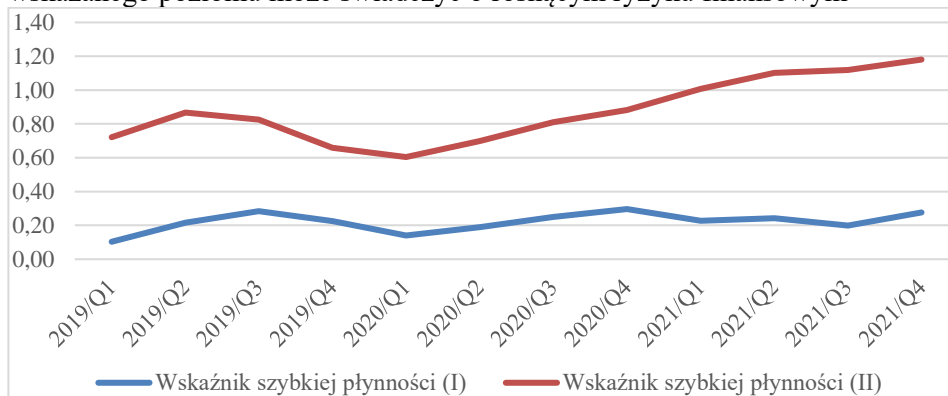
W okresie wystąpienia pandemii COVID-19 odnotowano najniższą wartość wskaźnika płynności bieżącej (rys. 4.15), nie można jednak jednoznacznie stwierdzić, iż był on spowodowany sytuacją epidemiologiczną. Nie można bowiem na podstawie poziomu gotówki w jednym okresie ocenić wypłacalności jednostki, dlatego tak istotna jest analiza z uwzględnieniem zmiany wartości wskaźników w czasie.



Rysunek 4.14. Wskaźnik bieżącej płynności dla spółki Dekpol

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

Wskaźnik szybkiej płynności (wariant I) oscyluje na granicy bezpieczeństwa, co oznacza, iż inwestycje krótkoterminowe pokrywają ok 20% kapitałów obcych krótkoterminowych (rysunek. 4.15). Wartość wskaźnika zależy w dużym stopniu od prowadzonej w spółce polityki i strategii płynności, niemniej spadek poniżej wskazanego poziomu może świadczyć o rosnącym ryzyku finansowym



Rysunek 4.15. Wskaźniki szybkiej płynności dla spółki Dekpol

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

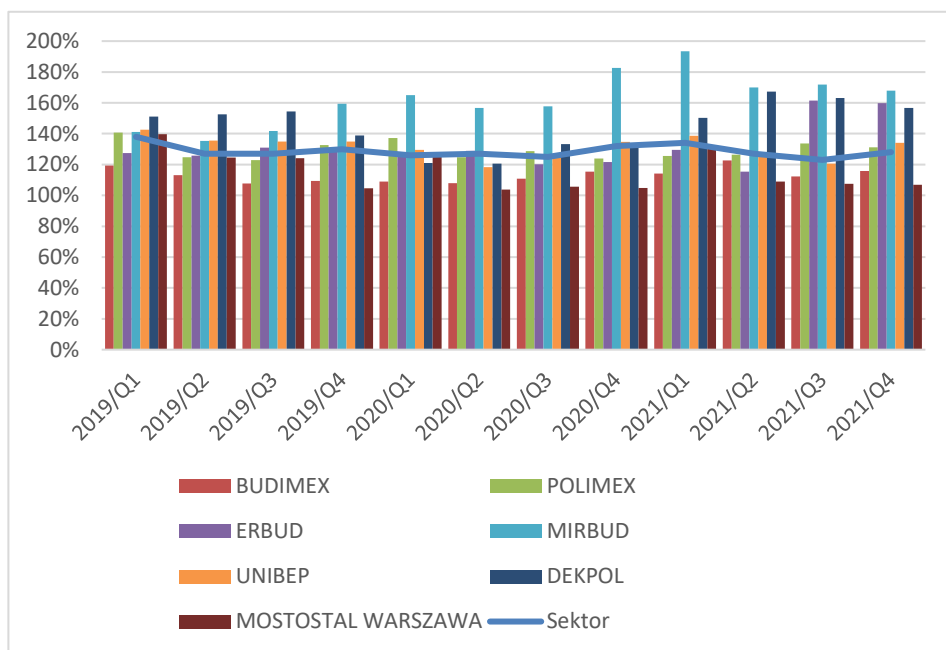
Płynność finansowa to zdolność do terminowego regulowania bieżących zobowiązań w określonej kwocie i czasie. Aby jednostka mogła osiągać długofalowe zyski musi być w stanie terminowo regulować płatności. Poziom zmienności wskaźników w spółce określić można określić jako średni. Należy zauważyć, że poziom ryzyka zmienności wskaźnik bieżącej płynności oraz szybkiej płynności II był wyższy niż w sektorze (tabela 4.16).

Tabela 4.16. Wartości średnie wskaźników, mediana, odchylenia standardowe i poziom zmienności wskaźników płynności dla spółki Dekpol oraz sektora

Wskaźnik	Dekpol				Sektor			
	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności
bieżącej płynności	1,45	1,51	0,15	10,3%	1,29	1,27	0,04	3,1%
szybkiej płynności (I)	0,22	0,23	0,05	24,9%	0,23	0,23	0,07	30,2%
szybkiej płynności (II)	0,87	0,85	0,18	21,0%	1,07	1,06	0,08	7,8%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki oraz strony internetowej <https://www.biznesradar.pl> (dostęp z dnia 1.12.2022)

Stosowanie narzędzi analizy finansowej pozwala na przedstawienie realnych możliwości podmiotów do bieżącej spłaty zobowiązań. Analiza płynności w wybranych spółkach z branży budowlanej wykazała, iż cechują się one relatywnie dobrą płynnością w badanym okresie, gdyż zauważa się jedynie nieznaczne odstępstwa od wartości uznawanych za margines bezpieczeństwa.



Rysunek 4.16. Wskaźniki bieżącej płynności dla spółek i sektora

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki oraz strony internetowej <https://www.biznesradar.pl> (dostęp z dnia 1.12.2022)

Porównanie wyników poszczególnych spółek z danymi sektorowymi (rysunek 4.16.) pozwala na wysnucie wniosku, iż spółka Mirbud, a w ostatnim roku również Erbud i Dekpol cechuje wyższy poziom płynności bieżącej niż średnia w sektorze. Prowadzona w spółkach strategia biznesowa pozwala na zachowanie ryzyka finansowego na stosunkowo niskim poziomie. W przypadku wystąpienia trudności w spłacie zobowiązań może także okazać się niezbędna w celu odnalezienia przyczyny pogorszenia się kondycji finansowej. Zestawiając wyniki spółek z sytuacją w turbulentnym otoczeniu można wnioskować, iż pandemia oraz jej skutki obserwowane od momentu wprowadzania obostrzeń w kraju i na świecie nie wpłynęły znacząco na płynność i wypłacalność spółek z sektora budowlanego. Niemniej, jest to jedynie wycinek analizy finansowej, która pozwala na szersze spojrzenie i diagnozę sytuacji badanych spółek.

5. Analiza i ocena struktury majątkowo-kapitałowej oraz ryzyka struktury kapitałów

Ocena struktury majątkowo-kapitałowej pozwala na określenie stopnia dopasowania źródeł finansowania do okresu użytkowania aktywów.⁶⁷

Bazując na danych zawartych w sprawozdaniach finansowych dokonano analizy struktury majątkowo-kapitałowej spółek z branży budowlanej w okresie analogicznym do tego, który wykorzystano w analizie płynności. Badając kondycję finansową jednostki, otrzymane wyniki zestawia się z jej sytuacją oraz specyfiką, niemniej dobrym odniesieniem jest także sytuacja branżowa. Na potrzeby niniejszej analizy wyniki średniej wartości wskaźników złotej reguły finansowej i złotej reguły bilansowej w sektorze zestawione zostały w tabeli 5.1.

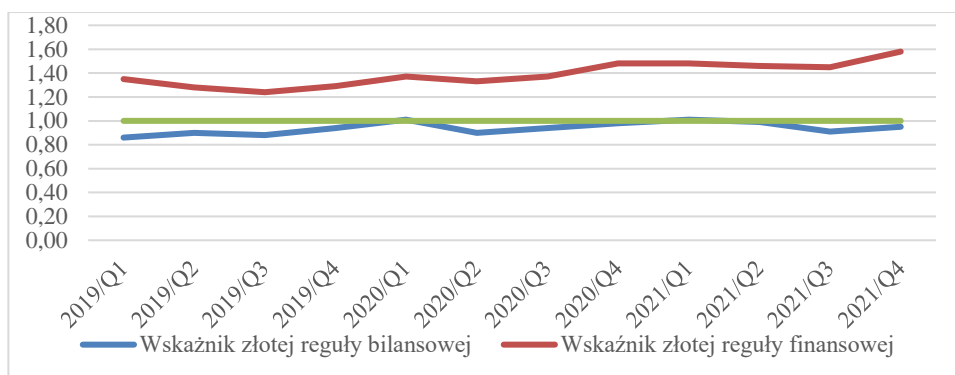
Tabela 5.1. Wskaźniki złotej reguły finansowej i złotej reguły bilansowej dla sektora budownictwo

Wskaźnik złotej reguły	2019/Q1	2019/Q2	2019/Q3	2019/Q4	2020/Q1	2020/Q2
bilansowej	0,86	0,90	0,88	0,94	1,01	0,90
finansowej	1,35	1,28	1,24	1,29	1,37	1,33
Wskaźnik złotej reguły	2020/Q3	2020/Q4	2021/Q1	2021/Q2	2021/Q3	2021/Q4
bilansowej	0,94	0,98	1,01	0,99	0,91	0,95
finansowej	1,37	1,48	1,48	1,46	1,45	1,58

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki oraz strony internetowej <https://www.biznesradar.pl/spolki-wskazniki-plynnosci/indeks:WIG-BUDOW,CR,3,2> (dostęp z dnia 1.09.2022)

W badanym sektorze średnie wartości wskaźnika złotej reguły finansowej nieznacznie odbiegają od poziomu 1, oznaczającego, iż cały majątek trwały przedsiębiorstwa finansowany jest kapitałem własnym. We wszystkich badanych kwartałach zachowana została złota reguła finansowa w sektorze (rys. 5.1).

⁶⁷ Mikołajewicz G., Nowicki J., *Analiza finansowa przedsiębiorstwa z aspektami zrównoważonego rozwoju*, Wydawnictwo UEP, Poznań 2021, s. 184.



Rysunek 5.1. Wskaźniki złotej reguły finansowej i złotej reguły bilansowej dla sektora budownictwo

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

Poziom zmienności wskaźników złotej reguły bilansowej i finansowej ukształtowały się na poziomie poniżej 10%, więc ryzyko wynikające ze zmian struktury majątkowo kapitałowej jest niskie. Analizując wartości średnie dla badanego okresu reguła bilansowa nie była zachowana, natomiast reguła finansowa tak (tabela 5.2).

Tabela 5.2. Wartości średnie wskaźników, mediana, odchylenia standardowe i poziom zmienności wskaźników struktury majątkowo-kapitałowej dla sektora budowlanego

Wskaźnik złotej reguły	Sektorowe			
	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności
bilansowej	0,94	0,94	0,05	5,15%
finansowej	1,39	1,37	0,10	6,93%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dostępnych na stronie internetowej <https://www.biznesradar.pl> (dostęp z dnia 1.12.2022)

Pierwszą z poddanych szczegółowej analizie spółek jest spółka Budimex, która cieszy się ugruntowaną pozycją na rynku. Ocena płynności w omawianej spółce wskazywała na relatywnie niskie ryzyko płynności, stąd też potrzeba dalszej analizy, która pozwoli potwierdzić lub wykluczyć istnienie ewentualnego zagrożenia. Wyniki przeprowadzonej analizy dopasowania struktury majątkowo-kapitałowej zestawiono w tabeli 5.3

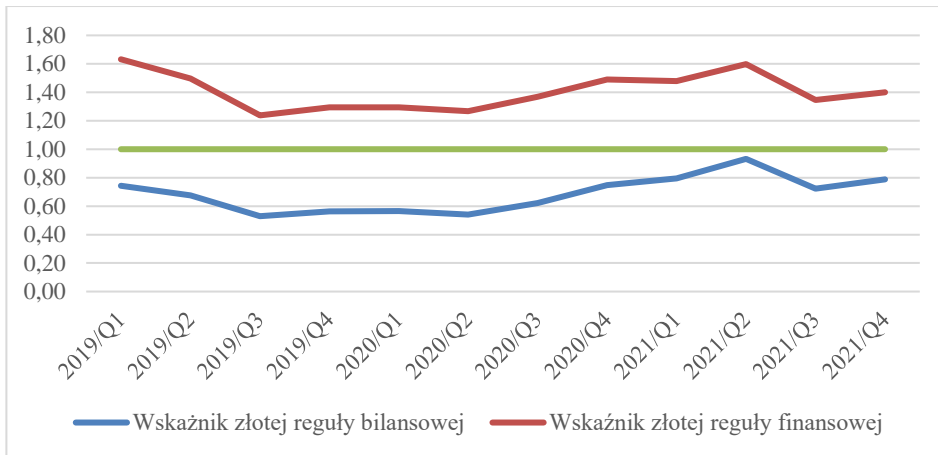
Tabela 5.3. Wskaźniki struktury majątkowo-kapitałowej dla spółki Budimex

Wskaźnik	2019/Q1	2019/Q2	2019/Q3	2019/Q4	2020/Q1	2020/Q2
złotej reguły bilansowej	0,74	0,68	0,53	0,56	0,56	0,54
złotej reguły finansowej	1,63	1,50	1,24	1,29	1,29	1,27
sfinansowania majątku obrotowego kapitałem pracującym	0,16	0,11	0,07	0,08	0,08	0,07
sfinansowania majątku obrotowego kapitałami zmiennymi	0,84	0,88	0,93	0,91	0,92	0,93
ogólnej sytuacji finansowej	1,95	1,69	1,33	1,42	1,41	1,37
Wskaźnik	2020/Q3	2020/Q4	2021/Q1	2021/Q2	2021/Q3	2021/Q4
złotej reguły bilansowej	0,62	0,75	0,80	0,93	0,72	0,79
złotej reguły finansowej	1,37	1,49	1,48	1,60	1,35	1,40
sfinansowania majątku obrotowego kapitałem pracującym	0,09	0,13	0,12	0,18	0,10	0,13
sfinansowania majątku obrotowego kapitałami zmiennymi	0,90	0,87	0,88	0,82	0,89	0,86
ogólnej sytuacji finansowej	1,52	1,72	1,69	1,96	1,51	1,62

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

Oczekuje się, aby wartości wskaźników złotej reguły bilansowej i finansowej były większe od jedności. Sytuacja taka odpowiada relatywnie wysokiemu bezpieczeństwu finansowemu przedsiębiorstwa i stanowi symptom niezależności finansowej. Warto jednak zwrócić uwagę na to, że finansowanie majątku całości kapitałem własnym świadczyć może o niechęci zarządu do działalności inwestycyjnej. Przykładem takiej awersji może być sytuacja, w której przedsiębiorstwo nie chce kupować nowych środków trwałych pozwalających na tańszą bardziej innowacyjną produkcję, gdyż brakuje mu kapitału własnego, a nie chce zaciągać dodatkowych zobowiązań.

W omawianym przypadku nie została zachowana złota reguła bilansowa, co oznacza, że na 1 złoty aktywów trwałych przypadało mniej niż 1 złoty kapitału własnego (rys. 5.2). Aktywa te charakteryzują się niskim stopniem zbywalności, stąd też założenie, że powinny być finansowane kapitałami, którymi spółka dysponuje w jak najdłuższym okresie. Niemniej, przy racjonalnym dysponowaniu posiadanymi środkami za źródło finansowania majątku trwałego uznać można kapitały stałe. Biorąc pod uwagę fakt, iż w badanym okresie zachowana była złota reguła finansowa, sytuację jednostki można określić za w miarę bezpieczną, o relatywnie niskim ryzyku.

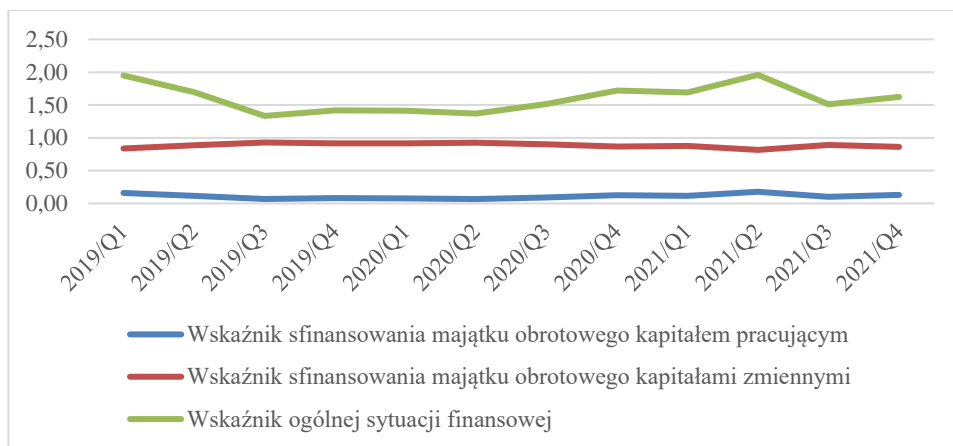


Rysunek 5.2. Wskaźniki złotej reguły finansowej i złotej reguły bilansowej dla spółki Budimex

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

Warto zwrócić uwagę na zmianę wartości wskaźników w czasie. Zauważa się, że kształtują się one w zbliżony sposób, co świadczyć może o podobnej dynamice zmian kapitałów własnych i zobowiązań długoterminowych oraz aktywów trwałych. Tendencja wzrostowa wartości wskaźników może być odbierana jako sytuacja sprzyjająca wzrostowi bezpieczeństwa finansowego.

Potwierdzają to wyniki pozostałych wskaźników służących do oceny struktury majątkowo-kapitałowej. Wartości wskaźnika sfinansowania majątku obrotowego kapitałem pracującym kształtują się na poziomie wyższym niż 0, co oznacza, że zachowany został minimalny poziom bezpieczeństwa, a kapitały stałe przewyższają posiadany majątek trwały. Uzupełnieniem omawianego wskaźnika jest wskaźnik sfinansowania majątku obrotowego kapitałami zmiennymi, którego wartości powinny być mniejsze od 1.



Rysunek 5.3. Wskaźniki struktury majątkowo-kapitałowej dla spółki Budimex

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

Na uwagę zasługuje również ostatni ze wskaźników omawianych w danej grupie – wskaźnik ogólnej sytuacji finansowej (rys. 5.3). Wartości powyżej 1 świadczą o zachowanym minimalnym poziomie bezpieczeństwa finansowego, a tym samym o niskim ryzyku. Wzrost wartości wskaźnika w czasie należałoby rozpatrywać pozytywnie. Utrzymywanie się tych wartości na wskazanych poziomach świadczy o rozsądnej polityce prowadzonej w spółce.

Analizując zmienność wskaźników struktury majątkowo-kapitałowej zauważa się że spółka Budimex odznacza się większym ryzykiem niż sektor, w którym funkcjonuje. Poziom zmienności wskaźnika złotej reguły bilansowej wskazuje na średnie ryzyko, natomiast wskaźnika złotej reguły finansowej na niskie – jednak nieco wyższe niż w sektorze.

Tabela 5.4. Wartości średnie wskaźników, mediana, odchylenia standardowe i poziom zmienności wskaźników struktury majątkowo-kapitałowej dla spółki Budimex oraz sektora

Wskaźnik złotej reguły	Budimex				Sektor			
	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności
bilansowej	0,69	0,70	0,12	17,40%	0,94	0,94	0,05	5,15%
finansowej	1,41	1,38	0,12	8,85%	1,39	1,37	0,10	6,93%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki oraz strony internetowej <https://www.biznesradar.pl> (dostęp z dnia 1.12.2022)

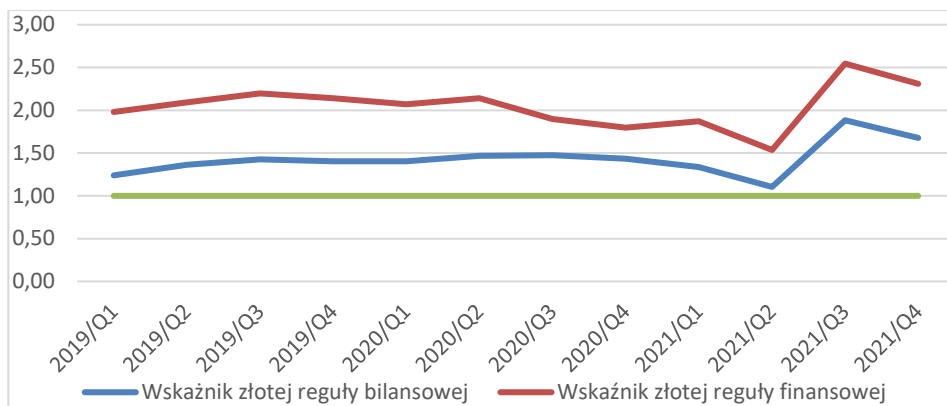
Informacje o strukturze i dynamice pasywów pozwalają na wstępną ocenę kondycji finansowej jednostki. Jednocześnie stanowią uzupełnienie i rozszerzenie analizy płynności i związanego z nią ryzyka, stad też warto poddać analizie poziom pokrycia aktywów w spółce Erbud, które zestawiono w tabeli numer 5.5.

Tabela 5.5. Wskaźniki struktury majątkowo-kapitałowej dla spółki Erbud

Wskaźnik	2019/Q1	2019/Q2	2019/Q3	2019/Q4	2020/Q1	2020/Q2
złotej reguły bilansowej	1,24	1,36	1,43	1,41	1,40	1,47
złotej reguły finansowej	1,98	2,09	2,20	2,14	2,07	2,14
sfinansowania majątku obrotowego kapitałem pracującym	0,21	0,20	0,23	0,22	0,20	0,22
sfinansowania majątku obrotowego kapitałami zmiennymi	0,78	0,80	0,76	0,77	0,79	0,78
ogólnej sytuacji finansowej	2,52	2,63	2,88	2,78	2,62	2,76
Wskaźnik	2020/Q3	2020/Q4	2021/Q1	2021/Q2	2021/Q3	2021/Q4
złotej reguły bilansowej	1,47	1,44	1,34	1,10	1,88	1,68
złotej reguły finansowej	1,90	1,80	1,87	1,54	2,55	2,31
sfinansowania majątku obrotowego kapitałem pracującym	0,16	0,17	0,22	0,13	0,30	0,29
sfinansowania majątku obrotowego kapitałami zmiennymi	0,83	0,82	0,77	0,87	0,62	0,63
ogólnej sytuacji finansowej	2,28	2,19	2,42	1,77	4,11	3,69

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

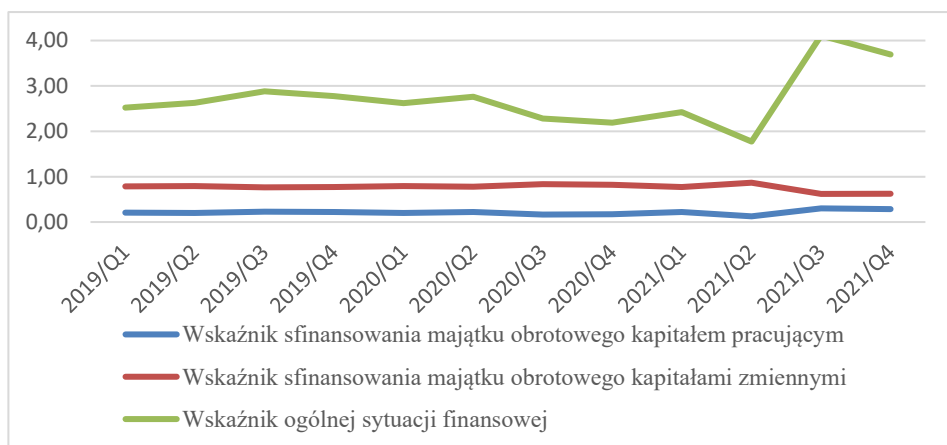
Zarówno wskaźnik złotej reguły bilansowej jak i finansowej ukazane na rysunku numer 4.20. w całym badanym okresie kształtują się na poziomie gwarantującym pokrycie majątku trwałego kapitałami długoterminowymi. Ponadto, z kapitałów stałych finansowane są aktywa obrotowe jednostki średnio w ponad 20%. Świadczy to o zrównoważonej polityce oraz wysokim bezpieczeństwie finansowym spółki.



Rysunek 5.4. Wskaźniki złotej reguły finansowej i złotej reguły bilansowej dla spółki Erbud

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

Wartości wskaźników analizy struktury majątkowo-kapitałowej ulegają naturalnym fluktuacjom w czasie, co zaprezentowano na rysunku numer 5.5. Niemniej, nie zauważa się, aby wystąpienie pandemii koronawirusa wpłynęło w krótkim okresie na pogorszenie się sytuacji finansowej jednostki.



Rysunek 5.5. Wskaźniki struktury majątkowo-kapitałowej dla spółki Erbud

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

Na uwagę zasługuje wysoka wartość wskaźnika ogólnej sytuacji finansowej, który w 3 kwartale 2021 roku przekroczył 4. Wyniki wskaźników oraz analizy statystycznej (tabela 5.6) świadczą o wysokim poziomie bezpieczeństwa finansowego.

Tabela 5.6. Wartości średnie wskaźników, mediana, odchylenia standardowe i poziom zmienności wskaźników struktury majątkowo-kapitałowej dla spółki Erbud oraz sektora

Wskaźnik złotej reguły	Erbud				Sektor			
	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności
bilansowej	1,43	1,42	0,19	13,14%	0,94	0,94	0,05	5,15%
finansowej	2,05	2,08	0,25	12,14%	1,39	1,37	0,10	6,93%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki oraz strony internetowej <https://www.biznesradar.pl> (dostęp z dnia 1.12.2022)

Z punktu widzenia analizy branży zasadnym jest zbadanie relacji między składnikami aktywów i pasywów w kolejnej spółce – Unibep. Wyniki przeprowadzonej analizy zestawiono w tabeli 5.7.

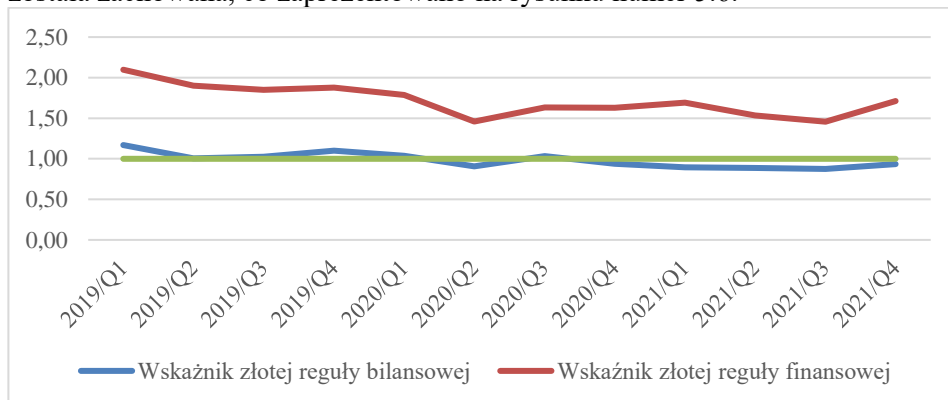
Tabela 5.7. Wskaźniki struktury majątkowo-kapitałowej dla spółki Unibep

Wskaźnik	2019/Q1	2019/Q2	2019/Q3	2019/Q4	2020/Q1	2020/Q2
złotej reguły bilansowej	0,74	0,68	0,53	0,56	0,56	0,54
złotej reguły finansowej	1,63	1,50	1,24	1,29	1,29	1,27
sfinansowania majątku obrotowego kapitałem pracującym	0,16	0,11	0,07	0,08	0,08	0,07
sfinansowania majątku obrotowego kapitałami zmiennymi	0,84	0,88	0,93	0,91	0,92	0,93
ogólnej sytuacji finansowej	1,95	1,69	1,33	1,42	1,41	1,37
Wskaźnik	2020/Q3	2020/Q4	2021/Q1	2021/Q2	2021/Q3	2021/Q4
złotej reguły bilansowej	0,62	0,75	0,80	0,93	0,72	0,79
złotej reguły finansowej	1,37	1,49	1,48	1,60	1,35	1,40
sfinansowania majątku obrotowego kapitałem pracującym	0,09	0,13	0,12	0,18	0,10	0,13
sfinansowania majątku obrotowego kapitałami zmiennymi	0,90	0,87	0,88	0,82	0,89	0,86
ogólnej sytuacji finansowej	1,52	1,72	1,69	1,96	1,51	1,62

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

W spółce Unibep, podobnie jak w spółce Budimex, wartości wskaźnika złotej reguły bilansowej nie spełniają kryterium bezpieczeństwa. Wyniki te kształtują się poniżej 1 w każdym z badanych okresów, co może świadczyć o zwiększonym

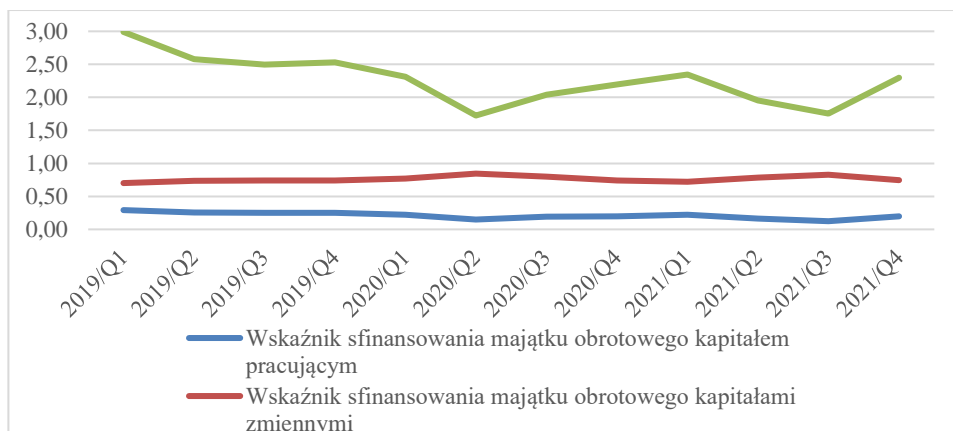
ryzyku finansowym. Majątek trwały przedsiębiorstwa nie znajduje bowiem pokrycia w kapitale własnym. Niemniej jednak, warto pamiętać o możliwości finansowania również z kapitałów o charakterze długoterminowym, które uwzględnia złota reguła finansowa. W tym przypadku, złota reguła finansowa została zachowana, co zaprezentowano na rysunku numer 5.6.



Rysunek 5.6. Wskaźniki złotej reguły finansowej i złotej reguły bilansowej dla spółki Unibep

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

Wartości wskaźnika złotej reguły finansowej powyżej jedności świadczą o pełnym pokryciu majątku trwałego przez kapitał stały, a tym samym niskim ryzyku finansowym. Potwierdzają to wyniki wskaźnika sfinansowania majątku obrotowego kapitałem pracującym, które we wszystkich wskazanych okresach wykazują wartości dodatnie (rys. 5.7). Oznacza to, że w spółce Unibep z nadwyżki kapitałów stałych nad majątkiem trwałym finansowane jest 18% majątku obrotowego (2 kwartał 2021 roku). Podobnie jak w przypadku poprzednich badanych jednostek nie zauważa się negatywnej tendencji po 1 kwartale 2020 roku.



Rysunek 5.7. Wskaźniki struktury majątkowo-kapitałowej dla spółki Unibep

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

Mimo ogólnej dobrej kondycji finansowej warto zwrócić uwagę na wartości wskaźnika ogólnej sytuacji finansowej. Zgodnie z literaturą przedmiotu minimalny poziom bezpieczeństwa zachowany jest, gdy wartości wskaźnika kształtują się powyżej jedności. W spółce Unibep w ostatnim badanym okresie wartość ta wyniosła 1,62. Jest to równoważne z relatywnie niskim poziomem ryzyka finansowego oraz dobrym dopasowaniem struktury majątkowo-kapitałowej. Niemniej, mając do dyspozycji dane z kilku poprzednich okresów należałoby uwypuklić tendencję spadkową wartości wskaźnika. Stąd też, mimo zachowania minimalnego marginesu bezpieczeństwa oraz relatywnie niskiego poziomu zmienności (tabela 5.8), należy monitorować kształtowanie się struktury aktywów i pasywów, gdyż dalsze spadki wartości wskaźnika mogą być sygnałem pogarszającej się sytuacji finansowej i wzrastającego ryzyka.

Tabela 5.8. Wartości średnie wskaźników, mediana, odchylenia standardowe i poziom zmienności wskaźników struktury majątkowo-kapitałowej dla spółki Unibep oraz sektora

Wskaźnik złotej reguły	Unibep				Sektor			
	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności
bilansowej	0,98	0,97	0,09	9,05%	0,94	0,94	0,05	5,15%
finansowej	1,72	1,70	0,19	10,77%	1,39	1,37	0,10	6,93%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki oraz strony internetowej <https://www.biznesradar.pl>

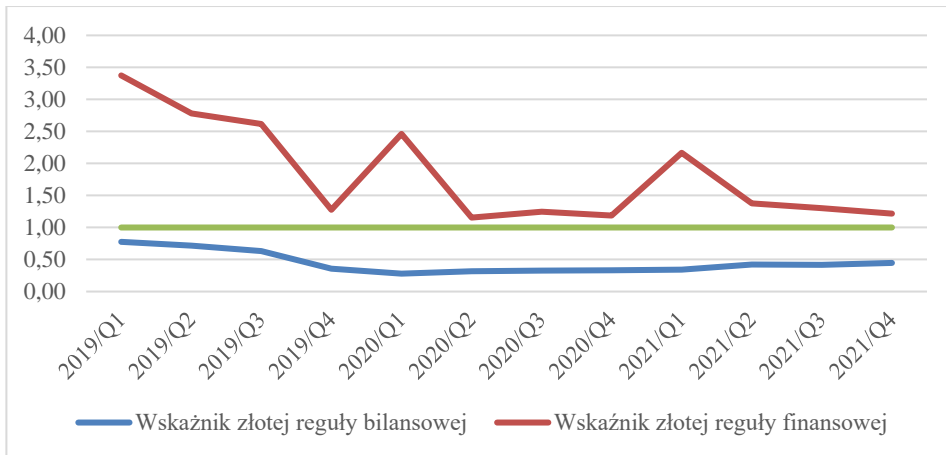
Kolejnym podmiotem o ugruntowanej pozycji na rynku budowlanym jest spółka Mostostal Warszawa. W tabeli 5.9 zaprezentowane zostały wyniki przeprowadzonej analizy wskaźników struktury majątkowo-kapitałowej.

Tabela 5.9. Wskaźniki struktury majątkowo-kapitałowej dla spółki Mostostal Warszawa

Wskaźnik	2019/Q1	2019/Q2	2019/Q3	2019/Q4	2020/Q1	2020/Q2
złotej reguły bilansowej	0,78	0,72	0,63	0,36	0,28	0,32
złotej reguły finansowej	3,37	2,78	2,62	1,28	2,46	1,15
sfinansowania majątku obrotowego kapitałem pracującym	0,27	0,19	0,18	0,03	0,19	0,02
sfinansowania majątku obrotowego kapitałami zmiennymi	0,72	0,80	0,81	0,96	0,80	0,96
ogólnej sytuacji finansowej	4,72	3,46	3,25	1,34	3,09	1,20
Wskaźnik	2020/Q3	2020/Q4	2021/Q1	2021/Q2	2021/Q3	2021/Q4
złotej reguły bilansowej	0,33	0,33	0,34	0,42	0,42	0,45
złotej reguły finansowej	1,25	1,19	2,17	1,38	1,30	1,22
sfinansowania majątku obrotowego kapitałem pracującym	0,04	0,03	0,22	0,06	0,05	0,04
sfinansowania majątku obrotowego kapitałami zmiennymi	0,95	0,95	0,76	0,92	0,93	0,94
ogólnej sytuacji finansowej	1,32	1,25	2,83	1,50	1,40	1,30

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

Poziom wskaźnika złotej reguły bilansowej, podobnie jak w przypadku spółki Unibep i Budimex, a także duża zmienność wskaźników (tabela 5.10) wskazują na relatywnie wysokie ryzyko finansowe. Niemniej, jak wielokrotnie podkreślano nie jest to jedyny wyznacznik pokrycia majątku trwałego. W tym przypadku bardziej adekwatnym wydaje się być wskaźnik złotej reguły finansowej. O ile kapitał własny nie pokrywa w całości majątku trwałego, o tyle zaangażowanie obcych środków finansowych pozwala na zachowanie złotej reguły finansowej (rysunek. 5.8).



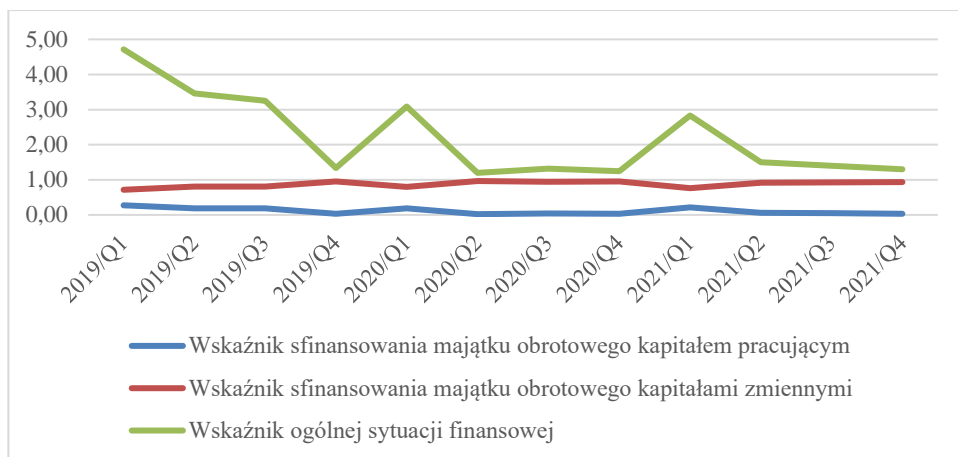
Rysunek 5.8. Wskaźniki złotej reguły finansowej i złotej reguły bilansowej dla spółki Mostostal Warszawa

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

Relacja między wskaźnikami złotej reguły bilansowej i finansowej świadczy o dysproporcji między kapitałem własnym i długoterminowymi zobowiązaniami. W badanej jednostce zobowiązania przewyższają wartość kapitału własnego. Może to być element polityki rozwojowej w spółce. Istotne są w takiej sytuacji koszty obsługi długu, które w warunkach turbulentnego otoczenia mogą wpłynąć na zwiększenie ryzyka finansowego. Jak podkreśla E. Maćkowiak kosztem kapitału obcego jest jego oprocentowanie, ale także wszelkie koszty związane z pozyskaniem kredytu, np. prowizję przygotowawczą, a zatem uwzględnić należy wszystkie ukryte koszty kredytu⁶⁸.

Stan zadłużenia wpływa również na wartości pozostałych wskaźników struktury majątkowo-kapitałowej. Przez wzgląd na formułę wyznaczania wartości wskaźnika ogólnej sytuacji finansowej jego fluktuacja będzie niejako odzwierciedleniem wahań we wskaźniku złotej reguły finansowej, co przedstawione zostało na rysunku numer 5.9.

⁶⁸Maćkowiak E. Kapitał zainwestowany w strategicznym zarządzaniu przedsiębiorstwem koszt oraz sposób pozyskania Problemy Zarządzania 9/4 (2), 20-31 2011, s. 26.



Rysunek 5.9. Wskaźniki struktury majątkowo-kapitałowej dla spółki Mostostal Warszawa

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

W spółce Mostostal Warszawa zachowany jest minimalny poziom bezpieczeństwa finansowego. Niemniej jednak, wartości wskaźników sfinansowania majątku obrotowego kapitałem zmiennym i pracującym jak i wskaźnika ogólnej sytuacji finansowej w niektórych okresach uznać można za graniczne. Przy kształtowaniu struktury kapitałów warto rozważyć zaangażowanie środków z obcych źródeł, jednak należy mieć na uwadze możliwości jednostki do obsługi zadłużenia. Wybuch pandemii koronawirusa nie miał bezpośredniego wpływu na prezentowane wyniki jednostki, ale należy się spodziewać, że idące za tym wydarzenia takie jak zmiany stóp procentowych i rosnąca inflacja będą miały realny wpływ na zdolność do regulowania zobowiązań odsetkowych.

Tabela 5.10. Wartości średnie wskaźników, mediana, odchylenia standardowe i poziom zmienności wskaźników struktury majątkowo-kapitałowej dla spółki Mostostal Warszawa oraz sektora

Wskaźnik złotej reguły	Mostostal Warszawa				Sektor			
	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności
bilansowej	0,45	0,39	0,16	35,93%	0,94	0,94	0,05	5,15%
finansowej	1,85	1,34	0,75	40,74%	1,39	1,37	0,10	6,93%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki oraz strony internetowej <https://www.biznesradar.pl>

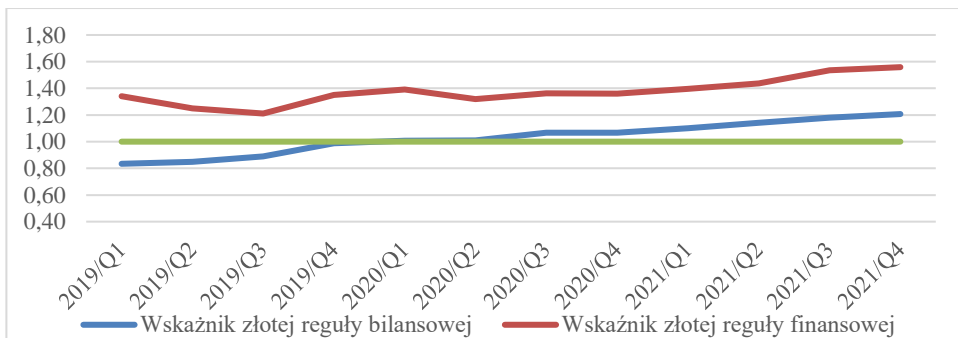
Efektywne zarządzanie jednostką opiera się między innymi na szybkim i adekwatnym reagowaniu na zmiany zachodzące w zmiennym otoczeniu. Niekiedy decyzje te muszą być podejmowane pod presją upływającego czasu. Warto w takiej sytuacji wykorzystać posiadane narzędzia oceny kondycji finansowej i ryzyka. Mając na uwadze okres niepewności, w którym zmuszone są funkcjonować jednostki gospodarcze przeprowadzenie analizy finansowej, w tym analizy struktury majątkowo-kapitałowej wydaje się być zasadne. Tym samym, na potrzeby niniejszego opracowania w tabeli 5.11 zestawiono wyniki wskaźników dla kolejnej analizowanej spółki – Polimex Mostostal.

Tabela 5.11. Wskaźniki struktury majątkowo-kapitałowej dla spółki Polimex Mostostal

Wskaźnik	2019/Q1	2019/Q2	2019/Q3	2019/Q4	2020/Q1	2020/Q2
złotej reguły bilansowej	0,83	0,85	0,89	0,99	1,01	1,01
złotej reguły finansowej	1,34	1,25	1,21	1,35	1,39	1,32
sfinansowania majątku obrotowego kapitałem pracującym	0,29	0,20	0,19	0,25	0,27	0,20
sfinansowania majątku obrotowego kapitałami zmiennymi	0,71	0,80	0,81	0,75	0,73	0,80
ogólnej sytuacji finansowej	1,89	1,56	1,49	1,79	1,91	1,65
Wskaźnik	2020/Q3	2020/Q4	2021/Q1	2021/Q2	2021/Q3	2021/Q4
złotej reguły bilansowej	1,07	1,07	1,10	1,14	1,18	1,21
złotej reguły finansowej	1,36	1,36	1,40	1,44	1,54	1,56
sfinansowania majątku obrotowego kapitałem pracującym	0,22	0,19	0,20	0,21	0,25	0,24
sfinansowania majątku obrotowego kapitałami zmiennymi	0,78	0,81	0,80	0,79	0,75	0,76
ogólnej sytuacji finansowej	1,75	1,69	1,75	1,81	2,05	2,05

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

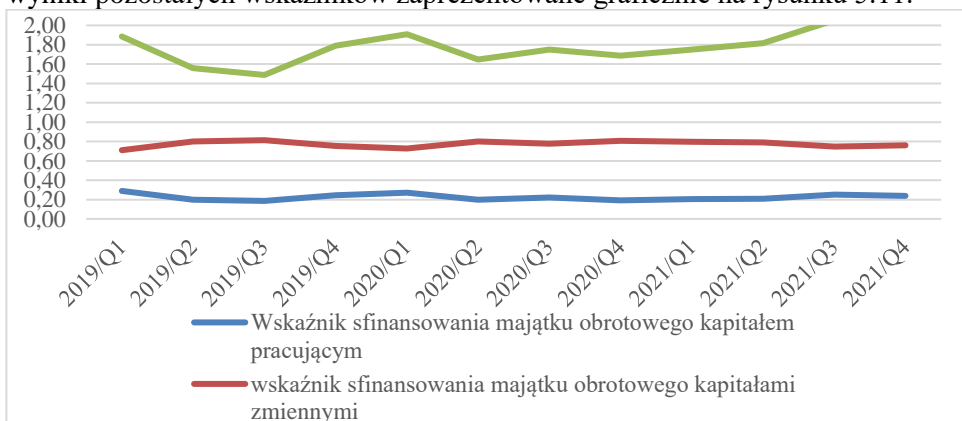
W badanej jednostce złota reguła bilansowa po roku 2019 jest zachowana. Oznacza to, że cały majątek trwały spółki znajduje odzwierciedlenie w jej funduszach własnych. We wcześniejszych okresach (4 kwartały roku 2019) zachowana była tylko reguła finansowa, co oznacza, że majątek trwały był finansowany również z kapitałów obcych o charakterze długoterminowym. Pandemia nie wpłynęła na pogorszenie sytuacji, wręcz przeciwnie – od 1 kwartału 2020 roku wskaźniki nieprzerwanie rosną, co zaprezentowano na rysunku 5.10.



Rysunek 5.10. Wskaźniki złotej reguły finansowej i złotej reguły bilansowej dla spółki Polimex Mostostal

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

Kapitał pracujący, czyli nadwyżka kapitałów stałych nad aktywami trwałymi w ponad 20% finansują majątek obrotowy w każdym badanym okresie. Naturalnym następstwem dobrego dopasowania struktury majątkowo-kapitałowej są wyniki pozostałych wskaźników zaprezentowane graficznie na rysunku 5.11.



Rysunek 5.11. Wskaźniki struktury majątkowo-kapitałowej dla spółki Polimex Mostostal

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

Wskaźnik ogólnej sytuacji finansowej nie wykazuje wartości poniżej 1, stąd też zgodnie z literaturą przedmiotu uznaje się, że zachowany jest minimalny poziom bezpieczeństwa finansowego. Nie zwalnia to jednak kadry zarządczej z konieczności stałego monitorowania wskaźników oraz bacznej obserwacji otoczenia. Podsumowując ryzyko wynikające ze zmian w strukturze majątkowo-kapitałowej jest na niskim poziomie, co potwierdza przeprowadzona analiza statystyczna (tabela 5.12).

Tabela 5.12. Wartości średnie wskaźników, mediana, odchylenia standardowe i poziom zmienności wskaźników struktury majątkowo-kapitałowej dla spółki Polimex Mostostal oraz sektora

Wskaźnik złotej reguły	Polimex Mostostal				Sektor			
	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności
bilansowej	1,03	1,04	0,12	11,50%	0,94	0,94	0,05	5,15%
finansowej	1,38	1,36	0,10	7,04%	1,39	1,37	0,10	6,93%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki oraz strony internetowej <https://www.biznesradar.pl> (dostęp z dnia 1.12.2022)

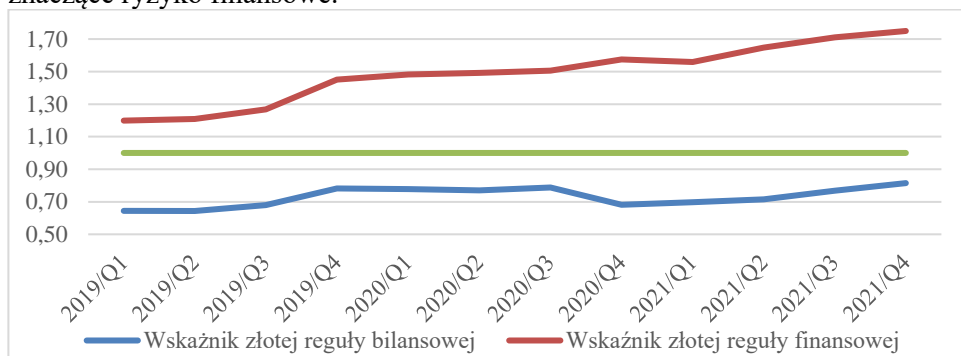
Kolejna badana spółka – Mirbud wykazuje podobne wartości wskaźników jak pierwszy badany podmiot - spółka Budimex. Wyniki tej analizy zestawiono w tabeli 5.13. Porównanie w sektorze daje możliwość realnej oceny kondycji finansowej nie tylko w oparciu o studia literaturowe.

Tabela 5.13. Wskaźniki struktury majątkowo-kapitałowej dla spółki Mirbud

Wskaźnik	2019/Q1	2019/Q2	2019/Q3	2019/Q4	2020/Q1	2020/Q2
złotej reguły bilansowej	0,64	0,64	0,68	0,78	0,78	0,77
złotej reguły finansowej	1,20	1,21	1,27	1,45	1,48	1,49
sfinansowania majątku obrotowego kapitałem pracującym	0,19	0,17	0,22	0,37	0,39	0,36
sfinansowania majątku obrotowego kapitałami zmiennymi	0,71	0,74	0,71	0,63	0,61	0,64
ogólnej sytuacji finansowej	1,69	1,64	1,80	2,31	2,44	2,34
Wskaźnik	2020/Q3	2020/Q4	2021/Q1	2021/Q2	2021/Q3	2021/Q4
złotej reguły bilansowej	0,79	0,68	0,70	0,72	0,77	0,81
złotej reguły finansowej	1,50	1,57	1,56	1,65	1,71	1,75
sfinansowania majątku obrotowego kapitałem pracującym	0,37	0,45	0,48	0,41	0,42	0,40
sfinansowania majątku obrotowego kapitałami zmiennymi	0,63	0,55	0,52	0,59	0,58	0,60
ogólnej sytuacji finansowej	2,37	2,87	3,02	2,80	2,94	2,94

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

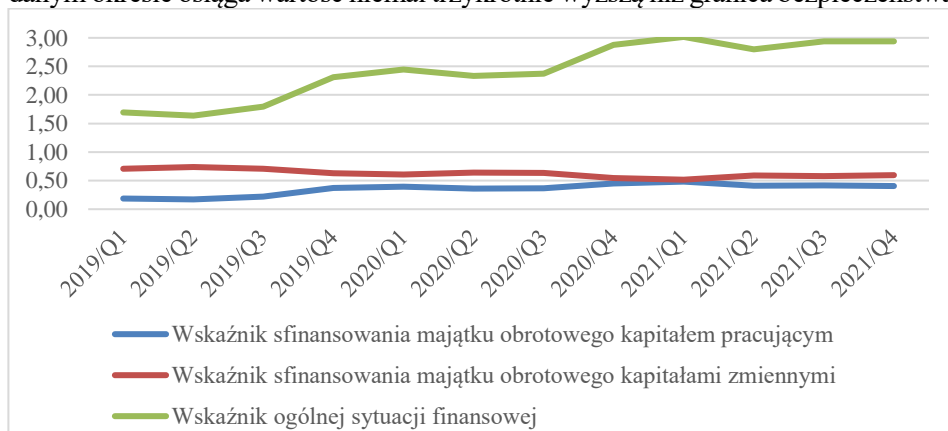
W spółce Mirbud wskaźniki złotej reguły bilansowej i finansowej kształtują się w sposób zbliżony do prezentowanych wcześniej podmiotów z branży. Zauważa się tendencję wzrostową wartości wskaźników, którą należałoby rozpatrywać pozytywnie (rys. 5.13). Mimo, iż wskaźnik złotej reguły bilansowej nie został zachowany, wartości wskaźnika złotej reguły finansowej nie wskazują na znaczące ryzyko finansowe.



Rysunek 5.12. Wskaźniki złotej reguły finansowej i złotej reguły bilansowej dla spółki Mirbud

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

Potwierdzają to wyniki pozostałych wskaźników, których wartości w każdym badanym okresie mieszczą się w marginesie bezpieczeństwa. Dodatkowo, wskaźnik ogólnej sytuacji finansowej rośnie w czasie (rys. 5.13) i w ostatnim badanym okresie osiąga wartość niemal trzykrotnie wyższą niż granica bezpieczeństwa.



Rysunek 5.13. Wskaźniki struktury majątkowo-kapitałowej dla spółki Mirbud

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

Spółka Mirbud finansuje część swojego majątku, zarówno trwałego jak i obrotowego, ze środków obcych, stąd też konieczność monitorowania poziomu zadłużenia przez kadrę zarządzającą, pomimo relatywnie niskiego poziomu ryzyka, na co wskazuje niski poziom zmienności wskaźników (tabela 5.14)

Tabela 5.14. Wartości średnie wskaźników, mediana, odchylenia standardowe i poziom zmienności wskaźników struktury majątkowo-kapitałowej dla spółki Mirbud oraz sektora

Wskaźnik złotej reguły	Mirbud				Sektor			
	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności
bilansowej	0,73	0,74	0,06	7,87%	0,94	0,94	0,05	5,15%
finansowej	1,49	1,50	0,17	11,75%	1,39	1,37	0,10	6,93%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki oraz strony internetowej <https://www.biznesradar.pl> (dostęp z dnia 1.12.2022)

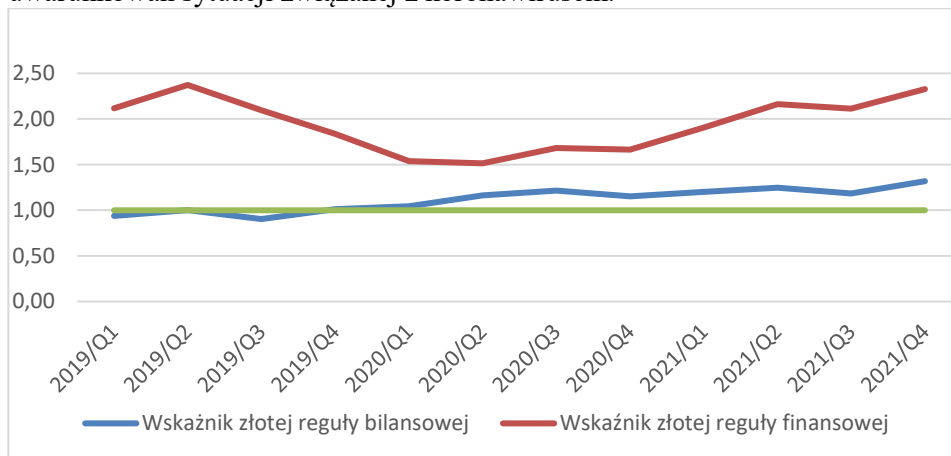
Ostatnim z prezentowanych podmiotów jest spółka Dekpol, dla której wyniki przeprowadzonej analizy przedstawiono w tabeli 5.15.

Tabela 5.15. Wskaźniki struktury majątkowo-kapitałowej dla spółki Dekpol

Wskaźnik	2019/Q1	2019/Q2	2019/Q3	2019/Q4	2020/Q1	2020/Q2
złotej reguły bilansowej	0,94	1,00	0,90	1,01	1,04	1,16
złotej reguły finansowej	2,12	2,37	2,10	1,84	1,54	1,51
sfinansowania majątku obrotowego kapitałem pracującym	0,34	0,34	0,35	0,28	0,17	0,17
sfinansowania majątku obrotowego kapitałami zmiennymi	0,66	0,66	0,65	0,72	0,83	0,83
ogólnej sytuacji finansowej	3,20	3,62	3,23	2,55	1,86	1,83
Wskaźnik	2020/Q3	2020/Q4	2021/Q1	2021/Q2	2021/Q3	2021/Q4
złotej reguły bilansowej	1,22	1,15	1,20	1,25	1,18	1,32
złotej reguły finansowej	1,68	1,66	1,91	2,16	2,11	2,33
sfinansowania majątku obrotowego kapitałem pracującym	0,25	0,24	0,33	0,40	0,38	0,34
sfinansowania majątku obrotowego kapitałami zmiennymi	0,75	0,76	0,67	0,60	0,61	0,64
ogólnej sytuacji finansowej	2,24	2,20	2,86	3,62	3,45	3,65

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

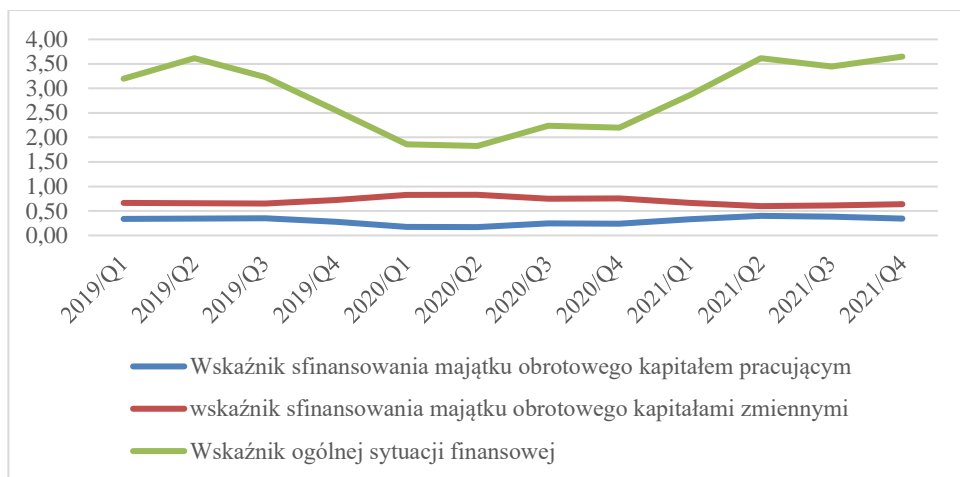
Spółkę Dekpol charakteryzuje dobra kondycja finansowa. W niemal wszystkich badanych okresach zachowane zostały zarówno złota reguła bilansowa jak i finansowa. Świadczy to o pokryciu aktywów trwałych kapitałem własnym. Zauważa się spadek wartości wskaźnika złotej reguły finansowej (rys. 5.14) w okresie zbliżonym do wprowadzenia obostrzeń związanych w pandemią, niemniej jak już zaznaczono nie da się jednoznacznie przypisać tych uwarunkowań sytuacji związanej z koronawirusem.



Rysunek 5.14. Wskaźniki złotej reguły finansowej i złotej reguły bilansowej dla spółki Mirbud

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

Wskaźnik ogólnej sytuacji finansowej, który jest ściśle związany ze wskaźnikiem złotej reguły finansowej wykazuje tą samą tendencję, co zaprezentowano na rysunku numer 5.15. Wzrost wartości wskaźnika, a tym samym wzrost bezpieczeństwa finansowego jednostki po 1 kwartale 2020 roku należy rozpatrywać pozytywnie.



Rysunek 5.15. Wskaźniki struktury majątkowo-kapitałowej dla spółki Mirbud

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

Przeprowadzona analiza struktury majątkowo-kapitałowej w wybranych spółkach z branży budowlanej wykazała, iż kondycja finansowa tych podmiotów nie uległa pogorszeniu w związku z wystąpieniem pandemii koronawirusa, natomiast wyniki analizy statystycznej wskazują na relatywnie mały, niemniej wyższy niż w sektorze poziom zmienności (tabela 5.6).

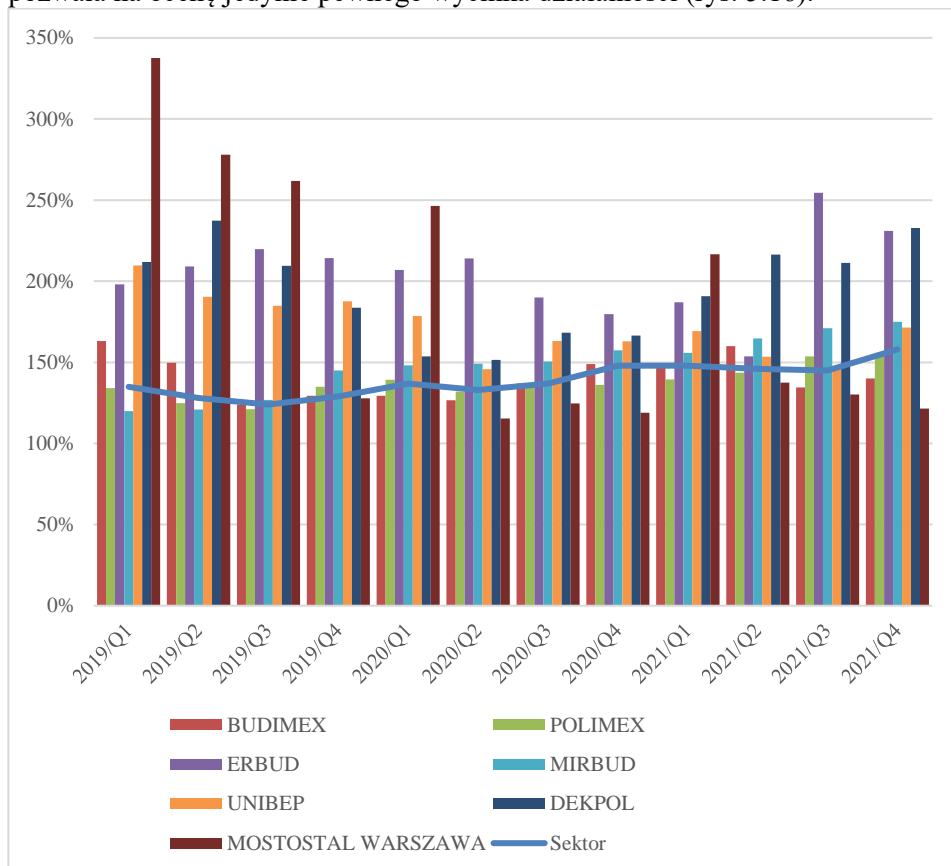
Tabela 5.16. Wartości średnie wskaźników, mediana, odchylenia standardowe i poziom zmienności wskaźników struktury majątkowo-kapitałowej dla spółki Mirbud oraz sektora

Wskaźnik złotej reguły	Mirbud				Sektor			
	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności
bilansowej	1,12	1,16	0,13	11,26%	0,94	0,94	0,05	5,15%
finansowej	1,94	2,00	0,28	14,63%	1,39	1,37	0,10	6,93%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki oraz strony internetowej <https://www.biznesradar.pl> (dostęp z dnia 1.12.2022)

Zestawiając wyniki wszystkich badanych podmiotów należy zwrócić uwagę na uwagę na spółki Erbud i Mostostal Warszawa, które charakteryzuje wyższy niż średnio w sektorze poziom wskaźnika złotej reguły finansowej. Dodatkowo spółka Mostostal odznacza się najwyższym poziomem zmienności. Jest to

oczywiście sytuacja, która ulega dynamicznym zmianom, a badanie bilansu pozwala na ocenę jedynie pewnego wycinka działalności (rys. 5.16).



Rysunek 5.16 .Wskaźniki złotej reguły finansowej dla spółek i sektora

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

W branży budowlanej, przez wzgląd na jej specyfikę nie zaobserwowano drastycznych zmian w relacji kapitał stały – aktywa trwałe w związku z niepewnością, jaka miała miejsce po wybuchu pandemii. Niemniej jednak, pandemia pociąga za sobą znaczące zmiany dla wszystkich gospodarek światowych, takich jak wzrost stóp procentowych i postępującą inflację. Na pogarszającą się sytuację dodatkowo wpływ mają i mieć będą wydarzenia związane z napaścią Rosji na Ukrainę. Stąd też, analiza wskaźnikowa może być uznawana za narzędzie pomocnicze w ocenie poziomu ryzyka i pomiaru kondycji finansowej jednostki, niemniej zdroworozsądkowe podejście menagerów okazać się może kluczem do przetrwania w tak niekorzystnych warunkach.

6. Analiza i ocena poziomu zadłużenia oraz ryzyka zadłużenia

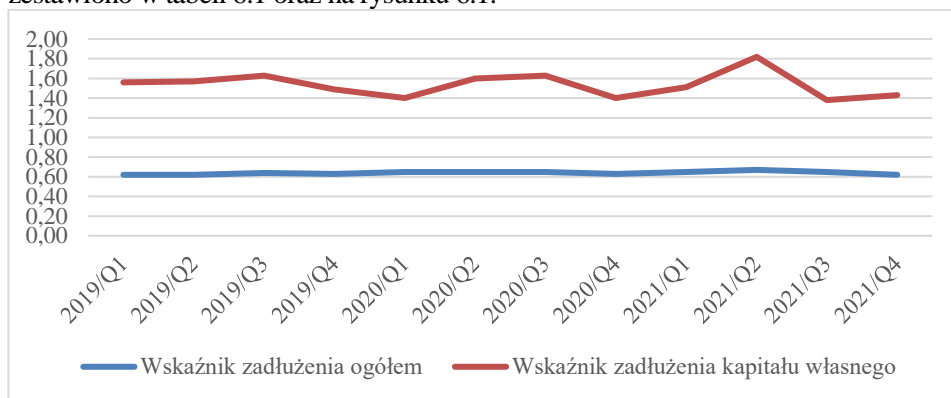
Wspomniane skutki turbulentnych zmian i wydarzeń w otoczeniu, w którym funkcjonują spółki z branży budowlanej, mogą mieć znaczący wpływ na dotychczasowe kształtowanie się struktury kapitałów. Wzrost poziomu stóp referencyjnych wpływać może na zdolność jednostki do regulowania rat kapitałowych i odsetkowych.

Tabela 6.1. Wskaźniki zadłużenia dla sektora budownictwo

Wskaźnik zadłużenia	2019/Q1	2019/Q2	2019/Q3	2019/Q4	2020/Q1	2020/Q2
ogółem	0,62	0,62	0,64	0,63	0,65	0,65
kapitału własnego	1,56	1,57	1,63	1,49	1,4	1,6
Wskaźnik zadłużenia	2020/Q3	2020/Q4	2021/Q1	2021/Q2	2021/Q3	2021/Q4
ogółem	0,65	0,63	0,65	0,67	0,65	0,62
kapitału własnego	1,63	1,4	1,51	1,82	1,38	1,43

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki oraz strony internetowej <https://www.biznesradar.pl/spolki-wskazniki-zadluzenia/indeks:WIG-BUDOW/> (dostęp z dnia 1.09.2022)

Problem ten został zasygnalizowany przy okazji analizy struktury majątkowo-kapitałowej, jednak zagadnienie to jest szczególnie ważne i zasługuje na pogłębioną analizę zadłużenia. Dla lepszego zobrazowania wyniki sektorowe wskaźników zestawiono w tabeli 6.1 oraz na rysunku 6.1.



Rysunek 6.1. Wskaźniki zadłużenia dla sektora budownictwo

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych na stronie internetowej https://www.biznesradar.pl/spolki-wskazniki-zadluzenia/indeks:WIG-BUDOW (dostęp z dnia 1.09.2022)

Na rysunku zaprezentowano wartości wskaźnika zadłużenia ogółem oraz wskaźnika zadłużenia kapitału własnego dla sektora. Zauważa się, że średnie zadłużenie przekracza 60% w każdym z badanych okresów, a współczynnik zmienności kształtuje się na poziomie 2,4%. Wskaźnik zadłużenia kapitału własnego oscyluje wokół wartości 1,5, poziom zmienności zaś wyniósł 8% (por tabela 6.2).

Tabela 6.2. Wartości średnie wskaźników, mediana, odchylenia standardowe i poziom zmienności wskaźników zadłużenia dla sektora budowlanego

Wskaźnik zadłużenia	Sektorowe			
	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności
ogółem	0,64	0,65	0,02	2,4%
kapitału własnego	1,54	1,54	0,12	8,0%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dostępnych na stronie internetowej <https://www.biznesradar.pl> (dostęp z dnia 1.12.2022)

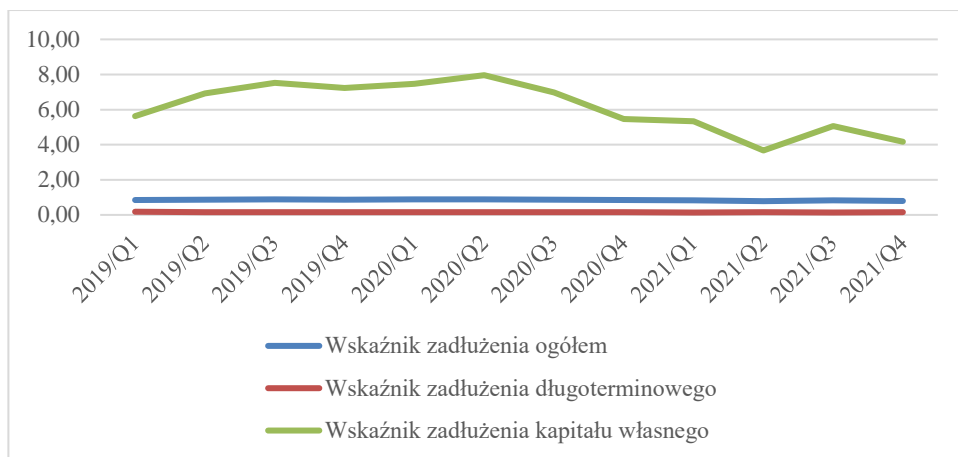
Wyniki sektorowe mają szczególne znaczenie biorąc pod uwagę wyniki wskaźników zadłużenia kapitału własnego w wybranych spółkach, które charakteryzują znacznie wyższe wartości wspomnianego wskaźnika. Wyniki analizy zadłużenia pierwszej badanej spółki – Budimex, zestawione zostały w tabeli 6.3.

Tabela 6.3. Wskaźniki zadłużenia dla spółki Budimex

Wskaźnik zadłużenia	2019/Q1	2019/Q2	2019/Q3	2019/Q4	2020/Q1	2020/Q2
ogółem	0,85	0,87	0,88	0,87	0,88	0,88
długoterminowego	0,18	0,15	0,16	0,16	0,15	0,15
kapitału własnego	5,63	6,92	7,53	7,22	7,46	7,96
Wskaźnik zadłużenia	2020/Q3	2020/Q4	2021/Q1	2021/Q2	2021/Q3	2021/Q4
ogółem	0,87	0,84	0,84	0,78	0,83	0,80
długoterminowego	0,15	0,15	0,13	0,15	0,14	0,15
kapitału własnego	6,97	5,46	5,34	3,67	5,05	4,17

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

Jak wynika z przeprowadzonej analizy zadłużenie ogółem w spółce Budimex utrzymuje się na średnim poziomie 80% (rys. 6.2) Trudno jest określić minimalny lub maksymalny poziom wskaźnika, a sama jego wartość nie musi oznaczać zdolności do obsługi zadłużenia lub jej braku. Poziom zadłużenia w spółce wskazuje na podwyższone ryzyko finansowe i wymaga systematycznej kontroli oraz poszerzenia analizy o wskaźniki statystyczne.



Rysunek 6.2. Wskaźniki zadłużenia dla spółki Budimex

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

Przy omawianiu poziomu zadłużenia istotny jest jego podział na krótko i długoterminowe. Wskaźnik zadłużenia długoterminowego stanowi swojego rodzaju uściślenie wskaźnika zadłużenia ogółem. W badanej spółce wartość wskaźnika oscyluje w granicach 15%. Oznacza to, że majątek przedsiębiorstwa jest w 15% finansowany z kapitałów obcych o charakterze długoterminowym, a tym samym uznawanych za stabilne. Określając poziom ryzyka związanego z zadłużeniem należy zwrócić uwagę na dwa aspekty. Z jednej strony, im wartość wskaźnika zadłużenia długoterminowego jest bliższa wartości wskaźnika zadłużenia ogółem tym więcej stabilnych kapitałów finansuje zasoby spółki. Biorąc pod uwagę powyższe, poziom ryzyka w spółce Budimex należałoby określić jako wysoki, gdyż niewielka część zadłużenia ma charakter długoterminowy. Niemniej, należy mieć na uwadze, iż zadłużenie długoterminowe wiąże się najczęściej z koniecznością spłaty odpowiednio wysokich odsetek, podczas gdy zadłużenie krótkoterminowe może mieć charakter nieodsetkowy. Jest to szczególnie ważne przy kształtowaniu struktury finansowania w czasach niepewności i dynamicznych zmian stóp procentowych, które w realny sposób wpływają na zdolność jednostki do obsługi długu. W badanych okresach nie zauważa się, aby wysokość zadłużenia wpłynęła negatywnie na finanse jednostki, niemniej sytuacja ta dynamicznie się zmienia i wymaga stałego monitorowania.

Średnia wskaźnika zadłużenia ogółem kształtuje się na poziomie 0,85 i jest nieco wyższa niż w sektorze, aczkolwiek poziom zmienności jest niski. Z kolei średnia wskaźnika zadłużenia kapitału własnego wynosi 6,11 i znacznie przewyższa średnią w sektorze. Wskaźnik poziomu zmienności również jest wyższy niż w sektorze i wskazuje na podwyższone ryzyko związane ze zmiennością relacji kapitał u własnego

do obcego do własnego (tabela 6.4). Jednakże wskaźnik zadłużenia kapitału własnego od II kwartału 2020 roku wykazuje tendencję spadkową, co należałoby rozpatrywać pozytywnie, gdyż maleje dysproporcja między zadłużeniem a wartością kapitałów własnych.

Tabela 6.4. Wartości średnie wskaźników, mediana, odchylenia standardowe i poziom zmienności wskaźników zadłużenia dla spółki Budimex oraz sektora

Wskaźnik zadłużenia	Budimex				Sektor			
	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności
ogółem	0,85	0,86	0,03	3,72%	0,64	0,65	0,02	2,4%
kapitału własnego	6,11	6,27	1,35	22,13%	1,54	1,54	0,12	8,0%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki oraz strony internetowej <https://www.biznesradar.pl> (dostęp z dnia 1.12.2022)

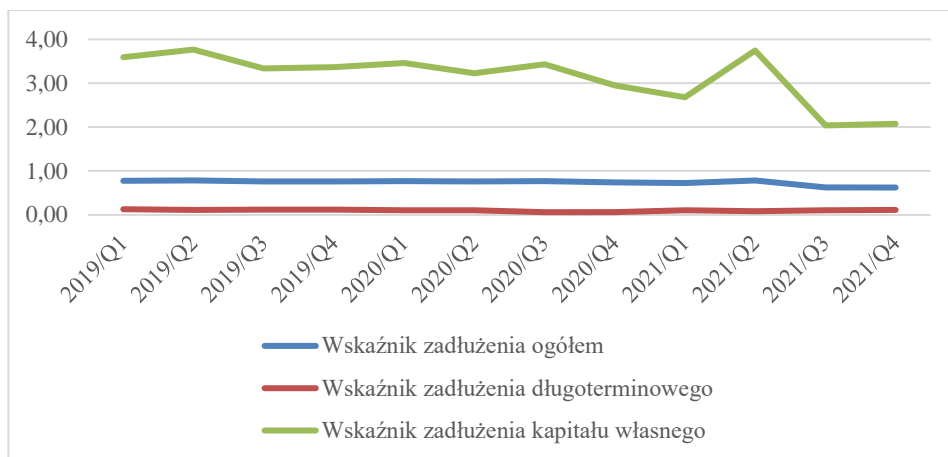
W kolejnej z omawianych spółek – spółce Erbud, poziom zadłużenia jest nieco niższy niż w spółce Budimex, a wartości poszczególnych wskaźników zestawiono w tabeli 6.5.

Tabela 6.5. Wskaźniki zadłużenia dla spółki Erbud

Wskaźnik zadłużenia	2019/Q1	2019/Q2	2019/Q3	2019/Q4	2020/Q1	2020/Q2
ogółem	0,78	0,79	0,76	0,77	0,77	0,76
długoterminowego	0,13	0,11	0,12	0,12	0,11	0,11
kapitału własnego	3,59	3,77	3,34	3,37	3,46	3,23
Wskaźnik zadłużenia	2020/Q3	2020/Q4	2021/Q1	2021/Q2	2021/Q3	2021/Q4
ogółem	0,77	0,74	0,72	0,78	0,63	0,63
długoterminowego	0,06	0,06	0,11	0,08	0,11	0,11
kapitału własnego	3,43	2,95	2,68	3,75	2,04	2,08

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

Biorąc pod uwagę charakter omawianych wskaźników dla obu spółek aktualne wydają się zalecenia monitorowania poziomu zadłużenia, celem odpowiednio wczesnego wykrycia zagrożenia i odpowiedniej reakcji na nie.



Rysunek 6.3. Wskaźniki zadłużenia dla spółki Erbud

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

Relacja zadłużenia do kapitałów ogółem w spółce Erbud świadczy o ponad 60% zadłużeniu z wyraźną tendencją malejącą w badanych okresach. Podobny trend wykazuje wskaźnik zadłużenia kapitału własnego. Analiza statystyczna wskazuje, że średni poziom zadłużania ogółem w spółce Erbud jest nieco wyższy niż w sektorze, zaś zadłużenia kapitału własnego znacznie wyższy. Poziomy zmienności w spółce Erbud również są wyższe niż w sektorze. Wiąże się to ze wzrostem ryzyka finansowego (tabela 6.6).

Tabela 6.6. Wartości średnie wskaźników, mediana, odchylenia standardowe i poziom zmienności wskaźników zadłużenia dla spółki Erbud oraz sektora

Wskaźnik zadłużenia	Erbud				Sektor			
	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności
ogółem	0,74	0,77	0,05	7,28%	0,64	0,65	0,02	2,4%
kapitału własnego	3,14	3,35	0,57	18,01%	1,54	1,54	0,12	8,0%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki oraz strony internetowej <https://www.biznesradar.pl> (dostęp z dnia 1.12.2022)

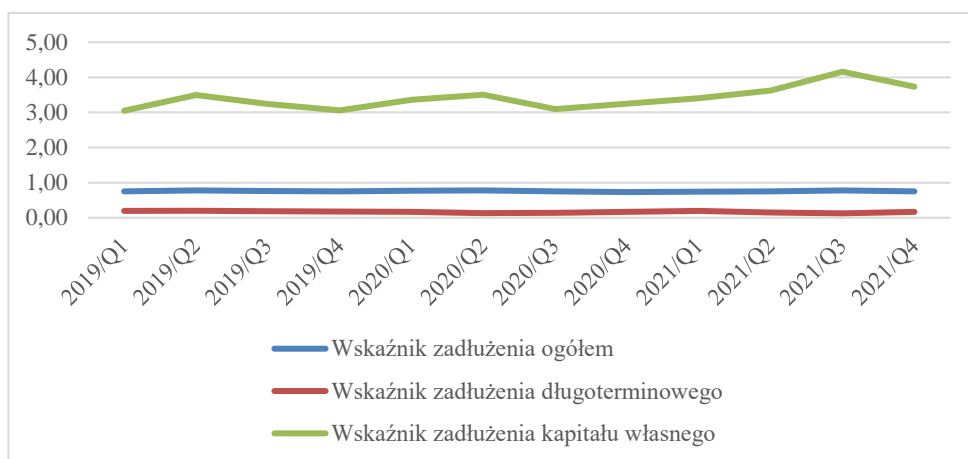
Analizując spółki z branży budowlanej zauważa się, że charakteryzuje je relatywnie wysoki poziom zadłużenia. Wyjątkiem nie jest spółka Unibep, w której poziom zadłużenia oscyluje wokół 75% (tabela 6.7).

Tabela 6.7. Wskaźniki zadłużenia dla spółki Unibep

Wskaźnik zadłużenia	2019/Q1	2019/Q2	2019/Q3	2019/Q4	2020/Q1	2020/Q2
ogółem	0,75	0,77	0,76	0,75	0,77	0,77
długoterminowego	0,20	0,20	0,19	0,17	0,16	0,13
kapitału własnego	3,05	3,50	3,24	3,06	3,36	3,51
Wskaźnik zadłużenia	2020/Q3	2020/Q4	2021/Q1	2021/Q2	2021/Q3	2021/Q4
ogółem	0,75	0,73	0,74	0,75	0,78	0,75
długoterminowego	0,14	0,17	0,19	0,15	0,12	0,17
kapitału własnego	3,09	3,25	3,40	3,62	4,16	3,73

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

Poziom zadłużenia jest względnie stały w badanych okresach, co potwierdzają wartości wskaźników zadłużenia ogółem i zadłużenia długoterminowego. Spółka Unibep ma mniej niż 20% zadłużenia o charakterze długoterminowym, stąd też podobnie jak w przypadku spółki Budimex i Erbud, należy dwójako rozpatrywać kwestię ryzyka finansowego. Niski udział zadłużenia o charakterze odsetkowym nie musi świadczyć o niskim poziomie bezpieczeństwa, wręcz przeciwnie – w przypadku obserwowanego wzrostu stóp procentowych, finansowanie ze źródeł krótkoterminowych może okazać się bardziej optymalnym rozwiązaniem.



Rysunek 6.4. Wskaźniki zadłużenia dla spółki Unibep

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

Jako niepokojący sygnał należałoby odbierać wzrost wartości wskaźnika zadłużenia kapitału własnego, gdyż świadczy on o rosnącej dysproporcji w kapitałach własnych i finansowaniu zewnętrznym. Wzrost wartości wskaźnika wynika z wyższej dynamiki wzrostu zadłużenia niż kapitału własnego i wymaga monitorowania przez osoby zarządzające spółką (rys. 6.4). Z kolei wyniki poziomów zmienności są na podobnym poziomie jak w sektorze (tabela 6.7).

Tabela 6.8. Wartości średnie wskaźników, mediana, odchylenia standardowe i poziom zmienności wskaźników zadłużenia dla spółki Unibep oraz sektora

Wskaźnik zadłużenia	Unibep				Sektor			
	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności
ogółem	0,76	0,75	0,01	1,81%	0,64	0,65	0,02	2,4%
kapitału własnego	3,41	3,38	0,31	9,02%	1,54	1,54	0,12	8,0%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki oraz strony internetowej <https://www.biznesradar.pl> (dostęp z dnia 1.12.2022)

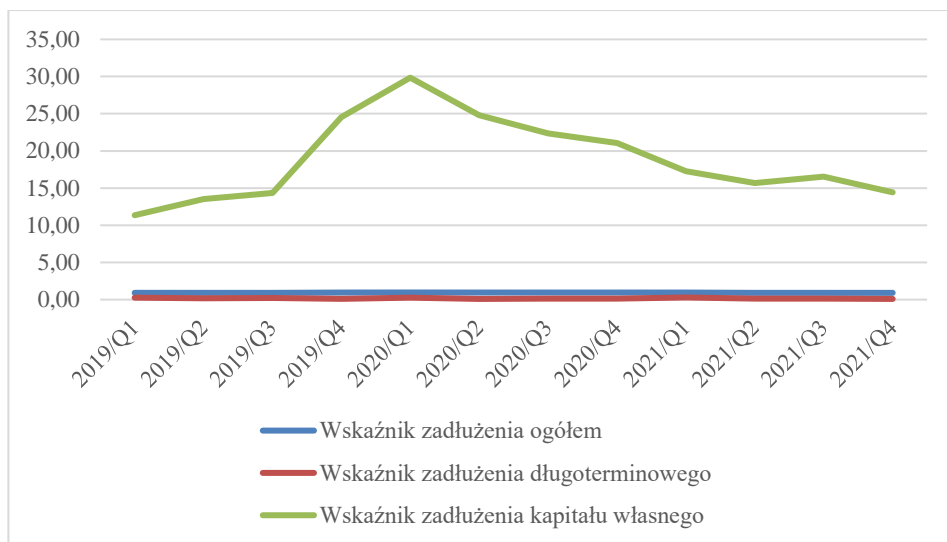
Kolejna z badanych spółek – Mostostal Warszawa charakteryzuje się najwyższym udziałem kapitałów obcych w finansowaniu działalności przedsiębiorstwa. Wyniki przeprowadzonej analizy zestawiono w tabeli 6.8.

Tabela 6.9. Wskaźniki zadłużenia dla spółki Mostostal Warszawa

Wskaźnik zadłużenia	2019/Q1	2019/Q2	2019/Q3	2019/Q4	2020/Q1	2020/Q2
ogółem	0,91	0,92	0,93	0,95	0,96	0,95
długoterminowego	0,27	0,20	0,20	0,10	0,25	0,10
kapitału własnego	11,35	13,54	14,36	24,56	29,85	24,80
Wskaźnik zadłużenia	2020/Q3	2020/Q4	2021/Q1	2021/Q2	2021/Q3	2021/Q4
ogółem	0,94	0,94	0,93	0,92	0,92	0,91
długoterminowego	0,12	0,12	0,28	0,13	0,12	0,11
kapitału własnego	22,37	21,05	17,28	15,68	16,54	14,42

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

Finansowanie ponad 90% majątku z kapitałów obcych wiąże się z wysokim poziomem ryzyka finansowego. Wynikać to może z prowadzonej w spółce polityki kształtowania kapitałów, w których znaczący udział mają zobowiązania krótko i długoterminowe. Tym samym, może być efektem świadomych działań.



Rysunek 6.5. Wskaźniki zadłużenia dla spółki Mostostal Warszawa

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

Zaangażowanie kapitałów obcych, które kilkunastokrotnie przewyższają wartość kapitału własnego (rys. 6.5), obarczone jest dużym ryzykiem, na co wskazuje również poziom zmienności (tabela 6.10). Równocześnie pozwala to na realizowanie inwestycji i projektów, których pokrycie nie byłoby możliwe ze środków własnych.

Tabela 6.10. Wartości średnie wskaźników, mediana, odchylenia standardowe i poziom zmienności wskaźników zadłużenia dla spółki Mostostal Warszawa oraz sektora

Wskaźniki zadłużenia	Mostostal Warszawa				Sektor			
	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności
ogółem	0,93	0,93	0,01	1,60%	0,64	0,65	0,02	2,4%
kapitału własnego	18,82	16,91	5,39	28,63%	1,54	1,54	0,12	8,0%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki oraz strony internetowej <https://www.biznesradar.pl> (dostęp z dnia 1.12.2022)

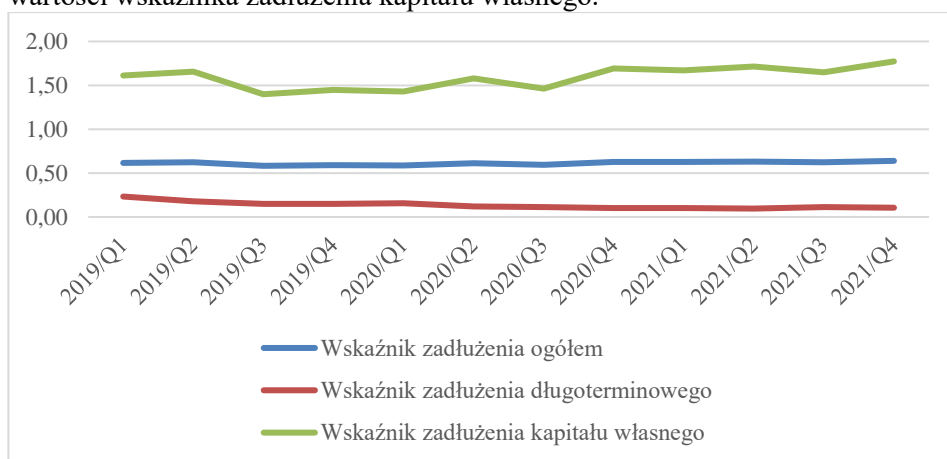
Spółką o znacznie niższym ryzyku finansowym jest spółka Polimex Mostostal, dla której wyniki analizy zestawiono w tabeli 6.11.

Tabela 6.11. Wskaźniki zadłużenia dla spółki Polimex Mostostal

Wskaźnik zadłużenia	2019/Q1	2019/Q2	2019/Q3	2019/Q4	2020/Q1	2020/Q2
ogółem	0,62	0,62	0,58	0,59	0,59	0,61
długoterminowego	0,23	0,18	0,15	0,15	0,16	0,12
kapitału własnego	1,61	1,65	1,40	1,45	1,43	1,58
Wskaźnik zadłużenia	2020/Q3	2020/Q4	2021/Q1	2021/Q2	2021/Q3	2021/Q4
ogółem	0,59	0,63	0,63	0,63	0,62	0,64
długoterminowego	0,11	0,10	0,10	0,10	0,11	0,11
kapitału własnego	1,46	1,69	1,67	1,71	1,65	1,77

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

Spółka Polimex Mostostal ponad połowę posiadanego majątku finansuje ze środków obcych. Poziom ten jest względnie stały. Obserwuje się nieznaczny spadek wartości wskaźnika zadłużenia długoterminowego z 23% w pierwszym badanym okresie do 11% w ostatnim (rys. 6.6) przy równoczesnym wzroście wartości wskaźnika zadłużenia kapitału własnego.



Rysunek 6.6. Wskaźniki zadłużenia dla spółki Polimex Mostostal

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

Trend wzrostowy wskaźnika zadłużenia kapitału własnego wynika z większej dynamiki przyrostu wartości zobowiązań krótkoterminowych niż kapitału

własnego. Wysoka i rosnąca wartość wskaźnika stanowi sygnał ostrzegawczy spadku poziomu bezpieczeństwa. Mimo relatywnie niskiego poziomu zadłużenia należałoby szczególną uwagę zwrócić na kształtowanie się zobowiązań krótkoterminowych.

Porównując poziomy zmienności w spółce Polimex oraz sektorze można zauważyć, że kształtują się one na podobnym poziomie i świadczą o niewielkim ryzyku zmienności (tabela 6.12).

Tabela 6.12. Wartości średnie wskaźników, mediana, odchylenia standardowe i poziom zmienności wskaźników zadłużenia dla spółki Polimex oraz sektora

Wskaźnik zadłużenia	Polimex Mostostal				Sektor			
	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności
ogółem	0,61	0,62	0,02	2,98%	0,64	0,65	0,02	2,4%
zadłużenia kapitału własnego	1,59	1,63	0,12	7,55%	1,54	1,54	0,12	8,0%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki oraz strony internetowej <https://www.biznesradar.pl> (dostęp z dnia 1.12.2022)

Od jakiegoś czasu obserwuje się trend zwiększania się poziomu zadłużenia w strukturze pasywów. Potwierdzeniem tego są wyniki wskaźników zadłużenia spółki Mirbud zestawione w tabeli 6.12.

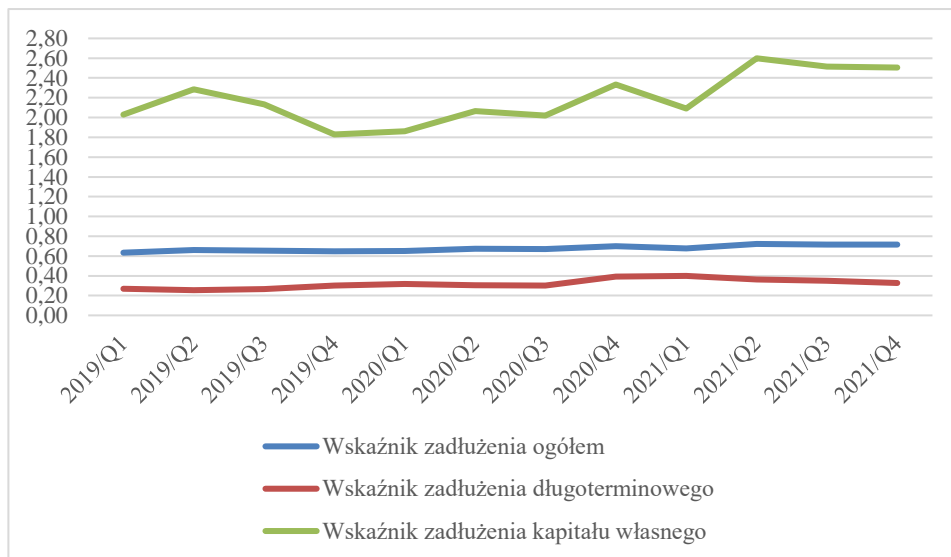
Tabela 6.13. Wskaźniki zadłużenia dla spółki Mirbud

Wskaźnik zadłużenia	2019/Q1	2019/Q2	2019/Q3	2019/Q4	2020/Q1	2020/Q2
ogółem	0,63	0,66	0,65	0,65	0,65	0,67
długoterminowego	0,27	0,25	0,27	0,30	0,32	0,31
kapitału własnego	2,03	2,28	2,13	1,83	1,86	2,07
Wskaźnik zadłużenia	2020/Q3	2020/Q4	2021/Q1	2021/Q2	2021/Q3	2021/Q4
ogółem	0,67	0,70	0,68	0,72	0,72	0,71
długoterminowego	0,30	0,39	0,40	0,36	0,35	0,33
kapitału własnego	2,02	2,33	2,09	2,60	2,51	2,50

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

Poziom wykorzystania kapitałów obcych nie odbiega znacząco od pozostałych spółek w branży. Obserwuje się rosnący poziom zadłużenia – z 63% w 1 kwartale 2019 do 71% w 4 kwartale 2021. Świadczyć to może o rosnącym ryzyku finansowym, zwłaszcza jeśli decyzja o zadłużeniu podyktowana była serią obniżek

stóp procentowych. Obecna, dynamicznie zmieniająca się sytuacja w otoczeniu, wynikająca zarówno z sytuacji epidemiologicznej na świecie jak i konfliktu zbrojnego na Ukrainie może w znacznym stopniu wpłynąć a sytuację nie tylko spółki Mirbud, ale wszystkich podmiotów w branży budowlanej.



Rysunek 6.7. Wskaźniki zadłużenia dla spółki Mirbud

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

Trend wzrostowy widoczny jest również w przypadku wskaźnika zadłużenia kapitału własnego, a jak podkreślono – im wyższa wartość wskaźnika tym ta relacja mniej korzystna. Wyniki należy interpretować przede wszystkim w kontekście tendencji - wzrostowych lub spadkowych. Jeśli wartość wskaźnika rośnie w czasie, rośnie także finansowe ryzyko, a firma się zadłuża. W przypadku tendencji spadkowych można wnioskować, że sytuacja przedsiębiorstwa ulega poprawie. Mimo to, należy zwrócić szczególną uwagę na poziom zmienności wskaźnika zadłużenia kapitału własnego którego wartość przewyższa wartość dla sektora (tabela 6.14).

Tabela 6.14. Wartości średnie wskaźników, mediana, odchylenia standardowe i poziom zmienności wskaźników zadłużenia dla spółki Mirbud oraz sektora

Wskaźnik zadłużenia	Mirbud				Sektor			
	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności
ogółem	0,68	0,67	0,03	4,23%	0,64	0,65	0,02	2,4%
kapitału własnego	2,19	2,11	0,25	11,20%	1,54	1,54	0,12	8,0%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki oraz strony internetowej <https://www.biznesradar.pl> (dostęp z dnia 1.12.2022)

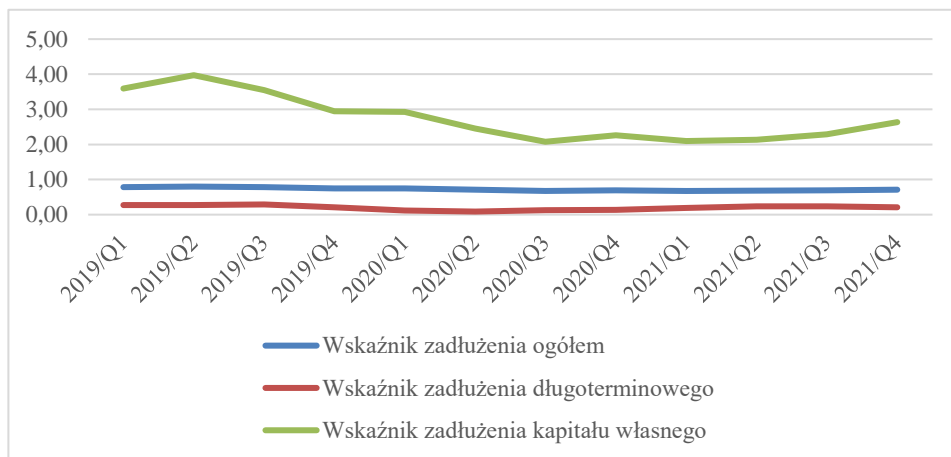
Ostatnią badaną spółką jest spółka Dekpol, dla której wyniki analizy zaprezentowano w tabeli 6.15.

Tabela 6.15. Wskaźniki zadłużenia dla spółki Dekpol

Wskaźnik zadłużenia	2019/Q1	2019/Q2	2019/Q3	2019/Q4	2020/Q1	2020/Q2
ogółem	0,78	0,80	0,78	0,75	0,75	0,71
długoterminowego	0,27	0,27	0,29	0,21	0,12	0,09
kapitału własnego	3,59	3,97	3,55	2,94	2,93	2,45
Wskaźnik zadłużenia	2020/Q3	2020/Q4	2021/Q1	2021/Q2	2021/Q3	2021/Q4
ogółem	0,67	0,69	0,68	0,68	0,69	0,71
długoterminowego	0,12	0,14	0,19	0,23	0,24	0,21
kapitału własnego	2,08	2,26	2,10	2,13	2,29	2,63

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

Poziom zadłużenia tej spółki nie różni się zasadniczo od innych w branży i oscyluje wokół 70%. Udział zadłużenia długoterminowego w finansowaniu majątku przedsiębiorstwa fluktuuje w czasie – spada w okresie od 1 kwartału 2019 roku do 2 kwartału 2020 roku, po czym zaczyna stopniowo wzrastać (rys. 6.8). Pociąga to za sobą wzrost ryzyka finansowego, gdyż jak zaznaczono przyjmuje się, że zadłużenie długoterminowe jest zadłużeniem stosunkowo bezpiecznym, a jego wzrost nie musi determinować obniżenia się płynności finansowej firmy.



Rysunek 6.8. Wskaźniki zadłużenia dla spółki Dekpol

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

Podobną tendencję wykazuje wskaźnik zadłużenia kapitału własnego, co wynika z dynamiki zmian kapitału własnego i kapitałów obcych. Najniższą wartość osiąga on w 3 kwartale 2020 roku, stąd też ciężko określić realny wpływ sytuacji makroekonomicznej na kształtowanie się zadłużenia.

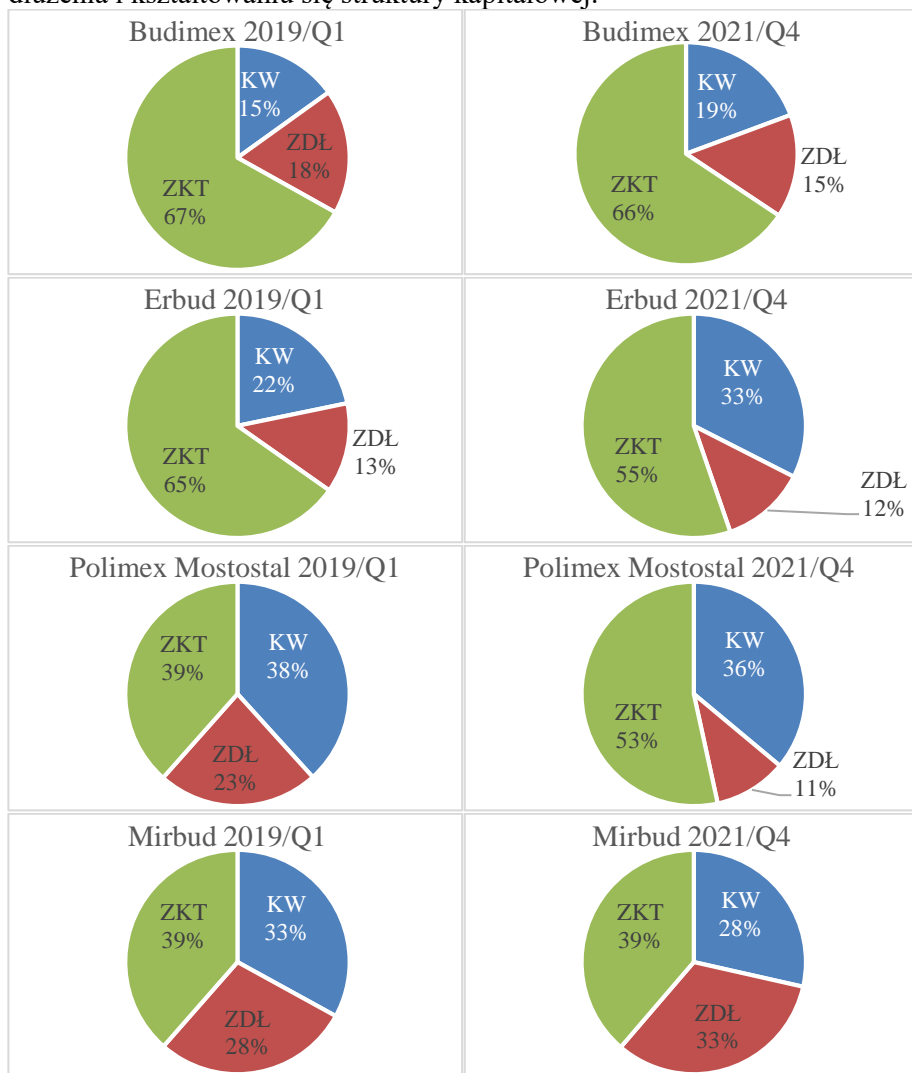
Tabela 6.16. Wartości średnie wskaźników, mediana, odchylenia standardowe i poziom zmienności wskaźników zadłużenia dla spółki Dekpol oraz sektora

Wskaźnik zadłużenia	Dekpol				Sektor			
	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności
ogółem	0,72	0,71	0,04	5,90%	0,64	0,65	0,02	2,4%
kapitału własnego	2,74	2,54	0,63	22,86%	1,54	1,54	0,12	8,0%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki oraz strony internetowej <https://www.biznesradar.pl> (dostęp z dnia 1.12.2022)

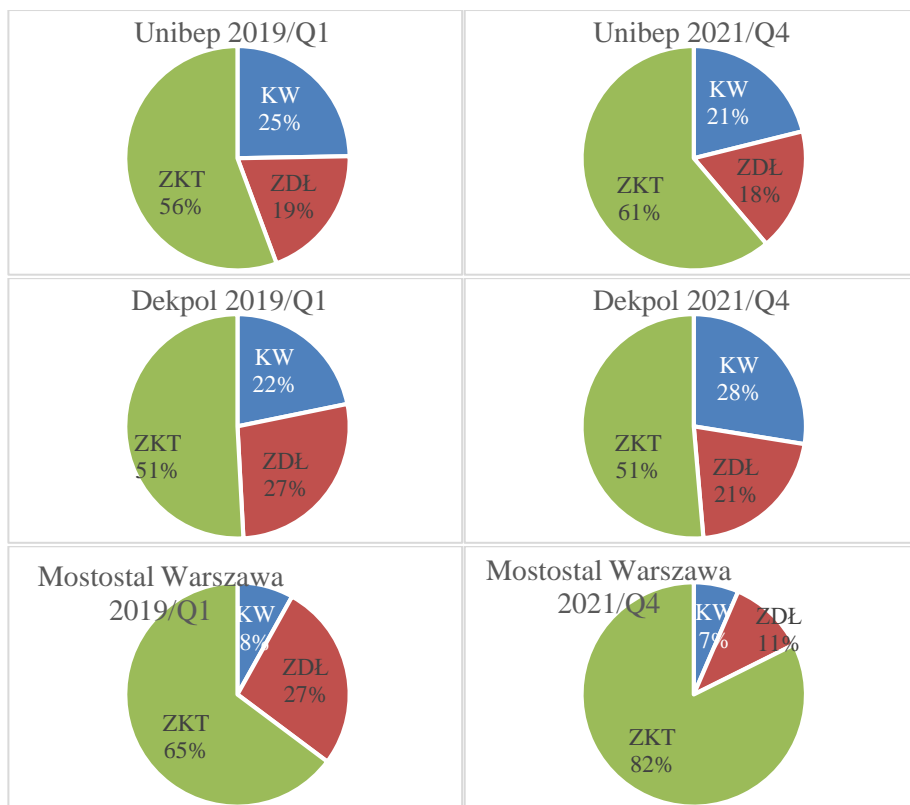
Przeprowadzona analiza zadłużenia wykazała, że badane podmioty z branży budowlanej charakteryzuje dość wysoki poziom zadłużenia ogółem. Wynikać to może z charakterystyki kapitałochłonnej branży oraz konieczności wprowadzania innowacji. Zadłużenie utrzymywane na optymalnym poziomie i regularnie kontrolowane może więc zapewnić firmie wysoką rentowność, rozwój i nowe

możliwości. Dlatego też warto kontrolować zmiany w strukturze pasywów, celem odpowiednio wczesnego wykrycia zwiększonego ryzyka. Na rysunkach 6.9 i 6.10 przedstawiono zmianę wartości poszczególnych źródeł finansowania w 1 kwartale 2019 oraz 4 kwartale 2021 roku dla wszystkich przebadanych dotychczas spółek, co pozwoli na lepsze zobrazowanie zależności w poziomie zadłużenia i kształtowaniu się struktury kapitałowej.



Rysunek 6.9. Struktura pasywów w spółkach z branży budowlanej

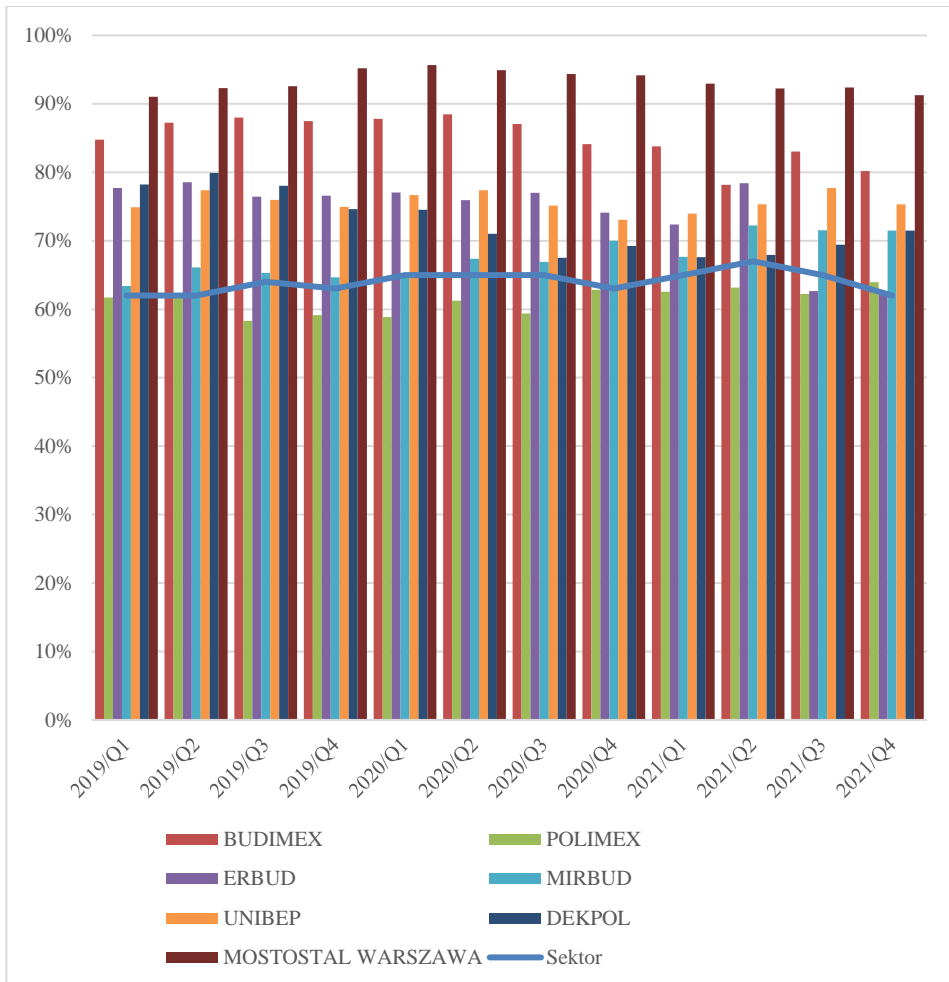
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z kwartalnych sprawozdań finansowych; KW – kapitały własne, ZDŁ – zobowiązania długoterminowe, ZKT – zobowiązania krótkoterminowe



Rysunek 6.10. Struktura pasywów w spółkach z branży budowlanej

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki; ; KW – kapitały własne, ZDŁ – zobowiązania długoterminowe, ZKT – zobowiązania krótkoterminowe

Jak wynika z badań rynku najmniej zadłużone pozostają firmy z branży informatycznej, sektora kapitałowego, przemysłu farmaceutycznego i spożywczego. Najwyższe zadłużenie ogólne ma przemysł drzewny, budownictwo, hotele i restauracje, stąd też otrzymane wyniki nie odchylają się od norm branżowych. Niemniej, kluczową do efektywnego zarządzania posiadanymi kapitałami jest systematyczna kontrola poziomu zadłużenia. Ma to szczególne znaczenie w okresie znaczących turbulencji w otoczeniu, związanych zarówno z pandemią koronawirusa jak i toczącymi się działaniami zbrojnymi.



Rysunek 6.11. Wskaźniki zadłużenia ogółem dla spółek i sektora

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

Zestawiając wyniki sektorowe z analizą poszczególnych spółek nasuwa się spostrzeżenie, iż jedynie spółka Polimex Mostostal ma niższy niż średnio sektorowy poziom zadłużenia (rysunek 6.11).

7. Analiza i ocena rentowności kapitałów oraz ryzyka rentowności

Kolejnym istotnym aspektem jest rentowność kapitałów zaangażowanych do finansowania działalności spółki. Efektywność wykorzystania kapitałów własnych w przedsiębiorstwie znajduje się w sferze szczególnych zainteresowań właścicieli przedsiębiorstwa. Dodatkowo struktura kapitału spółek staje się obecnie coraz bardziej zróżnicowana z uwagi na możliwość osiągnięcia korzyści z tytułu zaangażowania obcych źródeł finansowania.

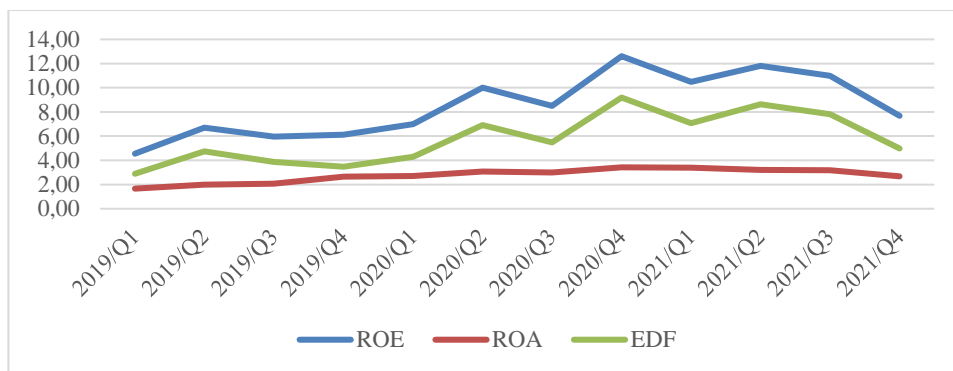
Poziomy wskaźników rentowności kapitału własnego, obcego oraz efektu dźwigni finansowej zostały w sektorze budowlanym zestawione w tabeli 7.1.

Tabela 7.1. Wskaźniki rentowności kapitałów dla sektora budownictwo

Wyszczególnienie	2019/Q1	2019/Q2	2019/Q3	2019/Q4	2020/Q1	2020/Q2
Rentowność kapitału własnego (%)	4,55	6,71	5,95	6,11	7,00	10,00
Rentowność kapitału ogółem (%)	1,66	1,98	2,08	2,65	2,71	3,08
Efekt dźwigni finansowej (p.p.)	2,89	4,73	3,87	3,46	4,29	6,92
Wyszczególnienie	2020/Q3	2020/Q4	2021/Q1	2021/Q2	2021/Q3	2021/Q4
Rentowność kapitału własnego (%)	8,49	12,61	10,48	11,82	11,00	7,68
Rentowność kapitału ogółem (%)	3,00	3,42	3,40	3,20	3,19	2,69
Efekt dźwigni finansowej (p.p.)	5,49	9,19	7,08	8,62	7,81	4,99

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki oraz strony internetowej <https://www.biznesradar.pl/> (dostęp z dnia 1.09.2022)

W badanym okresie rentowność kapitałów oraz efekt dźwigni finansowej wykazują trend wzrostowy, aczkolwiek od drugiego kwartału 2021 roku rentowność kapitałów maleje (rysunek 7.1). Oznacza to, że zmniejsza się ilość zysku, jaką spółki z sektora budowlanego są w stanie osiągnąć z jednego złotego kapitałów. Niemniej, wartości w każdym roku są dodatnie, a efekt dźwigni finansowej informuje o pozytywnym wpływie zadłużenia obcego na kapitał własny



Rysunek 7.1. Wskaźniki rentowności kapitałów dla sektora budownictwo

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych na stronie internetowej <https://www.biznesradar.pl/> (dostęp z dnia 1.09.2022); ROE – rentowność kapitału własnego, ROA – rentowność kapitału ogółem, EDF – efekt dźwigni finansowej

Dokonując analizy statystycznej można stwierdzić, że średnia rentowność kapitału własnego w sektorze budownictwo wynosiła 8,37, średnia rentowność kapitałów ogółem 2,71, a średni efekt dźwigni finansowej wyniósł 5,65 punktu procentowego, czyli o tyle poprawiała się rentowność kapitałów własnych na skutek zaangażowania kapitałów obcych. Należy jednak zauważyć, że ryzyko związane ze zmiennością omawianych wskaźników w sektorze budownictwo było na dość wysokim poziomie, co wskazuje na wysokie ryzyko finansowe (tabela 7.2).

Tabela 7.2. Wartości średnie wskaźników, mediana, odchylenia standardowe i poziom zmienności wskaźników rentowności kapitałów dla sektora budowlanego

Wyszczególnienie	Sektor			
	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności
Rentowność kapitału własnego	8,37	7,75	2,59	31,0%
Rentowność kapitału ogółem	2,72	2,86	0,59	21,7%
Efekt dźwigni finansowej	5,65	5,11	2,08	36,8%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dostępnych na stronie internetowej https://www.biznesradar.pl (dostęp z dnia 1.12.2022)

Na potrzeby niniejszego opracowania przeprowadzona została ocena rentowności kapitałów w 7 spółkach z branży budowlanej. Grupa wskaźników wykorzystywanych w tej analizie pozwala na ocenę efektywności wykorzystania kapitałów własnych w przedsiębiorstwie oraz wpływu zadłużenia na nie.

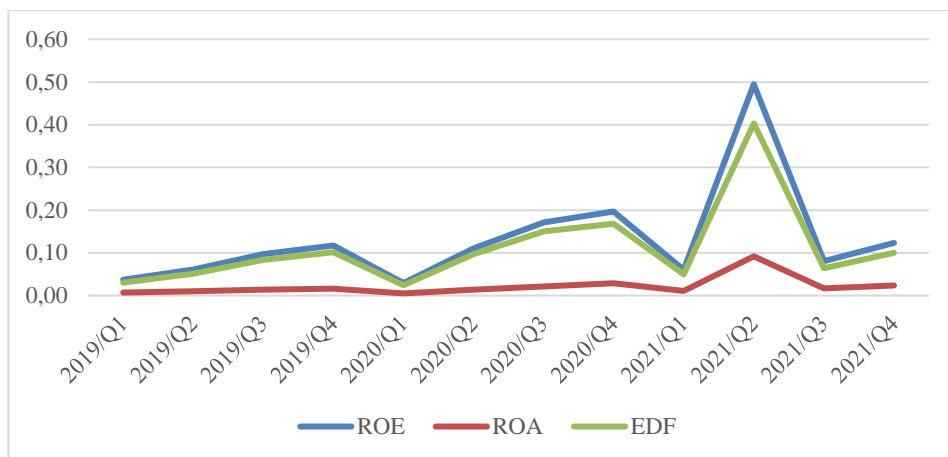
Wyniki analizy przeprowadzonej dla pierwszej z badanych spółek zestawiono w tabeli 7.3.

Tabela 7.3. Wskaźniki rentowności kapitałów dla spółki Budimex

Wyszczególnienie	2019/Q1	2019/Q2	2019/Q3	2019/Q4	2020/Q1	2020/Q2
Rentowność kapitału własnego (%)	0,04	0,06	0,10	0,12	0,03	0,11
Rentowność kapitału ogółem (%)	0,01	0,01	0,01	0,02	0,01	0,01
Efekt dźwigni finansowej (p.p.)	0,03	0,05	0,08	0,10	0,02	0,10
Wyszczególnienie	2020/Q3	2020/Q4	2021/Q1	2021/Q2	2021/Q3	2021/Q4
Rentowność kapitału własnego (%)	0,17	0,20	0,06	0,49	0,08	0,12
Rentowność kapitału ogółem (%)	0,02	0,03	0,01	0,09	0,02	0,02
Efekt dźwigni finansowej (p.p.)	0,15	0,17	0,05	0,40	0,06	0,10

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

Wskaźnik rentowności kapitału własnego informuje, ile groszy zysku netto w danym okresie otrzymano z jednej złotówki kapitału własnego. Im wyższa wartość wskaźnika tym wyższa stopa zwrotu z zaangażowanych środków, a tym samym niższe ryzyko. W spółce Budimex w każdym kwartale od 2019 roku do 2021 roku generowany jest zysk netto, co przekłada się na wartości wskaźników. Naturalnym jest, że badając okresy kwartalne przy stałym wzroście zysku w każdym z nich wartości wskaźnika będą fluktuowały w charakterystyczny sposób – z najniższą wartością w pierwszym kwartale, a najwyższą w ostatnim (rys. 7.2). Na szczególną uwagę zasługuje 2 kwartał 2021 roku, w którym odnotowany został zysk z działalności zaniechanej, co w znaczący sposób wpłynęło na wyniki analizy. Wyłączając wspomniany okres z jednej złotówki kapitału własnego generowane jest średnio ponad 10 groszy zysku netto. Wzrost wartości wskaźnika w czasie należałoby rozpatrywać pozytywnie, natomiast jego spadek wiązać się może ze spadkiem efektywności kapitałów.



Rysunek 7.2. Wskaźniki rentowności kapitałów dla spółki Budimex

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki; ROE – rentowność kapitału własnego, ROA – rentowność kapitału ogółem, EDF – efekt dźwigni finansowej

Nie odnotowuje się, aby fakt wystąpienia pandemii wpłynął w znaczący sposób na kształtowanie się poziomu rentowności kapitałów. Niemniej, wyniki statystycznej analizy poziomu zmienności wskaźników rentowności wskazują na znaczenie wyższe ryzyko niż w sektorze (tabela 7.4).

Tabela 7.4. Wartości średnie wskaźników, mediana, odchylenia standardowe i poziom zmienności wskaźników rentowności kapitałów dla spółki Budimex oraz sektora

Wyszczególnienie	Budimex				Sektor			
	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności
Rentowność kapitału własnego	0,13	0,10	0,12	90,9%	8,37	7,75	2,59	31,0%
Rentowność kapitału ogółem	0,02	0,02	0,02	102,7%	2,72	2,86	0,59	21,7%
Efekt dźwigni finansowej	0,11	0,09	0,10	88,9%	5,65	5,11	2,08	36,8%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki oraz strony internetowej <https://www.biznesradar.pl> (dostęp z dnia 1.12.2022)

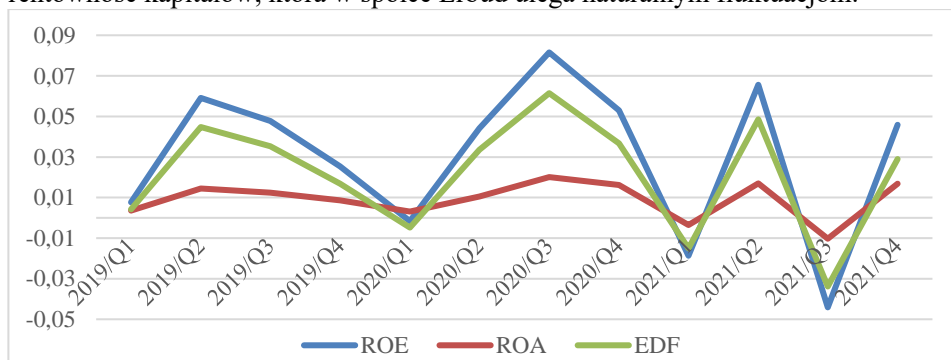
Kolejnym podmiotem, który poddany został analizie jest spółka Erbud, a wyniki przeprowadzonych badań zestawiono w tabeli 7.5.

Tabela 7.5. Wskaźniki rentowności kapitałów dla spółki Erbud

Wyszczególnienie	2019/Q1	2019/Q2	2019/Q3	2019/Q4	2020/Q1	2020/Q2
Rentowność kapitału własnego (%)	0,01	0,06	0,05	0,03	-0,002	0,04
Rentowność kapitału ogółem (%)	0,00	0,01	0,01	0,01	0,00	0,01
Efekt dźwigni finansowej (p.p.)	0,00	0,04	0,04	0,02	0,00	0,03
Wyszczególnienie	2020/Q3	2020/Q4	2021/Q1	2021/Q2	2021/Q3	2021/Q4
Rentowność kapitału własnego (%)	0,08	0,05	-0,02	0,07	-0,04	0,05
Rentowność kapitału ogółem (%)	0,02	0,02	0,00	0,02	-0,01	0,02
Efekt dźwigni finansowej (p.p.)	0,06	0,04	-0,02	0,05	-0,03	0,03

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

Rezultaty przeprowadzonej analizy informują, jaka część zainwestowanych środków zwróciła się po każdym z badanych kwartałów. W spółce Erbud, w przeciwieństwie do spółki Budimex, obserwuje się ujemne wartości wskaźników rentowności kapitałów – zarówno własnego jak i ogółem, a także ujemnego efektu dźwigni finansowej. Wpływ na to ma przede wszystkim ujemny wynik finansowy. W 1 kwartale 2020 roku, czyli momencie, w którym ogłoszony został stan pandemii odnotowano najniższą wartość przychodów ze sprzedaży, co w efekcie przełożyło się na stratę z działalności. W kolejnych okresach wyniki te prezentują się bardziej optymistycznie. Niemniej, również w 1 i 3 kwartale 2021 jednostka nie wypracowała zysku. Wyniki generowane w działalności przekładają się na rentowność kapitałów, która w spółce Erbud ulega naturalnym fluktuacjom.



Rysunek 7.3. Wskaźniki rentowności kapitałów dla spółki Erbud

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki; ROE – rentowność kapitału własnego, ROA – rentowność kapitału ogółem, EDF – efekt dźwigni finansowej

Zmiany wartości wskaźników są bardzo dynamiczne. Z jednego złotego kapitału własnego wygenerowane zostało 8 groszy zysku netto w 3 kwartale 2020 roku. Natomiast już dwa okresy później, czyli w 1 kwartale 2021, wynik ten wskazywał na osiągnięcie straty w wysokości 2 groszy z każdej zainwestowanej w kapitał własny złotówki (rys. 7.3). Takie wahania wynikają z kształtowania się poziomu zysku lub straty netto. Analiza statystyczna wskazuje na podobną tendencję jak w spółce Budmiex (tabela 7.6)

Tabela 7.6. Wartości średnie wskaźników, mediana, odchylenia standardowe i poziom zmienności wskaźników rentowności kapitałów dla spółki Erbud oraz sektora

Wyszczególnienie	Erbud				Sektor			
	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności
Rentowność kapitału własnego	0,03	0,04	0,04	117,7%	8,37	7,75	2,59	31,0%
Rentowność kapitału ogółem	0,01	0,01	0,01	97,4%	2,72	2,86	0,59	21,7%
Efekt dźwigni finansowej	0,02	0,03	0,03	127,3%	5,65	5,11	2,08	36,8%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki oraz strony internetowej <https://www.biznesradar.pl> (dostęp z dnia 1.12.2022)

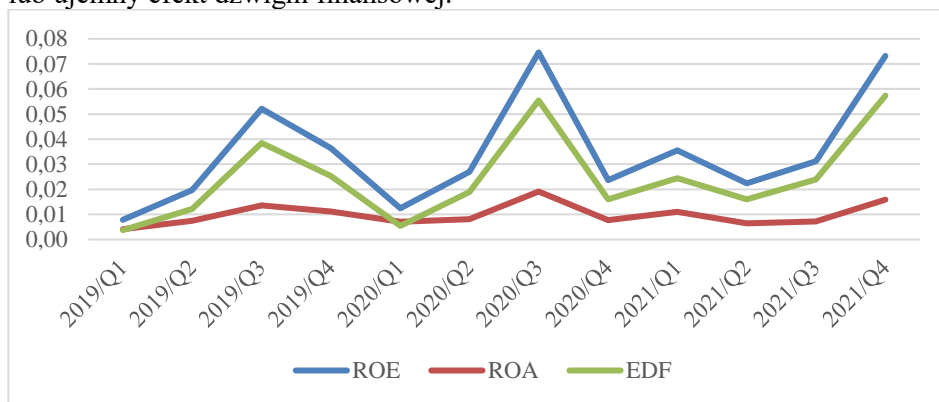
Podobne wahania, choć obarczone nieco mniejszym poziomem ryzyka obserwuje się w kolejnej badanej spółce – Unibep (tabela 7.7)

Tabela 7.7. Wskaźniki rentowności kapitałów dla spółki Unibep

Wyszczególnienie	2019/Q1	2019/Q2	2019/Q3	2019/Q4	2020/Q1	2020/Q2
Rentowność kapitału własnego (%)	0,01	0,02	0,05	0,04	0,01	0,03
Rentowność kapitału ogółem (%)	0,00	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Efekt dźwigni finansowej (p.p.)	0,00	0,01	0,04	0,03	0,01	0,02
Wyszczególnienie	2020/Q3	2020/Q4	2021/Q1	2021/Q2	2021/Q3	2021/Q4
Rentowność kapitału własnego (%)	0,07	0,02	0,04	0,02	0,03	0,07
Rentowność kapitału ogółem (%)	0,02	0,01	0,01	0,01	0,01	0,02
Efekt dźwigni finansowej (p.p.)	0,06	0,02	0,02	0,02	0,02	0,06

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

Inwestycja 1 złotego w kapitał własny daje stopę zwrotu na maksymalnym poziomie 7%. W kwartałach, w których rentowność kapitału własnego jest wyższa od rentowności kapitałów ogółem jednostka zarabia na korzystaniu z kapitałów obcych. Koszt związany z obsługą długu jest w takiej sytuacji niższy niż generowany zysk netto, stąd też poziom wyniku będzie determinował dodatni lub ujemny efekt dźwigni finansowej.



Rysunek 7.4. Wskaźniki rentowności kapitałów dla spółki Unibep

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki; ROE – rentowność kapitału własnego, ROA – rentowność kapitału ogółem, EDF – efekt dźwigni finansowej

W spółce Unibep występuje pozytywny efekty dźwigni finansowej. Wzrost zadłużenia odsetkowego przekłada się na poprawę rentowności kapitału własnego, w każdym z badanych okresów (rys. 7.4). Należy jednak zauważyć, że poziom ryzyka zmienności omawianych wskaźników jest w przypadku spółki Unibep znacznie wyższy niż w sektorze (tabela 7.8).

Tabela 7.8. Wartości średnie wskaźników, mediana, odchylenia standardowe i poziom zmienności wskaźników rentowności kapitałów dla spółki Unibep oraz sektora

Wyszczególnienie	Unibep				Sektor			
	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności
Rentowność kapitału własnego	0,03	0,03	0,02	59,8%	8,37	7,75	2,59	31,0%
Rentowność kapitału ogółem	0,01	0,01	0,00	42,4%	2,72	2,86	0,59	21,7%
Efekt dźwigni finansowej	0,02	0,02	0,02	67,5%	5,65	5,11	2,08	36,8%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki oraz strony internetowej <https://www.biznesradar.pl> (dostęp z dnia 1.12.2022)

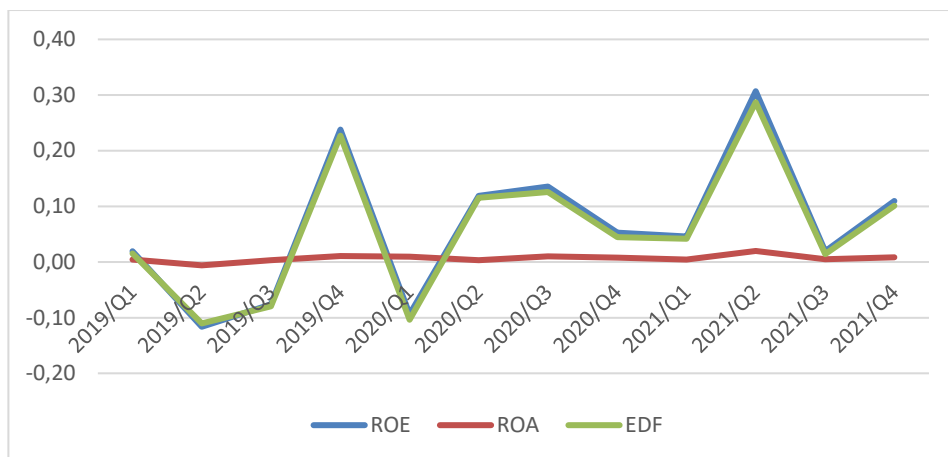
Ocena efektywności wykorzystania kapitałów własnych w przedsiębiorstwie jest przydatnym narzędziem oceny efektywności. Wyższa efektywność kapitału własnego wiąże się z możliwością uzyskania wyższej nadwyżki finansowej, a co za tym idzie wyższych dywidend. Wyniki analizy rentowności kapitałów przeprowadzonej dla spółki Mostostal Warszawa zestawiono w tabeli 7.9.

Tabela 7.9. Wskaźniki rentowności kapitałów dla spółki Mostostal Warszawa

Wyszczególnienie	2019/Q1	2019/Q2	2019/Q3	2019/Q4	2020/Q1	2020/Q2
Rentowność kapitału własnego (%)	0,02	-0,12	-0,08	0,24	-0,09	0,12
Rentowność kapitału ogółem (%)	0,00	-0,01	0,00	0,01	0,01	0,00
Efekt dźwigni finansowej (p.p.)	0,02	-0,11	-0,08	0,23	-0,10	0,12
Wyszczególnienie	2020/Q3	2020/Q4	2021/Q1	2021/Q2	2021/Q3	2021/Q4
Rentowność kapitału własnego (%)	0,14	0,05	0,05	0,31	0,02	0,11
Rentowność kapitału ogółem (%)	0,01	0,01	0,00	0,02	0,00	0,01
Efekt dźwigni finansowej (p.p.)	0,13	0,04	0,04	0,29	0,01	0,10

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

Podobnie jak w przypadku innych spółek z branży strata finansowa determinuje wystąpienie ujemnego efektu dźwigni finansowej. W spółce Mostostal Warszawa wartości wskaźników rentowności kapitałów zmieniają się w czasie. Niskie wartości wskaźnika oraz spadek jego poziomu w czasie należy oceniać negatywnie. Świadczy to o niskiej bądź zmniejszającej się rentowności kapitałów własnych. Nie zauważa się jednak, aby na wzrost ryzyka finansowego miała wpływ sytuacja epidemiologiczna.



Rysunek 7.5. Wskaźniki rentowności kapitałów dla spółki Mostostal Warszawa

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki; ROE – rentowność kapitału własnego, ROA – rentowność kapitału ogółem, EDF – efekt dźwigni finansowej

Wysokie wartości wskaźnika oraz wzrost jego poziomu w czasie należy odczytywać pozytywnie. Świadczy to o wysokiej bądź zwiększającej się rentowności kapitałów własnych. Należy jednak pamiętać, że ROE nie jest wartością stałą (rys. 7.5). Wskaźnik ten w dużym stopniu zależy od fazy cyklu, w której znajduje się rynek kapitałowy.

Z uwagi na dużą zmienność rentowności kapitałów w badanym okresie należy stwierdzić, że spółka Mostostal odznacza się bardzo dużym ryzykiem finansowym. Poziomy zmienności są przynajmniej 4-krotnie wyższe niż w sektorze (tabela 7.10).

Tabela 7.10. Wartości średnie wskaźników, mediana, odchylenia standardowe i poziom zmienności wskaźników rentowności kapitałów dla spółki Mostostal Warszawa oraz sektora

Wyszczególnienie	Mostostal Warszawa				Sektor			
	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności
Rentowność kapitału własnego	0,06	0,05	0,12	194,2%	8,37	7,75	2,59	31,0%
Rentowność kapitału ogółem	0,01	0,01	0,01	87,1%	2,72	2,86	0,59	21,7%
Efekt dźwigni finansowej	0,06	0,04	0,12	209,6%	5,65	5,11	2,08	36,8%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki oraz strony internetowej <https://www.biznesradar.pl> (dostęp z dnia 1.12.2022)

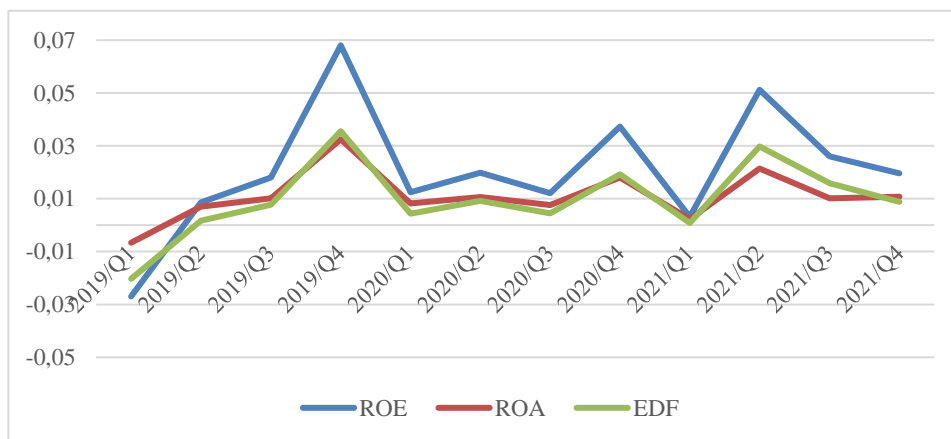
Porównując branżowe wyniki warto także przeanalizować sytuację spółki Polimex Mostostal (tabela 7.11)

Tabela 7.11. Wskaźniki rentowności kapitałów dla spółki Polimex Mostostal

Wyszczególnienie	2019/Q1	2019/Q2	2019/Q3	2019/Q4	2020/Q1	2020/Q2
Rentowność kapitału własnego (%)	-0,03	0,01	0,02	0,07	0,01	0,02
Rentowność kapitału ogółem (%)	-0,01	0,01	0,01	0,03	0,01	0,01
Efekt dźwigni finansowej (p.p.)	-0,02	0,00	0,01	0,04	0,00	0,01
Wyszczególnienie	2020/Q3	2020/Q4	2021/Q1	2021/Q2	2021/Q3	2021/Q4
Rentowność kapitału własnego (%)	0,01	0,04	0,00	0,05	0,03	0,02
Rentowność kapitału ogółem (%)	0,01	0,02	0,00	0,02	0,01	0,01
Efekt dźwigni finansowej (p.p.)	0,00	0,02	0,00	0,03	0,02	0,01

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

Investując 1 złotówkę kapitału własnego w działalność spółki uzyskiwano maksymalnie 7 groszy zysku netto w okresie przed pandemią. Po 1 kwartale 2020 roku efektywność ta jest znacznie niższa – średnio 2 grosze zysku netto z 1 złotówki kapitału własnego. Wartości wskaźników rentowności ulegają wahanom w czasie, co zaprezentowano na rysunku 7.5.



Rysunek 7.6. Wskaźniki rentowności kapitałów dla spółki Polimex Mostostal

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki; ROE – rentowność kapitału własnego, ROA – rentowność kapitału ogółem, EDF – efekt dźwigni finansowej

W spółce Polimex Mostostal w niemal wszystkich okresach (z wyłączeniem 1 kwartału 2019 roku) obserwowany jest pozytywny efekt dźwigni finansowej, co oznacza, że zadłużenie przynosi realną korzyść w postaci wzrostu rentowności kapitału własnego. Pomimo to spółka wykazuje się dużym ryzykiem zmienności rentowności kapitałów, znacznie wyższym niż w sektorze, w którym funkcjonuje (tabela 7.12).

Tabela 7.12. Wartości średnie wskaźników, mediana, odchylenia standardowe i poziom zmienności wskaźników rentowności kapitałów dla spółki Polimex Mostostal oraz sektora

Wyszczególnienie	Polimex Mostostal				Sektor			
	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności
Rentowność kapitału własnego	0,02	0,02	0,02	110,8%	8,37	7,75	2,59	31,0%
Rentowność kapitału ogółem	0,01	0,01	0,01	84,7%	2,72	2,86	0,59	21,7%
Efekt dźwigni finansowej	0,01	0,01	0,01	142,1%	5,65	5,11	2,08	36,8%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki oraz strony internetowej <https://www.biznesradar.pl> (dostęp z dnia 1.12.2022)

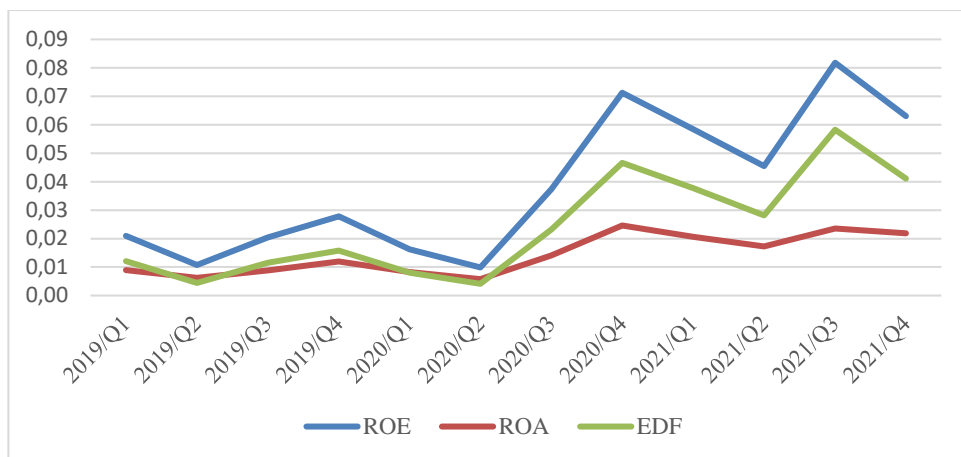
Sytuacja kolejnego badanego podmiotu – spółki Mirbud jest relatywnie dobra. Wyniki analizy zaprezentowano w tabeli 7.13.

Tabela 7.13. Wskaźniki rentowności kapitałów dla spółki Mirbud

Wyszczególnienie	2019/Q1	2019/Q2	2019/Q3	2019/Q4	2020/Q1	2020/Q2
Rentowność kapitału własnego (%)	0,02	0,01	0,02	0,03	0,02	0,01
Rentowność kapitału ogółem (%)	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Efekt dźwigni finansowej (p.p.)	0,01	0,00	0,01	0,02	0,01	0,00
Wyszczególnienie	2020/Q3	2020/Q4	2021/Q1	2021/Q2	2021/Q3	2021/Q4
Rentowność kapitału własnego (%)	0,04	0,07	0,06	0,05	0,08	0,06
Rentowność kapitału ogółem (%)	0,01	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Efekt dźwigni finansowej (p.p.)	0,02	0,05	0,04	0,03	0,06	0,04

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

Wzrost wartości wskaźników w czasie świadczy o poprawie sytuacji jednostki i zmniejszającym się ryzyku finansowym (rys. 7.7).



Rysunek 7.7. Wskaźniki rentowności kapitałów dla spółki Mirbud

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki; ROE – rentowność kapitału własnego, ROA – rentowność kapitału ogółem, EDF – efekt dźwigni finansowej

Dodatkowo, potwierdza to założenie, iż spółki z branży budowlanej pozostawały niejako odporne na pierwszą falę pandemii i związanymi z nią restrykcjami. Należy jednak zauważyć wyższe ryzyko zmienności niż w sektorze (tabela 7.14).

Tabela 7.14. Wartości średnie wskaźników, mediana, odchylenia standardowe i poziom zmienności wskaźników rentowności kapitałów dla spółki Mirbud oraz sektora

Wyszczególnienie	Mirbud				Sektor			
	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności
Rentowność kapitału własnego	0,04	0,03	0,02	61,8%	8,37	7,75	2,59	31,0%
Rentowność kapitału ogółem	0,01	0,01	0,01	46,7%	2,72	2,86	0,59	21,7%
Efekt dźwigni finansowej	0,02	0,02	0,02	71,2%	5,65	5,11	2,08	36,8%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki oraz strony internetowej <https://www.biznesradar.pl> (dostęp z dnia 1.12.2022)

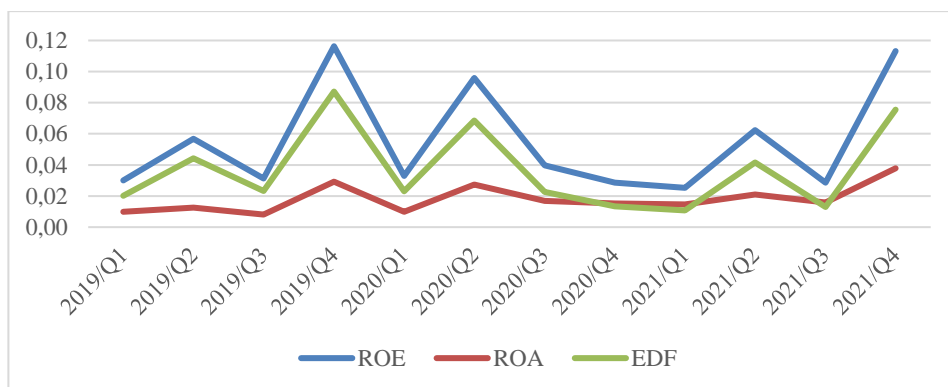
Ostatnia z badanych spółek – spółka Dekpol, osiąga wyniki wskaźników rentowności na poziomie zbliżonym do średniej branżowej, co zestawiono w tabeli 7.15.

Tabela 7.15. Wskaźniki rentowności kapitałów dla spółki Dekpol

Wyszczególnienie	2019/Q1	2019/Q2	2019/Q3	2019/Q4	2020/Q1	2020/Q2
Rentowność kapitału własnego (%)	0,03	0,06	0,03	0,12	0,03	0,10
Rentowność kapitału ogółem (%)	0,01	0,01	0,01	0,03	0,01	0,03
Efekt dźwigni finansowej (p.p.)	0,02	0,04	0,02	0,09	0,02	0,07
Wyszczególnienie	2020/Q3	2020/Q4	2021/Q1	2021/Q2	2021/Q3	2021/Q4
Rentowność kapitału własnego (%)	0,04	0,03	0,03	0,06	0,03	0,11
Rentowność kapitału ogółem (%)	0,02	0,02	0,01	0,02	0,02	0,04
Efekt dźwigni finansowej (p.p.)	0,02	0,01	0,01	0,04	0,01	0,08

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

Naturalne fluktuacje związane ze zmianą poziomu wyniku finansowego obserwowane są w każdej z badanych spółek. Dodatni efekt dźwigni finansowej świadczy o efektywnym wykorzystaniu zadłużenia (rys. 7.8)



Rysunek 7.8. Wskaźniki rentowności kapitałów dla spółki Dekpol

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki; ROE – rentowność kapitału własnego, ROA – rentowność kapitału ogółem, EDF – efekt dźwigni finansowej

Wskaźnik rentowności kapitału własnego, kapitału ogółem i efektu dźwigni finansowej uznać można za jedno z najważniejszych spośród wskaźników analizy finansowej. Informacja o ilości zysku netto przypadającego na każdą złotówkę zainwestowaną w przedsiębiorstwo przez właścicieli pozwala na określenie efektywności wykorzystania kapitału własnego posiadanego przez spółkę. Wartość

wskaźnika jest uzależniona od zysku wypracowanego przez przedsiębiorstwo. W związku z powyższym powinien on przyjmować wartości większe od zera. Jednocześnie nie istnieją dla niego górne limity - co do zasady im wskaźnik wyższy, tym lepsza kondycja finansowa przedsiębiorstwa i niższe ryzyko finansowe.

Analizując wskaźniki statystyczne dla badanej spółki trzeba wskazać na wysokie ryzyko zmienności, dwukrotnie wyższe aniżeli w sektorze (tabela 7.16).

Tabela 7.16. Wartości średnie wskaźników, mediana, odchylenia standardowe i poziom zmienności wskaźników rentowności kapitałów dla spółki Dekpol oraz sektora

Wyszczególnienie	Dekpol				Sektor			
	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności
Rentowność kapitału własnego	0,06	0,04	0,03	59,8%	8,37	7,75	2,59	31,0%
Rentowność kapitału ogółem	0,02	0,02	0,01	47,6%	2,72	2,86	0,59	21,7%
Efekt dźwigni finansowej	0,04	0,02	0,03	68,8%	5,65	5,11	2,08	36,8%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki oraz strony internetowej <https://www.biznesradar.pl> (dostęp z dnia 1.12.2022)

Wskaźniki rentowności kapitałów warto zestawić z wynikami analizy zadłużenia i monitorować ich poziom, celem odpowiednio wczesnego wykrycia sygnałów świadczących o spadku poziomu bezpieczeństwa.

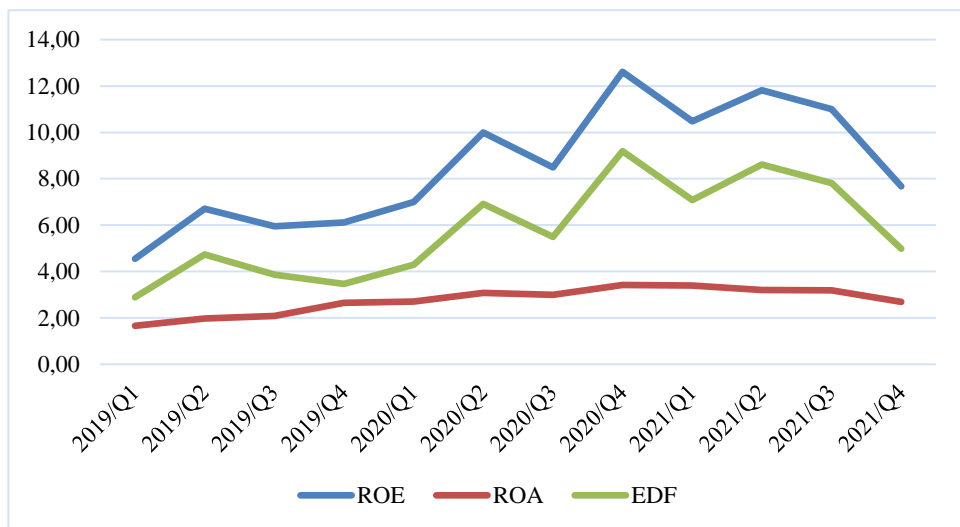
Na potrzeby analizy sektorowej skorygowano formułę obliczania wartości wskaźnika rentowności kapitałów ogółem o wartość tarczy podatkowej, którą uwzględniono w szczegółowej analizie. Wyniki przeprowadzonej analizy zestawiono w tabeli 7.17.

Tabela 7.17. Wskaźniki rentowności kapitałów dla sektora

Wyszczególnienie	2019/Q1	2019/Q2	2019/Q3	2019/Q4	2020/Q1	2020/Q2
Rentowność kapitału własnego (%)	4,55	6,71	5,95	6,11	7,00	10,0
Rentowność kapitału ogółem (%)	1,66	1,98	2,08	2,65	2,71	3,08
Efekt dźwigni finansowej (p.p.)	2,89	4,73	3,87	3,46	4,29	6,92
Wyszczególnienie	2020/Q3	2020/Q4	2021/Q1	2021/Q2	2021/Q3	2021/Q4
Rentowność kapitału własnego (%)	8,49	12,6	10,4	11,8	11,0	7,68
Rentowność kapitału ogółem (%)	3,00	3,42	3,40	3,20	3,19	2,69
Efekt dźwigni finansowej (p.p.)	5,49	9,19	7,08	8,62	7,81	4,99

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w kwartalnych sprawozdaniach finansowych badanej jednostki

Kształtowanie się wartości wskaźników rentowności kapitałów jest niezwykle istotne nie tylko ze względu na ryzyko finansowe, ale także dla właścicieli i inwestorów. Mnogość czynników wpływających na rentowność kapitału własnego, zarówno tych zewnętrznych jak i wewnętrznych wpływa na atrakcyjność danej jednostki. Porównanie wartości wskaźników stanowi instrument i kryterium oceny efektywności realizacji celu właściciela i zarazem jako ważna podstawa podejmowania decyzji inwestorskich⁶⁹. Relacja wyniku netto do sumy zainwestowanego kapitału przypadającego na właścicieli odzwierciedla stan kondycji finansowej danej jednostki gospodarczej. Pozwala to na ocenę efektywności wykorzystania kapitału do generowania zysku, a także na porównanie opłacalność prowadzenia działalności w poszczególnych branżach⁷⁰.



Rysunek 7.9. Wskaźniki rentowności kapitałów dla sektora

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych na stronie <https://www.biznesradar.pl/spolki-wskazniki-rentownosci/index:WIG-BUDOW>; ROE – rentowność kapitału własnego, ROA – rentowność kapitału ogółem, EDF – efekt dźwigni finansowej

W analizowanym okresie zauważa się wyraźny trend wzrostowy wartości wskaźników rentowności kapitałów, co świadczyć może o relatywnie dobrej sytuacji finansowej spółek, a tym samym niskim ryzyku finansowym. Niemniej, wartości wskaźników spadły w ostatnim kwartale roku 2021 o ponad 3,32 punktu

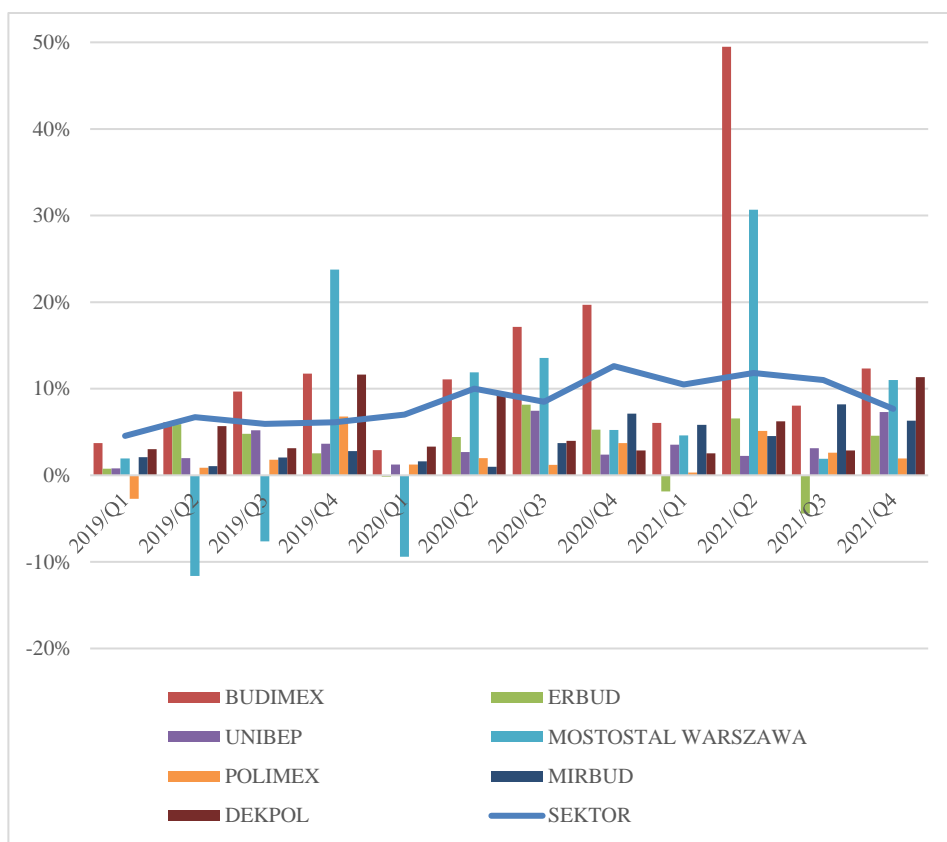
⁶⁹ Sajnog A., Zysk całkowity a rentowność kapitału własnego przedsiębiorstwa, Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach ISSN 2083-8611 Nr 25?, Katowice · 2016, s.166.

⁷⁰ <https://www.rp.pl/ekonomia/art397281-rentownosc-nieznacznie-w-dol-zadluzenie-w-gore> (dostęp z dnia 1.09.2022)

procentowego w przypadku rentowności kapitału własnego oraz 0,5 punktu procentowego w przypadku rentowności kapitałów ogółem.

Przeprowadzona analiza wskaźnikowa uwypukliła zróżnicowanie kondycji finansowej jednostek na tle sektora. Szczególnie wyraźnie zaprezentowano tą zależność na rysunku, na którym liniami zaznaczono wartości wskaźnika rentowności kapitału własnego i ogółem.

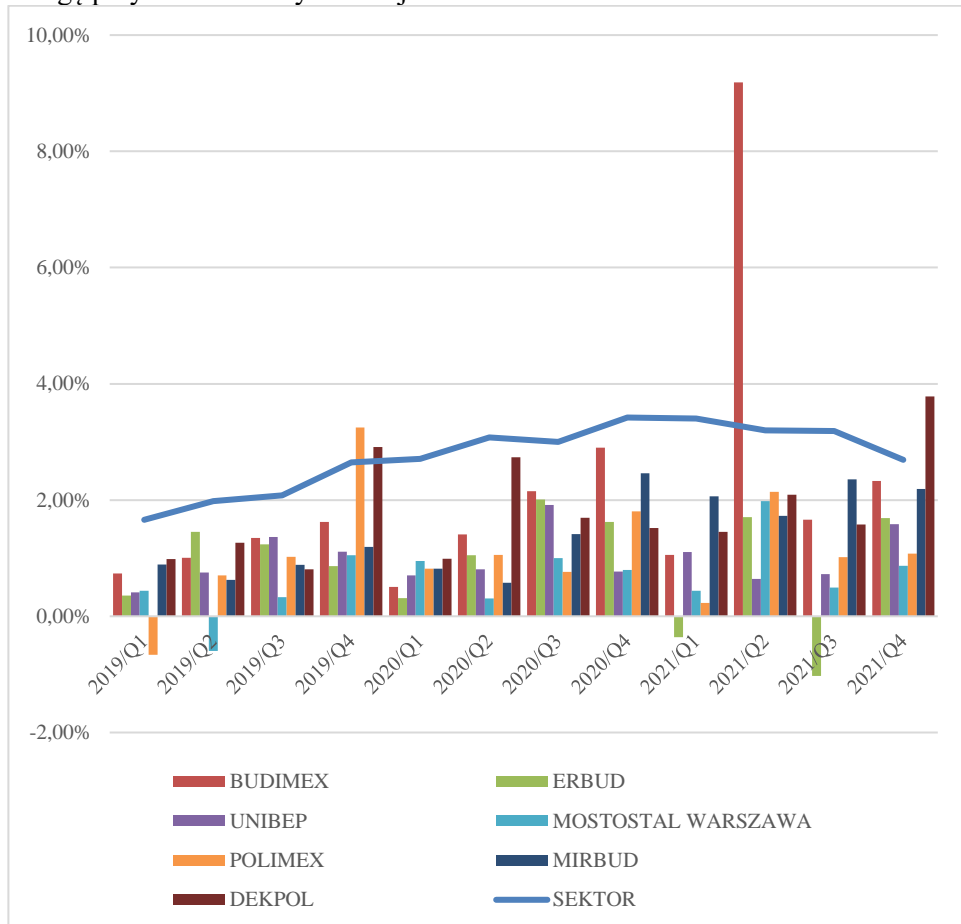
Zauważa się, że najbliższej średniej sektorowej, a tym samym najbardziej atrakcyjne w sektorze spośród badanych są spółki Budimex, Mostostal Warszawa, Erbud i Unibep. Na uwagę zasługuje druga z wymienionych – spółka Mostostal, w której polityka kształtowania struktury finansowania oraz osiągnięty ujemny wynik finansowy wpływają na kształtowanie się wartości wskaźnika rentowności kapitału własnego.



Rysunek 7.10. Wskaźniki rentowności kapitału własnego dla sektora i badanych spółek

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych na stronie <https://www.biznesradar.pl/spolki-wskazniki-rentownosci/indeks:WIG-BUDOW> (dostęp z dnia 1.12.2022)

Wartości wskaźnika rentowność kapitałów ogółem w badanych spółkach znajdują się poniżej średniej sektorowej (rys. 4.49). Oznacza to, iż na tle innych podmiotów z branży mogą być mniej atrakcyjne dla potencjalnych inwestorów. Warto jednakże w tym miejscu zaznaczyć, iż jest to jedynie wycinek analizy branży pod uwagę przy ocenie efektywności jednostki.

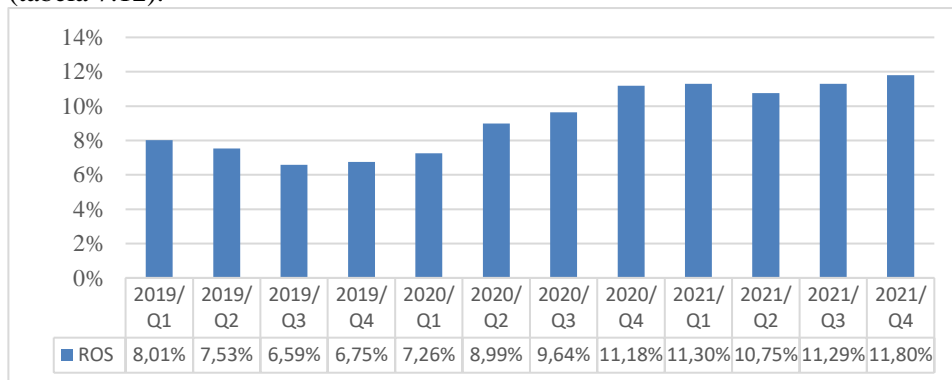


Rysunek 7.11. Wskaźniki rentowności kapitałów ogółem dla sektora i badanych spółek

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych na stronie <https://www.biznesradar.pl/spolki-wskazniki-rentownosci/indeks:WIG-BUDOW> (dostęp z dnia 1.12.2022)

Warto podkreślić wyniki spółki Budimex, która zarówno pod względem rentowności kapitałów własnych jak i kapitałów ogółem cechuje się bardzo wysokimi wartościami wskaźnika. W przypadku rentowności kapitałów ogółem również spółka Dekpol odnotowuje relatywnie dobre wyniki.

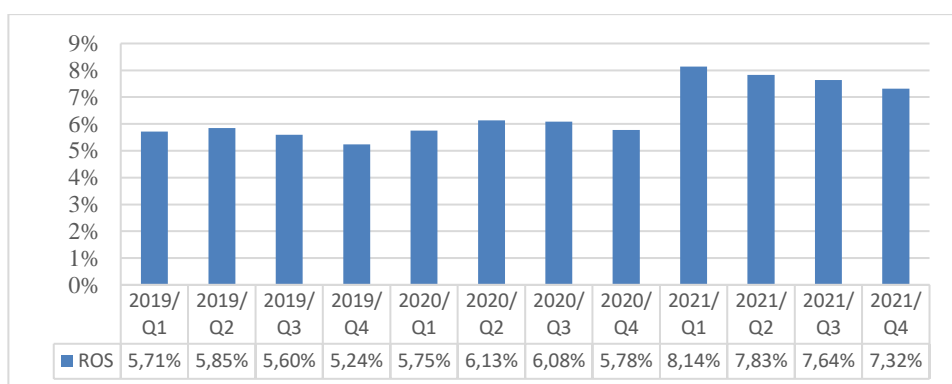
Pogłębieniem analizy rentowności jest wskaźnik rentowności sprzedaży brutto będący relacją wyniku finansowego ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów oraz przychodów netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów (tabela 7.12).



Rysunek 7.12. Wskaźnik rentowności sprzedaży brutto dla sektora

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych na stronie <https://www.biznesradar.pl/spolki-wskazniki-rentownosci/indeks:WIG-BUDOW> (dostęp z dnia 1.12.2022); ROS –rentowności sprzedaży brutto

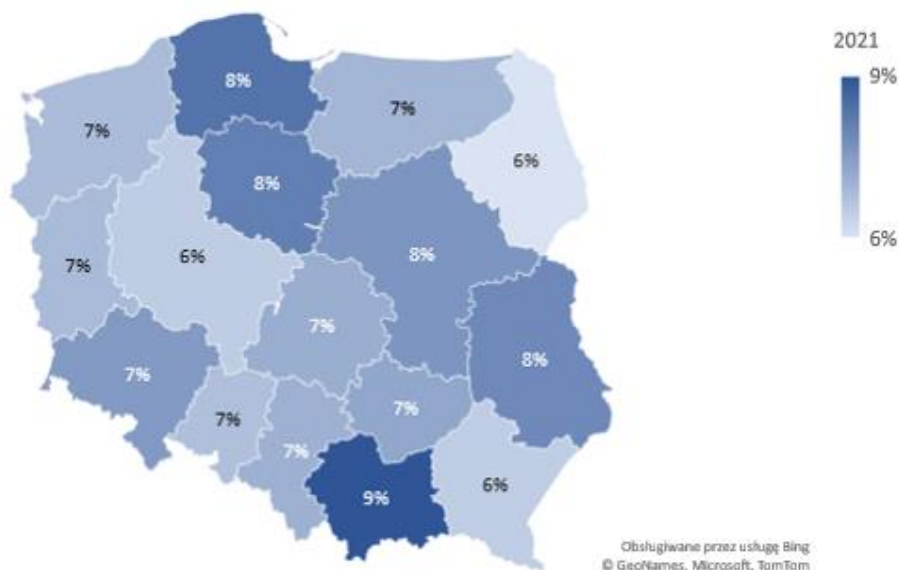
Otrzymane wartości wskaźnika warto skonfrontować z danymi dla kraju prezentowanymi przez Główny Urząd Statystyczny. Wartości wskaźnika zyskowności sprzedaży brutto dla przedsiębiorstw w Polsce prezentowały się w sposób przedstawiony na rysunku 7.13. Najwyższe wartości zysku brutto, przypadającego na każdą złotówkę sprzedanych produktów i wyrobów w sektorze odnotowano w 1 kwartale 2021 roku.



Rysunek 7.13. Wskaźniki zyskowności brutto dla kraju

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS

Wartości wskaźnika wykazują iż średnio w badanych okresach z każdej złotówki przychodu ze sprzedaży do dyspozycji przedsiębiorstw pozostawało ponad 6 groszy. Jak podkreślano, ma to bezpośredni związek z rentownością kapitałów. Fakt iż wypracowane środki mogą zostać zatrzymane w przedsiębiorstwach wpływa na wartości kapitałów własnych. Tym samym, środki te mogą zostać przeznaczone na wypłatę dywidend co czyni jednostki atrakcyjne dla potencjalnych inwestorów. Rozkład geograficzny zyskowności brutto w 2021 roku zaprezentowano na rysunku 7.13.



Rysunek 7.14. Zyskowność sprzedaży brutto w Polsce

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS

Zestawiając wyniki wskaźnika rentowności sprzedaży brutto dla sektora budownictwo oraz średnio dla kraju zauważa się, iż wskaźnik ten osiąga wyższe wartości dla branży. W ostatnim badanym okresie rentowność brutto segmentu budowlanego wyniosła 11,8% i była zauważalnie wyższa niż średnia wartość dla przedsiębiorstw w kraju.

Przeprowadzona analiza rentowności kapitałów, poszerzona o rentowność sprzedaży brutto wykazała, iż badane spółki z sektora budowlanego charakteryzuje relatywnie niski poziom ryzyka finansowego.

Podsumowanie

Aktualne wydarzenia na arenie międzynarodowej stawiają przed polską gospodarką, w tym również branżą budowlaną, nowe wyzwania. Wystąpienie pandemii zintensyfikowało niepewność otoczenia, w jakim podmioty funkcjonują, jednocześnie podwyższając ryzyko wynikające z ich działalności. Zawirowania wywołane przez COVID-19, a obecnie również przez działania zbrojne w Ukrainie dotyczą wszystkie sektory, jednak w różnicowanym stopniu.

W niniejszej publikacji skupiono się na branży budowlanej, gdyż odgrywa ona znaczącą rolę w gospodarce każdego kraju. Wkład przemysłu budowlanego w gospodarkę narodową bezpośrednio powiązany jest z poziomem jego rozwoju. Sektor budowlany jest również jednym z największych konsumentów produktów pośrednich takich jak surowce, chemikalia, sprzęt elektryczny i elektroniczny oraz usług pośrednich. Oprócz znaczenia ekonomicznego ma także istotnie znaczenie dla jakości życia społeczeństwa. W Polsce budownictwo jest jedną z kluczowych gałęzi gospodarki, która w okresie pandemii nie uległa znacznemu pogorszeniu.

Według danych GUS w latach 2019–2021 liczba zarejestrowanych podmiotów budowlanych zwiększyła się. Łączny przyrost wyniósł 18%. Zwiększał się również udział podmiotów budowlanych w liczbie podmiotów ogółem. Rokroczne zwiększanie się ilości podmiotów można wskazywać, że branża budowlana była postrzegana, jako atrakcyjna. Z kolei rosnący udział, może wskazywać na relatywnie dobrą sytuację branży budowlanej w okresie pandemii na tle pozostałych branż.

Analizując efekty działalności budowlanej należy zauważyć, że w okresie pandemii ilość oddanych do użytkowania budynków zwiększała się w porównaniu z okresem sprzed pandemii o ponad 5% każdego roku. Z kolei ilość wydanych pozwoleń lub dokonanych zgłoszeń z projektem budowlanym wzrosła o ponad 6%. Największe zmiany dotyczyły budownictwa mieszkalnego. Ilość wydanych pozwoleń w okresie pandemii wzrosła aż o 27% w stosunku do okresu sprzed pandemii. Z kolei w odniesieniu do koniunktury, należy zaznaczyć, że w okresie poprzedzającym pandemię wskaźnik koniunktury odczytywany był, jako pozytywny. W chwili ogłoszenia pandemii drastycznie pogorszył się, podobnie jak w całej gospodarce. W kolejnych okresach pandemii koniunktura uległa znacznej poprawie, jednak do końca 2021 roku wskaźnik nie wyrażał pozytywnych nastrojów.

Celem niniejszej publikacji była ocena kondycji finansowej działalności spółek z branży budowlanej notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w warunkach destabilizacji rynku. W wyniku dokonanych badań pozytywnie zweryfikowano postawioną hipotezę, że pomimo zmian aktywności inwestycyjnej na rynku budowlanym, kondycja finansowa podmiotów z branży nie

uległa znacznemu pogorszeniu w wyniku pandemii COVID-19 i obostrzeń z nią związanych, a tym samym poziom ryzyka finansowego nie zwiększył się w Fodporsposób znaczący.

Badania obejmowały okres 12 kwartałów, dając tym samym informację na temat sytuacji ekonomiczno-finansowej w okresie przed pandemią oraz w trakcie kolejnych jej fal. Do badań wybrano 6 spółek z indeksu WIG-budownictwo. Kryterium doboru stanowiła wartość przychodów ze sprzedaży powyżej 1 miliarda złotych w roku 2021. Do grupy badawczej zaliczono 3 spółki budownictwa przemysłowego (ERBUD, MOSTOSTAL, POLIMEX) oraz 3 spółki budownictwa ogólnego (BUDIMEX, MIRBUD, UNIBEP). W przedmiotowych badaniach wykorzystano narzędzia analizy finansowej w tym analizy płynności, struktury majątkowo-kapitałowej, zadłużenia i rentowności kapitałów.

Analiza płynności w wybranych spółkach wykazała, iż cechują się one relatywnie dobrą płynnością w badanym okresie, gdyż zauważa się jedynie nieznaczne odstępstwa od wartości uznawanych za margines bezpieczeństwa. Prowadzona w spółkach strategia biznesowa pozwala zatem na zachowanie płynności finansowej na stosunkowo niskim poziomie. Zestawiając wyniki spółek z sytuacją w turbulentnym otoczeniu można wnioskować, iż pandemia oraz jej skutki nie wpłynęły znacząco na płynność i wypłacalność spółek.

Ocena struktury majątkowo-kapitałowej, pozwala na określenie stopnia dopasowania źródeł finansowania do okresu użytkowania aktywów. Przeprowadzona analiza wykazała, iż kondycja finansowa tych podmiotów nie uległa pogorszeniu w związku z wystąpieniem pandemii koronawirusa. Jest to oczywiście sytuacja, która ulega dynamicznym zmianom, ale już w tym miejscu zauważyć można, iż branża charakteryzuje się pewnego rodzaju krótkookresową niewrażliwością na zmiany w otoczeniu. Niemniej jednak, pandemia pociąga za sobą nie tylko szereg negatywnych konsekwencji społecznych i zdrowotnych, ale pośrednio także ekonomiczno-finansowych takich jak wzrost stóp procentowych i postępującą inflację. Dodatkowy wpływ na sytuację w branży budowlanej mają i mieć będą wspomniane wydarzenia związane z napaścią Rosji na Ukrainę. Nie należy zapominać, że w tak niekorzystnych warunkach to zdroworozsądkowe podejście menagerów okazać się może kluczem do przetrwania jednostki.

Skutki turbulentnych zmian i wydarzeń w otoczeniu, w którym funkcjonują spółki budowlane, mogą mieć znaczący wpływ na dotychczasowe kształtowanie się struktury kapitałów. Wzrost poziomu stóp referencyjnych wpływać może na zdolność jednostki do regulowania zobowiązań.

Przeprowadzona analiza zadłużenia wykazała, że badane podmioty charakteryzuje dość wysoki poziom zadłużenia ogółem. Wynikać to może z charakterystyki kapitałochłonnej branży. Nie zawsze, wysoki poziom zadłużenia świadczy o negatywnej sytuacji firmy. Zadłużenie, które jest regularnie kontrolowane zapewnić firmie wysoką rentowność, rozwój i nowe możliwości. Dlatego też warto kontrolować zmiany w strukturze pasywów, celem wczesnego wykrycia ryzyka.

Przeprowadzona została również analiza rentowności kapitałów pozwalająca na ocenę efektywności wykorzystania kapitałów własnych oraz wpływu zadłużenia na nie.

Informacja o ilości zysku netto przypadającego na każdą złotówkę zainwestowaną w przedsiębiorstwo pozwala na określenie efektywności wykorzystania kapitału własnego. Wartość wskaźnika jest uzależniona od zysku wypracowanego przez przedsiębiorstwo. W związku z powyższym powinien on przyjmować wartości większe od zera. Jednocześnie nie istnieją dla niego górne limity – co do zasady im wskaźnik wyższy, tym lepsza kondycja finansowa przedsiębiorstwa i niższe ryzyko finansowe. Wskaźniki rentowności kapitałów warto zestawiać z wynikami analizy zadłużenia i monitorować ich poziom.

Istnieje nierozwalna zależność między funkcjonowaniem jednostek gospodarczych, a sytuacją zarówno w kraju jak i na świecie. Przeprowadzone badania potwierdził, iż kondycja finansowa spółek z branży budowlanej nie uległa pogorszeniu w wyniku pandemii koronawirusa. Jednak nie bez znaczenia pozostaje kwestia konfliktu zbrojnego na Ukrainie. Zakłada się, że w najbliższym czasie ekonomiczne skutki rosyjskiej agresji na naszego wschodniego sąsiada mogą zagrozić stabilności branży budowlanej. Szczególnie dużym wyzwaniem będzie niwelowanie skutków przerwania łańcuchów dostaw ze wschodu, co zapewne spowoduje wzrost cen materiałów na krajowych rynkach. Tym samym, przeprowadzone badania mogą stanowić także bazę wyjściową do kolejnych badań. W szczególności interesujące wydaje się sprawdzenie kondycji finansowej i poziomu ryzyka w roku 2022, który z pewnością zapisze się na kartach historii.

Bibliografia

1. Babuška E.W., Płynność finansowa jako istotne kryterium oceny przedsiębiorstwa Zeszyty Naukowe, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Kraków 2018.
2. Baumol W.J. Business Behaviour, Value and Growth, Macmillan, New York, 1959.
3. Blau F.D., Koebe J., Meyerhofer P.A., Who are the Essential and Frontline Workers?, National Bureau of Economic Research, 2020, No 2779.
4. Borowiecki ROKU, Przedsiębiorstwo w obliczu wyzwań współczesnej gospodarki, Nierówności Społeczne a Wzrost Gospodarczy, nr 20 2011.
5. Brigham E., Houston J., Zarządzanie finansami, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2015.
6. Bukalska E., *Rentowność i płynność a dywidendy i wykupy akcji*, Zarządza-
nie i Finanse, ROKU 11, nr 2, cz. 2, 2013.
7. Coibion O., Gorodnichenko Y., Weber M., Labor markets during the CO-
VID-19 crisis: A preliminary view, National Bureau of Economic Rese-
arch, 2020, No. 27017.
8. Cyburt, A., & Gałęcka, A. (2019). Metoda wskaźnikowa w ocenie płyn-
ności finansowej jednostek samorządu terytorialnego na przykładzie
gmin województwa lubelskiego. Zeszyty Naukowe SGGW, Polityki Eu-
ropejskie, Finanse I Marketing, (21(70)).
9. Czekaj J., Dresler Z., Zarządzania finansami przedsiębiorstw. Podstawy
teorii, PWN, Warszawa 2001.
10. Dulinić A., Finansowanie przedsiębiorstwa. Strategie i instrumenty,
Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne PWE, Warszawa 2011.
11. Filipiak B., Zarządzanie strategiczne. Narzędzia, scenariusz, procesy,
Fundacja na rzecz Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 200.

12. Gruszecki T., Współczesne teorie przedsiębiorstwa, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.
13. Gostkowska-Drzewicka, M. Kapitały własne a struktura aktywów przedsiębiorstw deweloperskich. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 1 (85), 2017.
14. Iwin-Girzyńska J., Szkice o kapitale i podatkach w istocie nauki finansów przedsiębiorstw, wyd. Difin, Warszawa 2010.
15. Jajuga K., Zarządzanie ryzykiem, PWN, Warszawa 2007.
16. Janik W., Paździor A. Zarządzanie finansowe w przedsiębiorstwie Politechnika Lubelska, Lublin 2011.
17. Janik W., Paździor A., Zarządzanie finansami spółki kapitałowej, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2010.
18. Kaczmarek T.T, Ryzyko i zarządzanie ryzykiem, Difin, Warszawa 2008.
19. Kalinowski M. Ryzyko walutowe: zarządzanie ryzykiem w przedsiębiorstwie, CeDeWu.pl, Warszawa 2012.
20. Krawczyk-Sokołowska I., *Finansowanie innowacji w przedsiębiorstwie a zrównoważony rozwój*, Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów SGH 105, 2011.
21. Krawczyk-Sokołowska I., *Wybrane aspekty wartości przedsiębiorstwa*, Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów Zeszyt Naukowy 107 Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2011.
22. Maćkowiak E., *Kapitał zainwestowany w strategicznym zarządzaniu przedsiębiorstwem koszt oraz sposób pozyskania*, *Problemy Zarządzania* 9/4 (2), 2011.
23. Marris ROKU A Model of the „Managerial” Enterprise, „The Quarterly Journal of Economics”, Vol. 77, No. 2., 1963.
24. Monkiewicz J., Gąsiorowski L. Zarządzanie ryzykiem działalności organizacji, Wydawnictwo C. H. Beck, Warszawa 2010.

25. Mosiejko L., Bernardelli M., Sierant A., *Płynność finansowa spółek notowanych na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie SA w latach 2002–2017 w ujęciu sektorowym – część 1*, Studia i prace Kolegium Zarządzania i Finansów, Zeszyt Naukowy 173, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2019.
26. Nagaj ROKU, Ryzyko kursowe w działalności przedsiębiorstw, Studia i prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i zarządzania nr 32, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2013.
27. Nowak E., Zarządzenie ryzykiem w działalności przedsiębiorstwa [w:] Rachunkowość w zarządzaniu ryzykiem w przedsiębiorstwie, pod red. E.Nowak, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2010.
28. Paździor A. Przedsiębiorczość. Jak pozyskać kapitał, Politechnika Lubelska, Lublin 2011.
29. Paździor A, Majek A., *Impact of COVID-19 on Household's Financial Situation in Poland*, European Research Studies Journal, European Research Studies Journal, vol. 0(Special 2), 2021, s. 492–502.
30. Patterson ROKU, Kompendium terminów z zakresu finansów po polsku i po angielsku. Kraków: Wydawnictwo Zielona Sowa Sp. z o.o., t. 2, K-R, 2011.
31. Radlińska K., Pandemia COVID-19 Implikacje Dla Polskiego Rynku Pracy, Zeszyty Naukowe Wydziału Nauk Ekonomicznych, Koszalin 2020, s. 115.
32. Rappaport A., Wartość dla akcjonariuszy, WIG-Press, Warszawa 2000.
33. Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 24 grudnia 2007 roku w sprawie Polskiej Klasyfikacji Działalności (PKD).
34. Runge A., Runge J., Słownik pojęć z geografii społeczno-ekonomicznej, Videograf Edukacja, 2008.
35. Rzeczycka, A., & Golawska-Witkowska, G., Franchising jako instrument aktywizacji ekonomicznej podmiotów na rynku. Przedsiębiorstwo we współczesnej Gospodarce – Teoria I Praktyka, 1 2014.

36. Sajnog A., Zysk całkowity a rentowność kapitału własnego przedsiębiorstwa, *Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach* ISSN 2083-8611 Nr 25?, Katowice 2016.
37. Sierpińska M., Jachna T., *Metody podejmowania decyzji finansowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 2007.
38. Smithson Ch.W., Smith C.W, Jr oraz Wilford D.S. *Zarządzanie ryzykiem finansowym; instrumenty pochodne, inżynieria finansowa i maksymalizacja wartości*, Oficyna ekonomiczna, Dom wydawniczy ABC, Kraków 2000.
39. Szyszko L., Szczepański J.(red.) *Finanse przedsiębiorstw*, PWN, 2021.
40. *The future of risk: Protecting and enabling performance*, Ernest and Young 2009.
41. Ustawa z dnia 28 lutego 2003 roku Prawo upadłościowe Dz.U. 2003 nr 60 poz. 535 z późniejszymi zmianami.
42. Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 roku - Prawo bankowe Dz.U. 1997 nr 140 poz. 939 z późniejszymi zmianami.
43. Ustawa z dnia 29 września 1994 roku o rachunkowości Dz.U. 1994 nr 121 poz. 591 z późniejszymi zmianami.
44. Wąsowski W., *Finanse spółki kapitałowej. Istota i warunki utrzymania płynności finansowej*, „Przegląd Corporate Governance”, nr 1(25), 2011.
45. Willett A. H., *The Economic Theory of Risk and Insurant*, Columbia University Studies in Political Science, Nroku 2. 1901 za: Dudziak M., Szpakowska E, *Zarządzanie ryzykiem i niepewność w działalności gospodarczej. Podejmowanie decyzji biznesowych*, *Zarządzanie i Finanse*, 2011 tom 11, nr 1cz.1.
46. Williamson O.E., *The Economics of Discretionary Behaviour: Managerial Objectives of the Theory of the Firm*, Englewood Cliffs, Prentice-Hall Inc, New York, 1964.
47. Wrońska-Bukalska E. *Zróźnicowanie branżowe poziomu i struktury kapitału własnego*, *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H, Oeconomia* 48/3, Lublin 2014.

48. Wyrębek H., Ciekanowski Z., *Zarządzanie ryzykiem*, De Securitate et Defensione. O Bezpieczeństwie i Obronności, Vol. 2 No. 2, 2016.
49. Yu X., Liu C., Wang H., Feil J. H., The impact of COVID-19 on food prices in China: evidence of four major food products from Beijing, Shandong and Hubei Provinces, *China Agricultural Economic Review*, Central Bank Communication Design, Working Paper Series, No. 023, 2020.
50. Zielińska-Chmielewska A. *Pomiar ryzyka działalności gospodarczej na przykładzie giełdowych spółek mięsnych z wykorzystaniem z finansowej analizy wskaźnikowej*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego We Wrocławiu nr 166 Polityka ekonomiczna, Poznań 2011.
51. Zienkiewicz E, Zienkiewicz T, Dziaduch S. Regional differences in access to health care in Poland from the perspective of health care resources. *Ann Agric Environ Med.*; 25(1): 77–81, 2018
52. Zienkiewicz, T., Zienkiewicz, E., *Divergence or convergence? The case of the former Yugoslav Area*, *Journal of the Geographical Institute "Jovan Cvijić" SASA*, 71(3), 2021.