PRZEDSIĘBIORCZOŚĆ I ZARZĄDZANIE

XXVI TOM 1 ZESZYT

Łódź 2026 | ISSN 2543-8190

Redakcja naukowa:

Justyna Fijałkowska

Finanse, rachunkowość i komunikacja wobec współczesnych wyzwań zarządzania

Wydawnictwo Społecznej Akademii Nauk

PRZEDSIĘBIORCZOŚĆ I ZARZĄDZANIE

XXVI TOM 1 ZESZYT

Łódź 2026 | ISSN 2543-8190

Redakcja naukowa:

Justyna Fijałkowska

Finanse, rachunkowość i komunikacja wobec współczesnych wyzwań zarządzania

Wydawnictwo Społecznej Akademii Nauk

Zeszyt recenzowany

Redakcja naukowa: Justyna Fijałkowska
Skład i łamanie: Agnieszka Terczyńska – Studio Grafpa, www.grafpa.pl
Projekt okładki: Społeczna Akademia Nauk
Korekta językowa: Agnieszka Gabryelczyk

©Copyright: Społeczna Akademia Nauk i Autorzy
ISSN 2543-8190

Wersja elektroniczna publikacji jest wersją podstawową.
Wersja elektroniczna jest dostępna na stronie: piz.san.edu.pl

WYDAWNICTWO
SPOŁECZNEJ AKADEMII NAUK

Spis treści

7 **Justyna Fijałkowska** | *Finanse, rachunkowość i komunikacja wobec współczesnych wyzwań zarządzania*

11 **Andrzej Stolarski** | *Triada CIA jako model interpretacji wymogów bezpieczeństwa informacji rachunkowej w świetle ustawy o rachunkowości*

25 **Monika Perlińska** | *Rachunkowość i sprawozdawczość finansowa w czasach rewolucji cyfrowej*

39 **Teresa Mikulska, Justyna Fijałkowska** | *Analiza płynności finansowej na podstawie sprawozdań finansowych jako narzędzie wczesnego ostrzegania przed upadłością – studium przypadku spółki Alma Market S.A.*

69 **Patrycja Szkudlarek** | *Współpraca przedsiębiorstw z bankami i instytucjami finansowymi w procesie pozyskiwania kapitału*

103 **Iwona Gawryś** | *Struktura kapitału a rentowność przedsiębiorstw z sektora budowlanego notowanych na GPW w latach 2020–2024*

145 **Mariusz Nyk** | *Mikroekonomiczne uwarunkowania rozwoju spółek komunalnych – głos w dyskusji*

159 **Grzegorz Ignatowski** | *Kultura języka w perspektywie pracy menedżera*

PRZEDSIĘBIORCZOŚĆ I ZARZĄDZANIE 2026
Wydawnictwo SAN | ISSN 2543-8190
Tom **XXVI** | Zeszyt **1** | ss. 7–10

Finanse, rachunkowość i komunikacja wobec współczesnych wyzwań zarządzania

Wprowadzenie od redakcji

Oddajemy w ręce Czytelników numer „Przedsiębiorczości i Zarządzania" poświęcony finansom, rachunkowości oraz komunikacji w zarządzaniu organizacjami. Zebrane w nim artykuły łączy wspólne założenie: jakość decyzji zarządczych zależy od jakości informacji, na której bazują, od sposobu pozyskiwania i wykorzystania kapitału, a także od umiejętności przekazania tej informacji odbiorcom.

Współczesne zarządzanie funkcjonuje w warunkach, które jeszcze dekadę temu trudno było przewidzieć. Cyfryzacja zmienia sposób prowadzenia ksiąg rachunkowych i sporządzania sprawozdań, a rozwiązania takie jak Krajowy System e-Faktur przenoszą część dokumentacji księgowej do infrastruktury publicznej. Równolegle rośnie znaczenie bezpieczeństwa danych, gdyż incydenty cybernetyczne zagrażają ciągłości działania jednostek oraz wiarygodności ich raportów. Po 2020 roku przedsiębiorstwa zmierzyły się z pandemią, wysoką inflacją i zmiennym kosztem pieniądza, co na nowo postawiło pytania o strukturę finansowania, płynność oraz odporność na kryzys. Z kolei jednostki sektora publicznego, w tym spółki komunalne, muszą godzić misję świadczenia usług publicznych z wymogami efektywności ekonomicznej.

Tytuł numeru wyznacza trzy perspektywy, z których Autorzy podejmują te wyzwania. Rachunkowość ujmujemy jako system informacyjny, którego wiarygodność wymaga zarówno ochrony danych, jak i adaptacji do technologii cyfrowych. Finanse traktujemy jako obszar decyzji dotyczących pozyskiwania kapitału oraz oceny kondycji jednostek, oparty na analizie wskaźnikowej i danych rynkowych. Komunikacja stanowi z kolei warunek skuteczności obu tych sfer – informacja finansowa spełnia swoją funkcję dopiero wtedy, gdy zostanie trafnie przekazana i właściwie zrozumiana. Sprawozdawczość finansowa jest bowiem w istocie formą dialogu organizacji z jej otoczeniem.

Numer ma także istotny wymiar dydaktyczny. Zebrane artykuły powstały w środowisku akademickim związanym z kierunkiem finanse i rachunkowość w Społecznej Akademii Nauk, a ich problematyka bezpośrednio koresponduje z programem kształcenia. Zakres tematyczny obejmuje rachunkowość finansową wraz z jej uwarunkowaniami prawnymi, sprawozdawczość, analizę finansową, finanse przedsiębiorstw, rynek kapitałowy oraz finanse sektora publicznego, a także kompetencje komunikacyjne przyszłych menedżerów i specjalistów. Wyniki prezentowanych badań znajdują bezpośrednie zastosowanie w procesie dydaktycznym, z kolei doświadczenia z pracy ze studentami inspirują stawianie nowych pytań badawczych.

Teksty uporządkowaliśmy w trzech blokach merytorycznych, odzwierciedlających strukturę tytułu numeru: od informacji rachunkowej, przez decyzje finansowe, po komunikację w zarządzaniu.

Rachunkowość

Numer otwiera artykuł Andrzeja Stolarskiego pt. „Triada CIA jako model interpretacji wymogów bezpieczeństwa informacji rachunkowej w świetle ustawy o rachunkowości". Autor wykorzystuje koncepcję poufności, integralności i dostępności (CIA), wywodzącą się ze standardów bezpieczeństwa informacji ISO/IEC 27001 oraz NIST, do analizy przepisów ustawy o rachunkowości w zakresie ochrony ksiąg, dowodów księgowych i dokumentacji. Stosując metodę formalno-dogmatyczną z elementami wykładni funkcjonalnej, Autor dowodzi, że ustawa definiuje pożądany rezultat, nie narzucając konkretnych rozwiązań technologicznych. Istotną wartość aplikacyjną opracowania stanowi zestawienie wymogów prawnych z potencjalnymi ryzykami oraz mechanizmami kontrolnymi, uwzględniające również implikacje wdrożenia Krajowego Systemu e-Faktur.

Monika Perlińska w artykule „Rachunkowość i sprawozdawczość finansowa w czasach rewolucji cyfrowej" podejmuje problematykę wpływu automatyzacji, sztucznej inteligencji oraz robotyzacji procesów (RPA) na współczesną praktykę ewidencyjną i sprawozdawczą. Autorka charakteryzuje kształtowanie się modelu rachunkowości hybrydowej, opartej na synergii kompetencji specjalistów i narzędzi cyfrowych, a także identyfikuje nowe wyzwania w obszarze pomiaru i wyceny bilansowej. Całość rozważań dopełnia refleksja nad etycznym wymiarem transformacji technologicznej.

Finanse

Blok poświęcony finansom otwiera artykuł Teresy Mikulskiej i Justyny Fijałkowskiej pt. „Analiza płynności finansowej na podstawie sprawozdań finansowych jako narzędzie wczesnego ostrzegania przed upadłością – studium przypadku spółki Alma Market S.A.". Autorki wykorzystują analizę wskaźnikową sprawozdań finansowych do oceny sytuacji ekonomicznej przedsiębiorstwa w okresie poprzedzającym ogłoszenie upadłości. Wskazują, jakie sygnały ostrzegawcze w obszarze płynności, zadłużenia oraz rentowności można zidentyfikować na podstawie danych sprawozdawczych, a także oceniają efektywność klasycznej analizy wskaźnikowej jako narzędzia wczesnego ostrzegania.

Patrycja Szkudlarek w artykule „Współpraca przedsiębiorstw z bankami i instytucjami finansowymi w procesie pozyskiwania kapitału" analizuje strukturę finansowania podmiotów gospodarczych w Polsce w latach 2019–2024. Autorka zestawia dane dotyczące kredytu bankowego, leasingu oraz faktoringu, ukazując dynamikę zmian znaczenia poszczególnych źródeł kapitału obcego w warunkach podwyższonych stóp procentowych i niepewności makroekonomicznej.

Iwona Gawryś w artykule „Struktura kapitału a rentowność przedsiębiorstw z sektora budowlanego notowanych na GPW w latach 2020–2024" bada zależność między wskaźnikiem ogólnego zadłużenia a rentownością aktywów (ROA) oraz kapitału własnego (ROE) w próbie piętnastu spółek. Analiza obejmująca 75 obserwacji panelowych wskazuje na ujemną korelację między poziomem lewarowania finansowego a rentownością – wyraźną w przypadku ROA i znacznie słabszą dla wskaźnika ROE. Autorka odnosi uzyskane rezultaty do klasycznych teorii struktury kapitału, ze szczególnym uwzględnieniem teorii hierarchii źródeł finansowania (pecking order theory).

Mariusz Nyk w tekście „Mikroekonomiczne uwarunkowania rozwoju spółek komunalnych – głos w dyskusji" systematyzuje kluczowe determinanty funkcjonowania podmiotów sektora gospodarki komunalnej: strukturę kosztów, źródła finansowania, politykę taryfową oraz specyfikę nadzoru właścicielskiego, a także uwarunkowania wynikające ze świadczenia usług użyteczności publicznej w realiach monopolu naturalnego. Oś rozważań stanowi dychotomia między realizacją misji publicznej a wymogami efektywności ekonomicznej. Opracowanie ma charakter przeglądowy i stanowi zaproszenie do pogłębionej dyskusji nad docelowym modelem zarządzania tą kategorią podmiotów.

Komunikacja w zarządzaniu

Numer zamyka artykuł Grzegorza Ignatowskiego pt. „Kultura języka w perspektywie pracy menedżera". Autor ujmuje kulturę języka jako integralny komponent kompetencji menedżerskich, determinujący jakość komunikacji w organizacji, wiarygodność przekazu oraz budowanie zaufania interesariuszy. Opracowanie stanowi klamrę kompozycyjną całego tomu, potwierdzając naczelną tezę, że nawet najbardziej rzetelna informacja finansowa wymaga precyzyjnego i odpowiedzialnego transferu.

Prezentowane artykuły cechuje zróżnicowanie pod względem przedmiotu badań oraz zastosowanego warsztatu metodologicznego – od analizy dogmatyczno-prawnej, przez studium przypadku i ilościowe analizy danych giełdowych, po rozważania o charakterze przeglądowym. W ujęciu holistycznym dowodzą one jednak, że finanse, rachunkowość oraz komunikacja tworzą spójny system wspierający procesy zarządcze w warunkach dynamicznych zmian otoczenia. Wyrażam nadzieję, że lektura niniejszego tomu okaże się wartościową inspiracją dla środowiska naukowego, praktyków gospodarczych oraz studentów kierunku finanse i rachunkowość. Składam serdeczne podziękowania Autorom za wkład merytoryczny i współpracę, a Recenzentom za wnikliwe uwagi, które w istotny sposób przyczyniły się do podniesienia walorów naukowych publikowanych opracowań.

dr Justyna Fijałkowska, prof. SAN
Redaktor naukowy numeru

PRZEDSIĘBIORCZOŚĆ I ZARZĄDZANIE 2026
Wydawnictwo SAN | ISSN 2543-8190
Tom **XXVI** | Zeszyt **1** | ss. 11–24

Andrzej Stolarski
Społeczna Akademia Nauk
ORCID: 0000-0002-3272-8173
astolarski@san.edu.pl

Triada CIA jako model interpretacji wymogów bezpieczeństwa informacji rachunkowej w świetle ustawy o rachunkowości

CIA Triad as a Model for Interpreting Accounting Information Security Requirements under the Polish Accounting Act

Abstract

The progressive digitalisation of accounting means that the reliability of financial information increasingly depends not only on the correct application of accounting principles but also on the security of information systems in which accounting information is collected, processed and stored. The paper examines the extent to which the requirements of the Polish Accounting Act of 29 September 1994 may be interpreted through the CIA triad: confidentiality, integrity and availability. A formal-dogmatic legal method is combined with functional analysis and comparison with the NIST information-security model and ISO/IEC 27001. The analysis demonstrates that, although the Act does not explicitly refer to the CIA triad, its components are reflected in provisions concerning the maintenance, protection, verifiability and retention of accounting records. Article 71 is particularly important because it functionally encompasses all three CIA properties. Integrity requirements are the most extensively developed. The study also argues that compliance in a digital accounting environment requires appropriate organisational and technical safeguards, even though the Act generally does not prescribe specific security technologies.

Keywords: accounting, cybersecurity, CIA triad, information security, data integrity, accounting information system, internal control

Klasyfikacja JEL: M41, M42, L86

Wprowadzenie

Współczesna rachunkowość w coraz mniejszym stopniu może być rozpatrywana w oderwaniu od technologii informacyjnej. Księgi rachunkowe, dokumentacja źródłowa, rozrachunki, rejestry podatkowe oraz informacje stanowiące podstawę sporządzenia sprawozdania finansowego są obecnie przetwarzane przede wszystkim w systemach informatycznych. Proces ten pogłębiają automatyzacja dekretacji, elektroniczny obieg dokumentów, korzystanie z usług chmurowych, integracje systemów finansowo-księgowych z bankowością elektroniczną, platformami sprzedażowymi i systemami administracji publicznej oraz automatyczny import danych z zewnętrznych źródeł.

Konsekwencją cyfryzacji jest zmiana charakteru ryzyka związanego z prowadzeniem rachunkowości. Błąd lub nadużycie nie musi polegać na fizycznej zmianie dokumentu albo dokonaniu nieprawidłowego zapisu przez księgowego. Źródłem nieprawidłowości może być przejęcie konta użytkownika, nieautoryzowana modyfikacja bazy danych, błąd algorytmu importującego dokumenty, utrata części danych, zaszyfrowanie serwera przez oprogramowanie wymuszające okup (*ransomware*), niewłaściwie skonfigurowane uprawnienia albo brak możliwości odtworzenia informacji po awarii.

Problematyka ta ma istotne znaczenie również z perspektywy badań w tej dziedzinie. Haapamäki i Sihvonen (2019) wskazują, że cyberbezpieczeństwo stało się odrębnym obszarem badań nad rachunkowością, obejmującym m.in. kontrolę wewnętrzną, inwestycje w bezpieczeństwo, ujawnianie incydentów oraz rolę audytu. Cram, Wang i Yuan (2023) ujmują z kolei cyberbezpieczeństwo systemów informacji rachunkowej jako samodzielny obszar badawczy, w którym znaczenie mają zarówno zagrożenia, jak i mechanizmy kontroli oraz zapewnienia wiarygodności informacji.

Aktualny krajobraz zagrożeń dodatkowo wzmacnia wagę problemu. Agencja Unii Europejskiej ds. Cyberbezpieczeństwa (European Union Agency for Cybersecurity, ENISA) w raporcie Threat Landscape 2025 wskazała *ransomware* jako najbardziej dotkliwe pod względem skutków zagrożenie w Unii Europejskiej, przy jednoczesnym utrzymywaniu się wysokiego poziomu zagrożeń dla dostępności usług i bezpieczeństwa danych oraz zagrożeń związanych z atakami socjotechnicznymi. Incydenty

tego rodzaju mogą oddziaływać bezpośrednio na możliwość prowadzenia ksiąg, terminowego raportowania i zachowania wiarygodności dokumentacji rachunkowej (ENISA 2025).

Celem artykułu jest zatem ustalenie, czy wymagania ustanowione przez ustawę z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (dalej: UoR) można uporządkować za pomocą klasycznego modelu CIA: *confidentiality – integrity – availability*, tj. poufności, integralności i dostępności. Główna teza zakłada, że pomimo braku bezpośredniego odwołania ustawodawcy do triady CIA jej elementy zostały funkcjonalnie odzwierciedlone w regulacjach ustawy, przy czym szczególnie silnie reprezentowana jest integralność informacji rachunkowej.

Metoda badawcza i znaczenie triady CIA

Badanie przeprowadzono przy zastosowaniu metody formalno-dogmatycznej, polegającej na analizie obowiązujących regulacji ustawy o rachunkowości, uzupełnionej o wykładnię funkcjonalną. Poszczególne obowiązki ustawowe zestawiono z właściwościami bezpieczeństwa informacji wyrażonymi przez model CIA. Analiza odwołuje się do ujednoliconego tekstu ustawy o rachunkowości według stanu prawnego na 5 czerwca 2026 roku (UoR 1994).

Punktem odniesienia dla zdefiniowania triady CIA są materiały National Institute of Standards and Technology (NIST). Instytut ten ujmuje bezpieczeństwo informacji jako ochronę informacji i systemów informacyjnych przed nieuprawnionym dostępem, wykorzystaniem, ujawnieniem, zakłóceniem, modyfikacją lub zniszczeniem w celu zapewnienia poufności, integralności i dostępności (Nieles i in. 2017).

W tym ujęciu poufność oznacza zachowanie autoryzowanych ograniczeń w dostępie do informacji i jej ujawnianiu; integralność obejmuje ochronę przed niewłaściwą modyfikacją lub zniszczeniem informacji oraz zachowanie jej autentyczności; dostępność oznacza zaś zapewnienie terminowego i niezawodnego dostępu do informacji oraz możliwości korzystania z niej. Triada nie jest wyłącznie konstrukcją teoretyczną. Norma ISO/IEC 27001 wskazuje poufność, integralność i dostępność jako trzy podstawowe właściwości informacji chronione w systemie zarządzania bezpieczeństwem informacji poprzez proces zarządzania ryzykiem (ISO 2022; NIST b.d.).

Zastosowanie CIA do rachunkowości umożliwia zmianę perspektywy analizy. Przepisy określające zasady prowadzenia ksiąg można postrzegać nie tylko jako wymagania formalne, lecz również jako wymagania dotyczące właściwości informacji i systemu, który ją przetwarza. Takie podejście pozwala następnie przełożyć normy

prawne na pytania kontrolne i scenariusze ryzyka zrozumiałe dla księgowych, audytorów i specjalistów bezpieczeństwa informacji.

System rachunkowości jako system informacyjny wymagający ochrony

Jednym z najważniejszych argumentów za przyjęciem takiej interpretacji jest art. 10 ustawy o rachunkowości. W przypadku prowadzenia ksiąg przy użyciu komputera dokumentacja zasad rachunkowości powinna obejmować opis systemu informatycznego, w tym wykaz programów, procedur i funkcji, opis algorytmów i parametrów oraz opis programowych zasad ochrony danych. Ustawodawca wymienia w szczególności metody zabezpieczenia dostępu do danych i systemu ich przetwarzania. Dokumentacja ma również określać system służący ochronie danych i ich zbiorów (UoR 1994, art. 10 ust. 1 pkt 3 lit. c i pkt 4).

Przepis ten ma znaczenie szersze niż czysto dokumentacyjne. Wynika z niego, że sposób ochrony informacji jest częścią organizacji rachunkowości jednostki. Bezpieczeństwo danych nie jest zatem zagadnieniem całkowicie zewnętrznym wobec polityki rachunkowości. Jeżeli księgi są prowadzone komputerowo, dokumentacja systemu rachunkowości powinna pozwalać zrozumieć nie tylko sposób przetwarzania danych, ale również przyjęte zasady ich ochrony.

Ustawa nie narzuca jednak konkretnych rozwiązań, takich jak uwierzytelnianie wieloskładnikowe (Multi-Factor Authentication, MFA), szyfrowanie dysków, system klasy Security Information and Event Management (SIEM) czy konkretny algorytm kryptograficzny. Posługuje się przede wszystkim konstrukcją funkcjonalną: system ma zabezpieczać dostęp, chronić dane i zapewniać ich trwałość. Dobór środków technicznych i organizacyjnych zależy zatem od technologii, charakteru jednostki i jej profilu ryzyka. Taki sposób regulacji dobrze koresponduje z podejściem opartym na zarządzaniu ryzykiem.

Poufność informacji rachunkowej

Poufność jest elementem triady CIA, który w ustawie o rachunkowości jest reprezentowany w mniejszym stopniu niż integralność, jednak ma wyraźną podstawę normatywną. Kluczowy jest art. 71 ust. 1, zgodnie z którym dokumentacja zasad rachunkowości, księgi rachunkowe, dowody księgowe, dokumenty inwentaryzacyjne

i sprawozdania finansowe powinny być przechowywane i chronione m.in. przed niedozwolonymi zmianami oraz nieupoważnionym rozpowszechnianiem, uszkodzeniem lub zniszczeniem (UoR 1994, art. 71 ust. 1).

Pojęcie nieupoważnionego rozpowszechniania wykazuje bezpośredni funkcjonalny związek z poufnością rozumianą jako zabezpieczenie informacji przed ujawnieniem osobie lub podmiotowi nieuprawnionemu. Jeszcze wyraźniej problem ten został uregulowany w art. 71 ust. 2. W odniesieniu do komputerowego prowadzenia ksiąg ustawodawca wymaga stosowania odpowiednich rozwiązań programowych i organizacyjnych chroniących programy oraz dane systemu rachunkowości przed nieupoważnionym dostępem lub zniszczeniem (UoR 1994, art. 71 ust. 2).

Praktycznym odpowiednikiem tego wymagania może być stosowanie indywidualnych kont użytkowników, uwierzytelniania wieloskładnikowego, zasady najmniejszych uprawnień, podziału obowiązków, okresowego przeglądu uprawnień czy kontrolowania kont administracyjnych. Nie można jednak twierdzić, że stosowania każdego z tych rozwiązań wymaga bezpośrednio art. 71. Stanowią one przykładowe sposoby osiągnięcia rezultatu nakazanego ustawą, których adekwatność powinna być oceniana z uwzględnieniem ryzyka.

Znaczenie poufności wzmacnia art. 75, regulujący udostępnianie osobie trzeciej zbiorów lub ich części (UoR 1994, art. 75). Mechanizm zgody na udostępnienie można interpretować jako organizacyjną kontrolę dostępu do informacji rachunkowej. W praktyce naruszeniem poufności może być m.in. pobranie przez pracownika bazy klientów bez podstawy służbowej, przesłanie dokumentów na prywatną skrzynkę pocztową, przejęcie konta księgowego wskutek wyłudzenia danych przez podszywanie się pod zaufany podmiot (*phishingu*) albo uzyskanie przez osobę nieuprawnioną dostępu do kopii zapasowych.

Poufność nie stanowi jednak celu absolutnego. Dane rachunkowe muszą być jednocześnie dostępne dla określonych podmiotów uprawnionych. Przykładowo art. 11a pkt 2 nakłada na kierownika jednostki obowiązek zapewnienia dostępności ksiąg wraz z dowodami księgowymi uprawnionym organom kontroli lub nadzoru w przypadku prowadzenia ksiąg poza siedzibą jednostki. Bezpieczeństwo rachunkowości oznacza zatem nie maksymalne ograniczenie dostępu, lecz dostęp kontrolowany i zgodny z rolą użytkownika (UoR 1994, art. 11a pkt 2 oraz art. 75).

Integralność jako podstawowa właściwość informacji rachunkowej

Spośród trzech elementów CIA integralność ma w ustawie o rachunkowości najszerszą reprezentację. Jest to konsekwencja istoty rachunkowości jako systemu służącego wiarygodnemu odwzorowaniu zdarzeń gospodarczych. W rachunkowości nie wystarcza samo istnienie informacji; konieczne jest utrzymanie jej kompletności, poprawności, identyfikowalności i związku ze zdarzeniem, które dokumentuje.

Art. 14 ust. 2 wymaga kolejnego numerowania zapisów dziennika oraz takiego sposobu ich dokonywania, aby możliwe było jednoznaczne powiązanie ich ze sprawdzonymi i zatwierdzonymi dowodami księgowymi. Co szczególnie istotne dla systemów informatycznych, art. 14 ust. 4 stanowi, że komputerowy zapis księgowy powinien mieć automatycznie nadany numer pozycji oraz dane umożliwiające ustalenie osoby odpowiedzialnej za jego treść. Przepis realizuje zatem właściwości określane w cyberbezpieczeństwie i audycie jako identyfikowalność (*traceability*) oraz rozliczalność (*accountability*) (UoR 1994, art. 14 ust. 2 i 4).

Znaczenie praktyczne tej regulacji dobrze ilustruje problem współdzielonych kont. Jeżeli kilku księgowych korzysta z jednego loginu, system może rejestrować wykonanie operacji, lecz identyfikacja rzeczywistego wykonawcy staje się istotnie utrudniona. Indywidualizacja dostępu nie wynika wprost z użycia określonej technologii, ale jest naturalnym sposobem realizacji ustawowego celu identyfikowalności.

Szczególnie jednoznaczny jest art. 23 ust. 1. Zapisy mają być dokonywane w sposób trwały, a przy prowadzeniu ksiąg komputerowo należy stosować procedury i środki chroniące je przed zniszczeniem, modyfikacją lub ukryciem. Z perspektywy CIA jest to niemal bezpośrednie wyrażenie zasady integralności. Ochrona ta powinna dotyczyć nie tylko interfejsu użytkownika programu finansowo-księgowego, lecz również poziomu bazy danych, importów, integracji i operacji administracyjnych (UoR 1994, art. 23 ust. 1).

Integralności dotyczą również wymagania związane z automatycznym przetwarzaniem informacji. Art. 20 ust. 5 dopuszcza automatyczne wprowadzanie zapisów do ksiąg pod warunkiem m.in. możliwości ustalenia źródła ich pochodzenia, sprawdzenia poprawności przetworzenia, kompletności i identyczności zapisów oraz ochrony danych źródłowych w sposób zapewniający ich niezmienność. Regulacja nabiera szczególnego znaczenia w warunkach automatycznych importów danych, w tym dokumentów z systemów sprzedażowych, bankowych czy Krajowego Systemu e-Faktur (KSeF) (UoR 1994, art. 20 ust. 5).

Sam fakt, że dane zostały pobrane elektronicznie, nie zapewnia integralności procesu. Konieczne jest zapewnienie możliwości wykazania, że wszystkie wymagane rekordy zostały przetworzone oraz że ich treść nie została w sposób niekontrolowany zmieniona pomiędzy źródłem a księgą rachunkową. W praktyce służyć temu mogą raporty zgodności wejście-wyjście, kontrola liczby rekordów, sum kontrolnych kwot, identyfikatorów dokumentów i numerów KSeF, a także rejestrowanie błędów importu.

Centralne znaczenie ma art. 24 UoR. Zgodnie z nim księgi powinny być prowadzone rzetelnie, bezbłędnie, sprawdzalnie i bieżąco. Księgi są rzetelne, gdy ich zapisy odzwierciedlają stan rzeczywisty, natomiast bezbłędność wymaga kompletnego i poprawnego wprowadzenia zakwalifikowanych dowodów, zachowania ciągłości zapisów oraz bezbłędnego działania procedur obliczeniowych. Przy komputerowym prowadzeniu ksiąg sprawdzalność obejmuje również kontrolę kompletności zbiorów systemu rachunkowości oraz parametrów przetwarzania danych (UoR 1994, art. 24 ust. 1–4).

Można zatem przyjąć, że rachunkowe kategorie rzetelności, bezbłędności i sprawdzalności stanowią funkcjonalny odpowiednik integralności informacji, chociaż zakres pojęć nie jest w pełni tożsamy. Integralność jest chroniona również przez sposób poprawiania błędów. Art. 25 opiera korektę na pozostawieniu możliwości ustalenia pierwotnego i skorygowanego stanu informacji, a przy komputerowym prowadzeniu ksiąg przewiduje wprowadzenie odpowiedniego dowodu zawierającego korektę błędnych zapisów. W ujęciu informatycznym przemawia to za rozwiązaniami zachowującymi historię operacji zamiast niekontrolowanego nadpisywania danych (UoR 1994, art. 25).

Dostępność informacji i ciągłość rachunkowości

Trzecim elementem triady CIA jest dostępność. Jej istota sprowadza się do zapewnienia uprawnionemu użytkownikowi możliwości uzyskania informacji i skorzystania z niej wtedy, gdy jest potrzebna. W rachunkowości znaczenie dostępności jest szczególne ze względu na terminy sprawozdawcze, podatkowe, kontrolne i archiwizacyjne.

Jedną z podstawowych norm tego rodzaju zawiera art. 24 ust. 4 pkt 4. Księgi są sprawdzalne m.in. wtedy, gdy zapewniony jest dostęp do zbiorów pozwalający na uzyskanie w dowolnym czasie i za dowolnie wybrany okres sprawozdawczy jasnych i zrozumiałych informacji o treści zapisów. Art. 24 ust. 5 wiąże tę dostępność z terminowością, wymagając, aby informacje pochodzące z ksiąg umożliwiały sporządzenie w terminie sprawozdań i deklaracji podatkowych oraz dokonanie rozliczeń finansowych (UoR 1994, art. 24 ust. 4 pkt 4 i ust. 5).

Dostępność nie oznacza więc wyłącznie fizycznego istnienia nośnika z danymi. Informacja ma być możliwa do odnalezienia, odczytania i wykorzystania. Awaria systemu rachunkowego przestaje w takim ujęciu być wyłącznie technicznym problemem działu IT. Jeżeli uniemożliwia terminowe uzyskanie informacji z ksiąg, może wpływać bezpośrednio na realizację obowiązków wynikających z prawa bilansowego.

Najbardziej bezpośrednim technicznym mechanizmem bezpieczeństwa wskazanym przez ustawę jest obowiązek systematycznego tworzenia rezerwowych kopii zbiorów danych. Art. 71 ust. 2 wymaga również stosowania odpornych na zagrożenia nośników, odpowiednich środków ochrony zewnętrznej oraz zapewnienia trwałości zapisu przez wymagany okres. Z art. 72 i 73 wynika natomiast znaczenie możliwości odtworzenia ksiąg i dowodów, a art. 74 ustanawia okresy ich przechowywania (UoR 1994, art. 71 ust. 2 oraz art. 72–74).

Ustawodawca nie określa parametrów takich jak RPO (*Recovery Point Objective* – docelowy punkt odzyskiwania danych) czy RTO (*Recovery Time Objective* – docelowy czas odtwarzania), częstotliwości backupu ani architektury kopii zapasowych. Nie przesądza też o stosowaniu reguły 3-2-1-1-0 czy mechanizmów niezmiennych kopii zapasowych (*immutable backup*). Z punktu widzenia realizacji obowiązku ustawowego podstawowe znaczenie ma skuteczność ochrony i możliwość odtworzenia, a nie sam fakt istnienia formalnej procedury. Wymóg ten przemawia za okresowym testowaniem odtwarzania danych, ponieważ kopia, której nie można przywrócić, nie realizuje celu dostępności.

Art. 71 ustawy o rachunkowości jako normatywny odpowiednik triady CIA

Najbardziej kompleksowym przepisem z perspektywy bezpieczeństwa informacji jest art. 71 UoR. W ust. 1 nakazuje on chronić zbiory rachunkowości przed niedozwolonymi zmianami, nieupoważnionym rozpowszechnianiem, uszkodzeniem lub zniszczeniem, zaś ust. 2 uzupełnia wymagania dla środowiska komputerowego o obowiązek tworzenia kopii rezerwowych, stosowania odpowiednich środków ochrony oraz zabezpieczenia przed nieupoważnionym dostępem lub zniszczeniem. Treść tego przepisu można zatem funkcjonalnie przyporządkować wszystkim trzem elementom CIA (UoR 1994, art. 71 ust. 1 i 2).

Tabela 1. Art. 71 UoR w perspektywie triady CIA

Wymaganie wynikające z art. 71	Element CIA	Znaczenie dla bezpieczeństwa
ochrona przed nieupoważnionym rozpowszechnianiem	C	ograniczenie ujawnienia informacji osobom nieuprawnionym
ochrona przed nieupoważnionym dostępem	C	kontrola dostępu do systemu i danych
ochrona przed niedozwolonymi zmianami	I	zapobieganie nieautoryzowanej modyfikacji zapisów
ochrona przed uszkodzeniem lub zniszczeniem	I / A	zachowanie poprawności danych i możliwości ich wykorzystania
systematyczne tworzenie kopii rezerwowych	A	możliwość odtworzenia po awarii lub incydencie
trwałość zapisu oraz środki programowe i organizacyjne	C / I / A	całościowa ochrona systemu informatycznego rachunkowości

Źródło: opracowanie własne na podstawie art. 71 UoR.

Powyższe przyporządkowanie nie oznacza, że art. 71 jest odpowiednikiem normy ISO/IEC 27001 albo kompletnego systemu zarządzania cyberbezpieczeństwem. Zakres instrumentów jest inny. Ustawa określa obowiązki dotyczące systemu rachunkowości, podczas gdy standardy bezpieczeństwa ujmują szerszy proces zarządzania ryzykiem, obejmujący ludzi, procesy, technologię, reagowanie na incydenty, ciągłość działania i ciągłe doskonalenie.

KSeF a rozkład odpowiedzialności za bezpieczeństwo informacji

Na uwagę zasługuje art. 73a UoR, który uwzględnia zmianę modelu przechowywania dokumentów wynikającą z funkcjonowania Krajowego Systemu e-Faktur. Przepisów art. 71 ust. 1 oraz wskazanych przepisów art. 73 nie stosuje się do dowodów księgowych przechowywanych w KSeF. Jeżeli natomiast okres przechowywania dokumentu w KSeF zakończy się przed upływem odpowiedniego terminu wynikającego z art. 74, dokument powinien być dalej przechowywany w jednostce (UoR 1994, art. 73a).

Regulacja ta jest dobrym przykładem tego, jak cyfryzacja zmienia rozkład odpowiedzialności za określone funkcje ochrony i retencji. Nie należy jednak wyciągać z niej wniosku, że korzystanie z KSeF eliminuje obowiązek zapewnienia bezpieczeństwa procesów rachunkowych. Dane pobrane do systemu finansowo-księgowego, dekretacja, rozrachunki, księgi, logi importu oraz dostęp użytkowników do systemu jednostki nadal pozostają elementami jej własnego środowiska informacyjnego.

Z punktu widzenia CIA istotny staje się cały łańcuch przetwarzania informacji. Dla integralności procesu ważne jest zatem nie tylko zachowanie faktury źródłowej, ale również możliwość wykazania, że pobrana faktura została właściwie przypisana do podmiotu, że jej wartości i identyfikatory nie uległy zmianie, że została ujęta dokładnie raz oraz że jej powiązanie z dekretem i zapisem księgowym jest możliwe do odtworzenia. Takie podejście uzasadnia stosowanie raportów kompletności importu i śladu audytowego w integracjach KSeF–system finansowo-księgowy (FK).

Od wymogu prawnego do zabezpieczenia technicznego

Najważniejszym praktycznym problemem jest przełożenie abstrakcyjnego wymagania ustawowego na konkretny mechanizm bezpieczeństwa. Ustawa określa przede wszystkim rezultat, natomiast współczesne standardy bezpieczeństwa dostarczają katalogów praktyk służących jego osiągnięciu. Relację tę można przedstawić jako łańcuch: wymóg prawny – ryzyko – mechanizm kontrolny – dowód skuteczności kontroli.

Tabela 2. Przykładowe przełożenie wymagań UoR na mechanizmy bezpieczeństwa

CIA	Wymaganie	Przykładowe ryzyko	Przykładowy mechanizm
C	ochrona przed nieuprawnionym dostępem	przejęcie konta księgowego	MFA, kontrola dostępu oparta na rolach (Role-Based Access Control, RBAC), zasada najmniejszych uprawnień, przegląd uprawnień
C	ochrona przed nieupoważnionym rozpowszechnianiem	eksport bazy klientów przez pracownika	ograniczenia eksportu, zapobieganie utracie danych (Data Loss Prevention, DLP), rejestr udostępnień, szyfrowanie
I	ochrona przed niedozwoloną zmianą zapisu	manipulacja kwotą lub dokumentem	ślad audytowy, blokady okresów, separacja ról, kontrola zmian
I	kompletność i sprawdzalność	pominięcie części dokumentów w imporcie	uzgadnianie danych, licznik rekordów, sumy kontrolne, raport błędów
A	kopie rezerwowe i odtworzenie	ransomware lub awaria sprzętu	backup offline/immutable, testy odtwarzania, procedura odtwarzania awaryjnego (Disaster Recovery, DR)
A	terminowy dostęp do informacji	awaria przed terminem raportowym	plan ciągłości działania (Business Continuity Plan, BCP), zapasowe środowisko pracy, określenie RTO/RPO

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 2 ilustruje jednocześnie granicę wykładni. Przykładowo art. 71 wymaga ochrony przed nieupoważnionym dostępem, ale nie nakazuje literalnie stosowania MFA (UoR 1994, art. 71 ust. 2). W jednostce przetwarzającej duże ilości informacji, pracującej zdalnie lub korzystającej z systemów chmurowych brak silnego uwierzytelniania może jednak prowadzić do sytuacji, w której przyjęte zabezpieczenie nie jest adekwatne do rzeczywistego ryzyka. Ocena zgodności powinna więc uwzględniać nie tylko formalne istnienie polityki, lecz również skuteczność zastosowanych mechanizmów.

Z perspektywy audytowej istotne są także dowody działania kontroli. Sama deklaracja wykonywania backupu ma mniejszą wartość niż raport z wykonania kopii zapasowej i protokół okresowego testu odtworzenia. Podobnie sama polityka dostępu nie zastępuje listy aktywnych użytkowników, historii zmian uprawnień i dowodów okresowego przeglądu. W ten sposób model CIA może wspierać budowę testów kontroli wewnętrznej dla systemu rachunkowości.

Ransomware jako przykład jednoczesnego naruszenia C, I i A

Przydatność modelu CIA można zilustrować na przykładzie *ransomware*. Współczesne kampanie mogą łączyć szyfrowanie danych z ich wcześniejszym skopiowaniem i groźbą publikacji. ENISA nadal identyfikuje *ransomware* jako zagrożenie o szczególnie dużym wpływie na organizacje w Unii Europejskiej (ENISA 2025). W rachunkowości jeden incydent może zatem jednocześnie naruszyć wszystkie trzy właściwości informacji.

Naruszenie poufności występuje, gdy napastnik wykrada dokumenty, bazy kontrahentów lub dane finansowe. Naruszenie integralności powstaje wtedy, gdy pliki lub bazy zostają zmienione lub uszkodzone albo gdy jednostka nie potrafi już potwierdzić, że ich treść jest zgodna ze stanem sprzed incydentu. Naruszenie dostępności następuje natomiast, gdy księgowi tracą możliwość uruchomienia systemu i przygotowania wymaganych rozliczeń lub sprawozdań.

Ransomware dobrze pokazuje, dlaczego ograniczenie cyberbezpieczeństwa rachunkowości wyłącznie do poufności jest błędem. W rachunkowości utrata integralności lub dostępności może być równie istotna jak wyciek informacji. Literatura wskazuje również na szerokie finansowe, prawne, podatkowe i rachunkowe konsekwencje incydentów *ransomware* (Krivokapić i in. 2023).

Dyskusja

Przeprowadzona analiza pozwala stwierdzić, że triada CIA może pełnić funkcję użytecznego modelu interpretacyjnego dla wymagań ustawy o rachunkowości. Największa zgodność występuje w przypadku integralności. Wynika ona z istoty rachunkowości, której zadaniem jest rzetelne i sprawdzalne odwzorowanie zdarzeń gospodarczych. Art. 14, 20, 23–25 oraz przepisy dotyczące inwentaryzacji tworzą system kontroli identyfikowalności, kompletności, prawidłowości i trwałości zapisów (UoR 1994, art. 14, 20, 23–27).

Dostępność znajduje odzwierciedlenie przede wszystkim w wymaganiach dotyczących bieżącego prowadzenia ksiąg, możliwości uzyskania informacji, wykonywania kopii rezerwowych, odtwarzania danych i ustawowej retencji. Poufność jest reprezentowana węziej, lecz art. 10, 71 i 75 UoR tworzą wyraźne podstawy kontroli dostępu oraz ochrony przed nieuprawnionym ujawnieniem.

Na potrzeby praktyki można sformułować trzy pytania kontrolne. Po pierwsze: czy informację rachunkową może poznać wyłącznie osoba uprawniona? Po drugie: czy można udowodnić, że informacja jest kompletna, poprawna, autentyczna i nie została w sposób nieuprawniony zmieniona? Po trzecie: czy uprawniona osoba może uzyskać i odtworzyć informację wtedy, gdy jest potrzebna, oraz przez cały wymagany okres jej przechowywania? Taki zestaw może być stosowany przy ocenie systemów finansowo-księgowych, procedur obiegu dokumentów, rozwiązań chmurowych i procesów automatycznego importu.

Należy zarazem podkreślić, że zgodność z ustawą o rachunkowości nie jest równoznaczna z pełnym zapewnieniem cyberbezpieczeństwa, podobnie jak wdrożenie zaawansowanych rozwiązań technicznych nie przesądza automatycznie o zgodności rachunkowości z prawem. Cyberbezpieczeństwo i rachunkowość posługują się częściowo odmiennymi kategoriami, lecz ich cele w środowisku cyfrowym coraz silniej się przenikają. Triada CIA pełni w tym kontekście rolę wspólnego języka, który pozwala łączyć wymagania prawne z analizą ryzyka technologicznego.

Zakończenie

Przeprowadzona analiza potwierdza postawioną we wprowadzeniu tezę. Chociaż ustawa o rachunkowości nie odwołuje się terminologicznie do triady CIA, przepisy regulujące funkcjonowanie systemu rachunkowości realizują cele odpowiadające poufności, integralności i dostępności informacji.

Szczególne znaczenie należy przypisać art. 71 UoR, który obejmuje wszystkie trzy elementy modelu. Ochrona przed nieupoważnionym rozpowszechnianiem i dostępem odpowiada poufności; ochrona przed niedozwolonymi zmianami, uszkodzeniem i zniszczeniem odnosi się do integralności; obowiązek tworzenia kopii rezerwowych i zachowania trwałości danych oraz możliwość ich odtworzenia realizują natomiast wymagania dostępności. Integralność informacji rachunkowej znajduje dodatkowo silne wsparcie w art. 14, 20 i 23–25 UoR, które ustanawiają wymagania dotyczące identyfikowalności, trwałości, kompletności, poprawności, sprawdzalności i sposobu korygowania zapisów.

W środowisku cyfrowym realizacja tych obowiązków wymaga połączenia instrumentów rachunkowości, kontroli wewnętrznej i cyberbezpieczeństwa. Ochrona ksiąg nie może być ograniczona do wykonywania kopii zapasowych, podobnie jak ochrona danych nie może być utożsamiana wyłącznie z ich poufnością. Konieczne jest jednoczesne zapewnienie, aby informacja była chroniona przed nieuprawnionym ujawnieniem, pozostawała poprawna i możliwa do zweryfikowania oraz była dostępna w wymaganym czasie.

Triada CIA może zatem stanowić użyteczne ogniwo łączące język rachunkowości z językiem cyberbezpieczeństwa. Jej wykorzystanie pozwala przekładać ogólne obowiązki prawne na pytania kontrolne, scenariusze ryzyka i wymagania wobec systemów informatycznych. W warunkach postępującej automatyzacji rachunkowości takie podejście może mieć znaczenie zarówno dla praktyki jednostek i biur rachunkowych, jak i dla audytu, kształcenia księgowych oraz dalszych badań nad bezpieczeństwem systemów informacji rachunkowej.

Bibliografia

Cram W.A., Wang T., Yuan J. (2023), *Cybersecurity Research in Accounting Information Systems: A Review and Framework*, „Journal of Emerging Technologies in Accounting", *20*(1), 15–38, https://doi.org/10.2308/JETA-2020-081.

ENISA (2025), ENISA Threat Landscape 2025, European Union Agency for Cybersecurity (ENISA), https://www.enisa.europa.eu/publications/enisa-threat-landscape-2025, dostęp: 08.08.2026.

Haapamäki E., Sihvonen J. (2019), *Cybersecurity in accounting research*, „Managerial Auditing Journal", *34*(7), 808–834, https://doi.org/10.1108/MAJ-09-2018-2004.

International Organization for Standardization (ISO) (2022), *Information security, cybersecurity and privacy protection – Information security management systems – Requirements* (ISO/IEC 27001:2022), https://www.iso.org/standard/27001, dostęp: 08.08.2026.

Krivokapić Đ., Nikolic A., Stefanovic A., Milosavljevic M. (2023), *Financial, Accounting and Tax Implications of Ransomware Attack*, „Studia Iuridica Lublinensia", *32*(1), 191–211, https://doi.org/10.17951/sil.2023.32.1.191-211.

National Institute of Standards and Technology (NIST) (b.d.), *CIA – Confidentiality, Integrity, Availability*, „Computer Security Resource Center Glossary", https://csrc.nist.gov/glossary/term/CIA, dostęp: 08.08.2026.

Nieles M., Dempsey K.L., Pillitteri V.Y. (2017), *An Introduction to Information Security* (NIST Special Publication 800-12 Rev. 1), National Institute of Standards and Technology, Gaithersburg, https://doi.org/10.6028/NIST.SP.800-12r1, dostęp: 08.08.2026.

Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, t.j. Dz. U. z 2026 r. poz. 522 ze zm.

PRZEDSIĘBIORCZOŚĆ I ZARZĄDZANIE 2026
Wydawnictwo SAN | ISSN 2543-8190
Tom **XXVI** | Zeszyt **1** | ss. 25–38

Monika Perlińska
Społeczna Akademia Nauk
ORCID: 0000-0001-5013-7038
mperlinska@san.edu.pl

Rachunkowość i sprawozdawczość finansowa w czasach rewolucji cyfrowej

Accounting and financial reporting in the age of the digital revolution

Abstract

Digitalization is bringing about changes in people's lives and the functioning of enterprises on an unprecedented scale, entailing both opportunities and threats. The article indicates that digital transformation is revolutionizing the accounting profession and its processes, which are undergoing progressive digitization (accounting documentation, financial measurement) and automation (computational processes). New technologies stimulate the development of new accounting methods and the expansion of the scope of economic measurement, adapted to changing business models, as well as to the possibilities and availability of big data. In addition, the development of the digital reality is giving rise to new types of intangible assets – such as digital datasets, virtual relationships, and digital artifacts – which may require the development of valuation methods in accounting. Virtual bots involved in accounting processes become both performers of accounting processes and recipients of accounting information (hybrid accounting relies on collaboration between accounting specialists and bots). The study is based on a literature review. In order to verify the available materials, the methods of analysis and

synthesis were used. The results provide insights into the specific processes and tasks in which AI models can support accounting professionals.

Keywords: digital transformation, automation, robotization, artificial intelligence, hybrid accounting, financial and accounting processes, accounting profession

Wprowadzenie

Cyfryzacja rozpoczęła się wiele lat temu wraz z pojawieniem się pierwszych komputerów. Jej rozwój opiera się na postępach w technologii informacyjnej i telekomunikacji, a także na ekspansji internetu w ostatnich dziesięcioleciach. Katalizatorami transformacji cyfrowej były kryzysy gospodarcze oraz zdarzenia o charakterze nadzwyczajnym, w tym niewątpliwie pandemia COVID-19 (Borowiec 2022, s. 14). Ważnym czynnikiem napędzającym cyfrową rewolucję są korporacje technologiczne, takie jak Microsoft, Google, Apple, Meta, Amazon, OpenAI, Mistral AI i Anthropic. Zastosowanie technologii cyfrowych jest pożądane przez przedsiębiorstwa ze względu na potencjalne korzyści z ich stosowania i rolę, jaką odgrywają one w cyfrowym świecie. Wpływ technologii mobilnych, mediów społecznościowych, rozwiązań chmurowych, *big data*, automatyzacji, robotyzacji, sztucznej inteligencji (ang. *Artificial Intelligence* – AI) i uczenia maszynowego jest coraz bardziej widoczny w codziennym życiu (Herbert 2023). Celem transformacji cyfrowej jest zwiększenie efektywności działania, poprawa jakości świadczonych usług, wzrost elastyczności i szybkości adaptacji do zmian rynkowych. Technologie cyfrowe przyczyniają się do powstawania nowych modeli biznesowych i rynków zbytu, pozwalają na optymalizację kosztów i poprawę wydajności operacyjnej, umożliwiają szybką ekspansję i zdobycie nowych rynków zbytu dla produktów i usług, a tym samym wzrost przychodów ze sprzedaży i rentowności. Cyfryzacja generuje konsekwencje natury podatkowej, prawnej, audytowej, ale i nowe ryzyka dla działalności przedsiębiorstw. Zmieniają się również język, narzędzia, relacje, instytucje i środowisko pracy. Z jednej strony praca wykonywana niezależnie od czasu i miejsca jest coraz bardziej powszechna, powstają także nowe zawody wymagające wysokich kompetencji cyfrowych, a z drugiej strony algorytmy i modele przejmują usługi oparte na wiedzy ekspertów.

Rachunkowość jako system informacyjny oparty na gromadzeniu i przetwarzaniu danych należy do obszarów szczególnie podatnych na zmiany wywołane cyfryzacją. Celem artykułu jest identyfikacja głównych kierunków przemian rachunkowości i sprawozdawczości finansowej pod wpływem technologii cyfrowych – automatyzacji

i robotyzacji procesów, sztucznej inteligencji, standardu XBRL oraz technologii *blockchain* – a także wskazanie konsekwencji tych przemian dla zawodu księgowego. Artykuł ma charakter przeglądowy; zastosowano w nim metody analizy i syntezy literatury przedmiotu. W pierwszej części opisano nowe wyzwania dla pomiaru i wyceny w rachunkowości, w kolejnej – zastosowania technologii cyfrowych w procesach rachunkowości, szanse i ryzyka związane z zaangażowaniem sztucznej inteligencji w pracę księgowych, technologię *blockchain* oraz nowoczesne narzędzia wizualizacji danych finansowych, następnie – rachunkowość hybrydową opartą na współpracy ludzi i botów, a w ostatniej – koncepcję cyfrowej odpowiedzialności biznesu i jej związki z rachunkowością.

Nowe wyzwania dla pomiaru i wyceny w rachunkowości

Transformacja cyfrowa rewolucjonizuje również profesję i procesy rachunkowości, które podlegają postępującej digitalizacji (dokumentacja księgowa, pomiar finansowy) i automatyzacji (procesy obliczeniowe). Stymuluje ona rozwój nowych metod rachunkowości i nowych obszarów odwzorowania, w tym rozszerzenie zakresu pomiaru ekonomicznego skutków zdarzeń gospodarczych o ich antecedencje, czyli okoliczności poprzedzające te zdarzenia, ważne dla ich zrozumienia (Słownik języka polskiego b.d.), dostosowanych do zmieniających się modeli biznesowych oraz możliwości tworzenia i dostępności dużych zbiorów danych. Pomiar antecedencji w rachunkowości powinien być rozpatrywany przez pryzmat czynników stanowiących przyczyny określonych zdarzeń gospodarczych lub ich skutków finansowych, czego przykładem może być pomiar czynników przychodo- i kosztotwórczych oraz jego integracja z wyceną określonych wielkości finansowych. Do antecedencji można również zaliczyć czynniki moderujące, które mogą nasilać lub osłabiać oddziaływanie określonych zjawisk i procesów gospodarczych na przyszłą sytuację finansową przedsiębiorstw i stanowić przyczynę aktualizacji wyceny. Zdaniem Łady (2017, ss. 89, 94) metody stosowane w rachunkowości w większym niż dotychczas stopniu będą zorientowane na dynamiczne modelowanie powiązań w układzie: antecedencje – zdarzenia gospodarcze – skutki finansowe. Dzięki temu użytkownicy informacji, zamiast czekać z decyzjami i działaniami na opublikowanie okresowych raportów finansowych, będą mogli szybciej i lepiej reagować na pojawiające się na bieżąco sygnały o antecedencjach określonych zdarzeń. Co ważne, w nowych metodach wyceny i prezentacji informacji ekonomicznej – obok lub nawet zamiast stosowania przyszłej wartości określonych syntetycznych kategorii finansowych – są i będą wprowadzane wybrane aktualne informacje finansowe i niefinansowe

o antecedencjach przewidywanej sytuacji ekonomicznej (Łada 2017, ss. 86, 88–89). Ponadto rozwój cyfrowej rzeczywistości powoduje powstawanie nowych rodzajów zasobów niematerialnych, takich jak cyfrowe zbiory danych, relacje wirtualne i cyfrowe artefakty, co dla rachunkowości może oznaczać konieczność rozwoju metod wyceny (Łada 2016, s. 201).

Technologie cyfrowe w procesach rachunkowości

W ostatnich latach można zaobserwować coraz bardziej powszechne wykorzystanie technologii informatycznych w obszarze rachunkowości i sprawozdawczości jednostek gospodarczych, czego wyrazem jest m.in. implementacja faktur elektronicznych (KSeF), elektronicznych sprawozdań finansowych sporządzanych w formacie XML i XBRL oraz wdrożenie jednolitego pliku kontrolnego. Zmiany te wpisują się w światowe trendy dotyczące wzrastającego poziomu regulacji, wymogów raportowania i weryfikacji (Willcocks 2020, ss. 284–302, za Remlein i in. 2022, s. 49). We współczesnej rachunkowości implementowane są także rozwiązania polegające na zastosowaniu sztucznej inteligencji, jak np. (Bornet i in. 2020; Martinek-Jaguszewska, Rogowski 2022, za Łada, Martinek-Jaguszewska 2023, s. 98):

- kognitywna robotyzacja procesów biznesowych (ang. *Cognitive Robotic Process Automation* – C-RPA) – obejmuje przenoszenie, uspójnienie i transformowanie danych, generowanie raportów, wysyłanie powiadomień z wykorzystaniem elementów sztucznej inteligencji;
- modele uczenia maszynowego (ang. *Machine Learning* – ML) – umożliwiają analizę trendów i przewidywanie zmian, rozpoznawanie wzorców i anomalii w danych, analizę przyczyn odchyleń;
- optyczne rozpoznawanie znaków (ang. *Optical Character Recognition* – OCR) – pozwala na odczyt danych z faktur, umów i zamówień;
- przetwarzanie języka naturalnego (ang. *Natural Language Processing* – NLP) – stosowane w obszarze kategoryzacji i analizy treści maili i dokumentów oraz raportowania niefinansowego.

Z badań przeprowadzonych w Polsce (Remlein i in. 2022, s. 47) wynika, że robotyzacja najczęściej jest stosowana w obszarze rachunkowości finansowej w podmiotach charakteryzujących się długoletnią obecnością na danym rynku (powyżej 25 lat), jak też w bardzo dużych przedsiębiorstwach zatrudniających powyżej 1000 pracowników oraz generujących roczne przychody i posiadających aktywa przekraczające 1000 mln zł. Drugim obszarem implementacji robotyzacji jest rachunkowość zarządcza

i controlling. Roboty najczęściej są wdrażane albo w procesach charakteryzujących się wysokim wolumenem transakcji (sprzedaż, zakupy), albo w procesach determinowanych głównie przez dane wewnętrzne (proces zamknięcia miesiąca, raportowanie).

Wysoką jakość informacji stanowiących dane wejściowe do modeli AI może zapewnić standard wymiany informacji biznesowych – XBRL (ang. *eXtensible Business Reporting Language*), który gromadzi reguły kodowania informacji finansowych i niefinansowych, a przez to umożliwia jednoznaczną identyfikację oznaczonego punktu danych przez maszynę. W tym celu niezbędne jest otagowanie informacji, czyli odpowiednie przyporządkowanie prawidłowych znaczników (tagów) XBRL wartościom lub tekstowi na podstawie wcześniej opracowanej taksonomii (słownika pojęć biznesowych). W ten sposób powstaje zakodowany dokument stanowiący zbiór ustrukturyzowanych danych cyfrowych i obejmujący zestaw plików czytelny dla człowieka i maszyny. W tym drugim przypadku istnieje możliwość ekstrakcji danych opatrzonych znacznikami XBRL do modeli AI. O wysokiej wiarygodności tych danych świadczy również fakt ich badania (atestacji) przez biegłego rewidenta. Z drugiej strony modele AI mogą usprawniać proces cyfrowego tagowania, przejmując od ludzi żmudną pracę znakowania danych i czyniąc go bardziej wydajnym i opłacalnym. Wskutek synergii XBRL – AI może nastąpić zmniejszenie obciążenia analityków, jak również wzrost precyzji, kompleksowości i jakości ujawnień dzięki łatwiejszej i bardziej precyzyjnej identyfikacji i klasyfikacji informacji finansowych i niefinansowych. Zdaniem niektórych badaczy (Mosteanu, Faccia 2020, za Czyżewski, Karwowski 2025, ss. 50–51) przyszłość rachunkowości zależy od połączenia standardu XBRL i sztucznej inteligencji.

Automatyczne wprowadzanie i przetwarzanie danych, kalkulacja należności finansowych, uzgadnianie płatności, windykacja należności, generowanie deklaracji podatkowych i zestawień finansowych, możliwość cyfrowego przechowywania dokumentacji księgowej i finansowej to tylko niektóre oblicza wdrożenia i adaptacji nowych technologii w procesach finansowo-księgowych. Skala i tempo automatyzacji procesów rachunkowości zależą od uwarunkowań zewnętrznych, specyfiki podmiotu, rodzaju technologii oraz obszaru i zakresu jej zastosowania (Rozario, Vasarhelyi 2018; Troshani i in. 2018; Cooper i in. 2019, za Borowiec 2022, s. 15). Zwiększenie transparentności, ujednolicenie oraz możliwość monitorowania procesów zachodzących w przedsiębiorstwie w czasie rzeczywistym stanowią podstawowe korzyści wynikające z automatyzacji pracy w rachunkowości, ponieważ ułatwia ona identyfikację obszarów wymagających usprawnienia i zapewnia szybką reakcję na pojawiające się problemy. Redukuje również ryzyko duplikacji informacji, ich utraty lub nieautoryzowanego dostępu, co w niektórych przypadkach mogłoby prowadzić do błędów w procesach decyzyjnych i operacyjnych. Ponadto pozwala obniżyć koszty funkcjonowania

rachunkowości oraz optymalizować wykorzystanie zasobów przedsiębiorstwa, w tym ludzkich, rzeczowych i finansowych. Potencjalne oszczędności kosztów zależą od rodzaju automatyzowanego procesu, poziomu jego skomplikowania (obecnej pracochłonności), a także kosztów pracy aktualnie ponoszonych na jego obsługę. Aby osiągnąć wskazane korzyści, konieczne jest strategiczne podejście do selekcji i implementacji odpowiednich narzędzi i rozwiązań cyfrowych, jak również zapewnienie szkoleń i wsparcia dla pracowników (Remlein i in. 2024, ss. 146–147).

Sztuczna inteligencja w pracy księgowego – możliwości i ryzyka

Wprowadzenie systemów sztucznej inteligencji do praktyki rachunkowości (zob. tabela 1) obarczone jest przede wszystkim dwoma rodzajami ryzyka. Po pierwsze, jest to ryzyko epistemiczne, wynikające z tego, że modele sztucznej inteligencji uczą się na danych historycznych, które mogą zawierać błędy księgowe, luki klasyfikacyjne, a nawet ślady dawnych strategii optymalizacji podatkowej czy praktyk „kreatywnej rachunkowości". W rezultacie modele mogą powielać i standaryzować niepożądane wzorce, przedstawiając je jako statystycznie uzasadnioną normę. Po drugie, występuje ryzyko operacyjne związane z faktem poddawania automatyzacji procesów o wysokiej istotności, gdzie błąd systemu, integracji lub nadzoru może prowadzić do masowych błędów sprawozdawczych, nieprawidłowych rozliczeń podatkowych lub naruszeń zgodności (Żołnierski 2026, s. 12). Z całą pewnością należy zdawać sobie sprawę z ułomności modeli AI, jak choćby udzielania przez nie niekiedy błędnych lub zmyślonych odpowiedzi nawet przy braku odpowiednich danych (zjawisko halucynacji), przy czym odpowiedzialność (za zapis księgowy, kalkulację podatkową, ujawnienia w sprawozdaniu finansowym) pozostaje po stronie organizacji i osób uprawnionych. Dlatego korzystanie ze sztucznej inteligencji nie może ograniczać ani wyłączać ludzkiej inteligencji, intuicji i sumienia (Leon XIV 2026, pkt 99). W rachunkowości nie ma miejsca na utratę sceptycyzmu zawodowego, ponieważ technologia nie zastąpi profesjonalnego osądu księgowych. W tym kontekście szczególnego znaczenia nabierają kompetencje hybrydowe, łączące wiedzę rachunkowo-finansową z umiejętnością krytycznej pracy z danymi i narzędziami AI. Istotne jest także świadome kształtowanie relacji człowiek – AI, tzn. określenie, jaką część procesu myślowego księgowy jest skłonny delegować na maszynę, rzecz jasna przy zachowaniu standardów etycznych i profesjonalnych (Kalinowski 2026a, ss. 7–8, 10). Jak twierdzi Kalinowski (2026b, s. 19),

„przyszłość zawodu księgowego nie należy do tych, którzy będą pracować ciężej, lecz do tych, którzy będą pracować mądrzej".

Tabela 1. AI na usługach rachunkowości

Predykcyjne modele AI zastosowane w rachunkowości mogą wspierać księgowych w wykonywaniu takich zadań jak:	Generatywne modele AI zastosowane w rachunkowości mogą wspierać księgowych w wykonywaniu takich zadań jak:
klasyfikowanie dokumentów i przypisywanie ich do odpowiedniej kategorii (rodzaj kosztu, centrum odpowiedzialności, projekt itp.),	przygotowanie list kontrolnych (ujawnień, uzgodnień, zamknięcia miesiąca) i instrukcji,
planowanie środków pieniężnych zabezpieczających spłatę bieżących zobowiązań,	projektowanie struktury raportów w taki sposób, aby dane były czytelne i porównywalne w czasie,
ocena prawdopodobieństwa opóźnień płatniczych i priorytetyzacja działań windykacyjnych,	przygotowanie opisów do tabel i wykresów,
prognozowanie finansowe (przychodów, kosztów, przepływów pieniężnych),	tworzenie objaśnień do informacji dodatkowej (opis zasad rachunkowości, uzasadnienie ich zmian, opis zdarzeń po dniu bilansowym, uzasadnienie przyjętych istotnych założeń, osądów i szacunków),
prognozowanie i monitorowanie kosztów działań oraz nośników kosztów (w przypadku wdrożenia rachunku kosztów działań),	przygotowanie komentarza zarządu do wyników osiągniętych przez spółkę,
przygotowanie budżetu i aktualizowanie go w trakcie roku,	opracowanie różnych wariantów tego samego komunikatu dla różnych odbiorców (pracowników, zarządu, rady nadzorczej, banku, biegłego rewidenta),
szacowanie odchyleń od budżetu i wskazywanie ich głównych przyczyn,	streszczanie dokumentów (umów, regulaminów, procedur, korespondencji itd.) oraz wyłuskiwanie z nich kluczowych postanowień do dalszej analizy,
sprawowanie kontroli nad majątkiem spółki, wykrywanie nieprawidłowości i redukcja ryzyka malwersacji,	opracowanie projektów pism i notatek,
identyfikowanie wczesnych sygnałów ostrzegawczych dla zarządu (jak np. obniżenie marży, spadek rentowności zapasów, narastanie przeterminowanych należności),	przygotowanie prezentacji dla różnych użytkowników raportów.
wskazywanie obszarów wymagających optymalizacji.	–

Źródło: opracowanie własne na podstawie pracy Kalinowskiego (2026a, s. 6).

Z badań dotyczących możliwości wykorzystania ChatGPT – zaawansowanego modelu językowego opracowanego przez OpenAI – wynika, że w obszarze edukacji rachunkowości ma on duży potencjał, jednak nie zastąpi dobrych nauczycieli

z dużą wiedzą i doświadczeniem, którzy będą potrafili nauczyć studentów krytycznego i logicznego myślenia. W obszarze praktyki rachunkowości dostrzega się przydatność ChatGPT jako asystenta księgowego lub audytora, niemniej zwraca się uwagę na jego ograniczoną wiedzę, możliwe błędy i nieumiejętność profesjonalnego osądu. Natomiast w obszarze nauki rachunkowości korzystanie z ChatGPT wprawdzie ułatwia prowadzenie badań, ale rodzi problemy związane z etyką i jakością prac naukowych. Należy podkreślić, że rachunkowość jako „język biznesu" jest nierozerwalnie związana z generowaniem i interpretacją informacji dla ich użytkowników, a duże modele językowe, w tym ChatGPT, są dedykowane do zadań tekstowych i mogą wspierać pracę osób zajmujących się rachunkowością finansową i zarządczą, audytem oraz sprawozdawczością ESG. Zdaniem niektórych badaczy (Albuquerque, Gomes dos Santos 2024b, za Łazarowicz, Wachowicz 2025, s. 135) ChatGPT może być także przydatny dla podmiotów tworzących standardy w celu poprawy ich komunikacji z interesariuszami (Łazarowicz, Wachowicz 2025, ss. 123–124).

Implementacja – w rachunkowości i sprawozdawczości biznesowej – rozwiązań wykorzystujących sztuczną inteligencję wiąże się z koniecznością przezwyciężenia barier technologicznych (konieczność modernizacji systemów i zapewnienia kompatybilności), prawnych (zapewnienie zgodności z RODO, regulacjami AI i in.) oraz organizacyjnych (zwiększenie poziomu kompetencji cyfrowych, reorganizacja procesów biznesowych, zarządzanie zmianą w organizacji). Ponadto niezbędne jest opracowanie i wdrożenie jednolitych standardów prawnych dotyczących stosowania AI w rachunkowości, i to zarówno na poziomie krajowym, jak i międzynarodowym (Czyżewski, Karwowski 2025, s. 55; Leon XIV 2026, pkt 95–96, 106, 108).

Blockchain i nowoczesne formy prezentacji danych finansowych

Zastosowanie technologii *blockchain* w rachunkowości umożliwia optymalizację procesów księgowych, redukując koszty związane z prowadzeniem i uzgadnianiem ksiąg rachunkowych. Dzięki tej technologii tworzone są współdzielone dzienniki transakcji, w których uczestnicy obrotu gospodarczego zapisują dane o dokonanych transakcjach, wskazując zarazem wszystkie strony transakcji. W rezultacie nie ma potrzeby wymiany dokumentów między stronami, co może przyczynić się do obniżenia kosztów administracyjnych i poprawy rentowności. Transakcje rejestrowane są w sposób trwały i nieodwracalny, co pozwala ograniczyć zarówno czas ich weryfikacji, jak i ryzyko

fałszowania dokumentacji, eliminuje także konieczność prowadzenia tradycyjnych rejestrów. Przykładowo operacja wystawienia faktury czy wezwania do zapłaty polegałaby na umieszczeniu danych o tej transakcji we wspólnym rejestrze, do którego dostęp miałyby wszystkie podmioty zaangażowane, a mianowicie: kontrahent, bank i organy podatkowe. *Blockchain* ma potencjał wyznaczenia nowego kierunku rozwoju rachunkowości i ucieleśnienia koncepcji rachunkowości partycypacyjnej, polegającej na współtworzeniu zapisów księgowych przez interesariuszy przedsiębiorstwa, co zwiększyłoby transparentność, odporność na manipulacje i byłoby wyrazem odpowiedzi na nowoczesne potrzeby biznesowe. Implementacja technologii *blockchain* niesie ze sobą określone wyzwania związane m.in. z dostosowaniem regulacji prawnych, standaryzacją systemów, opracowaniem odpowiednich protokołów bezpieczeństwa i zapewnieniem interoperacyjności z istniejącymi systemami finansowymi (Wanat 2025, ss. 62–63).

W erze cyfrowej transformacji, w coraz bardziej komplikującym się środowisku biznesowym oraz przy rosnącej złożoności operacji gospodarczych wizualizacja informacji staje się kluczowym elementem w procesach raportowania i analizy finansowej. Nowoczesne formy wizualizacji danych w raportach finansowych nie tylko ułatwiają zrozumienie skomplikowanych zależności ekonomicznych, ale też pozwalają na szybsze podejmowanie trafnych decyzji biznesowych, a przecież w biznesie czas to nierzadko najcenniejszy zasób. Interaktywne *dashboardy*, umożliwiając personalizację widoków dla różnych interesariuszy, dają wszechstronny i dostosowany do indywidualnych potrzeb obraz danych finansowych, a tym samym pozwalają użytkownikom prowadzić dogłębne analizy i przeprowadzać symulacje różnych scenariuszy, co może podnosić jakość podejmowanych decyzji finansowych. *Heatmapy* wykorzystują gradacje kolorów do prezentowania wartości danych i są szczególnie przydatne w analizie ryzyka portfelowego. Umożliwiają one szybką identyfikację wzorców i anomalii w dużych zbiorach danych finansowych. Natomiast *treemapy* pozwalają efektywnie przedstawić dane hierarchiczne, co ma zastosowanie m.in. w wizualizacji danych giełdowych, gdzie rozmiar prostokąta może odpowiadać wartości inwestycji, a kolor – stopie zwrotu. Ponadto systemy AI automatyzują tworzenie wizualizacji i oferują zaawansowane funkcje analizy predykcyjnej, co ułatwia identyfikację skomplikowanych wzorców w danych. Istnieje szereg narzędzi służących wizualizacji danych finansowych, w tym specjalistyczne oprogramowanie (np. *Tableau*, *Power BI*), platformy *business intelligence* (np. *Qlik*) i rozwiązania oparte na chmurze obliczeniowej (np. *Cluvio*), które odgrywają kluczową rolę w efektywnym przetwarzaniu i prezentacji informacji finansowych, wspierają procesy zarządzania ryzykiem oraz zapewniania zgodności z regulacjami (Pasierb, Kuszpa 2025, ss. 86–89, 93–94).

Rachunkowość hybrydowa – współpraca ludzi i botów

Możliwości współczesnej technologii powodują konieczność uwzględnienia wirtualnych botów jako cyfrowych użytkowników rachunkowości (tzw. hybrydowa rachunkowość polega na współpracy specjalistów ds. rachunkowości i botów). Mowa o tzw. robotach nienadzorowanych, uruchamianych automatycznie na podstawie harmonogramów lub „wyzwalaczy", których praca zazwyczaj jest monitorowana na poziomie centralnym (Łada, Barszczak 2024, s. 9; Łada, Martinek-Jaguszewska 2024, ss. 120, 123). Boty pełnią przy tym podwójną rolę – są nie tylko wykonawcami procesów rachunkowości, lecz także odbiorcami informacji. Ta nowa grupa odbiorców informacji potrafi korzystać z różnorodnych i ogromnych zbiorów danych, przekształcać je w informację i wiedzę będące podstawą podejmowania „racjonalnie zalgorytmizowanych" decyzji (Łada 2017, s. 87). W środowisku praktyków rachunkowości, podobnie jak w innych profesjach opartych na wiedzy, inteligentne roboty są postrzegane jako źródło zagrożenia m.in. dla dotychczasowego sposobu wykonywania pracy oraz przyczyna spadku zapotrzebowania na wykwalifikowanych pracowników i utraty prestiżu zawodowego. Wdrożenie nowoczesnych rozwiązań technologicznych wiąże się z kosztami zakupu i utrzymania sprzętu, infrastruktury, licencji na oprogramowanie, szkolenia pracowników, przeprojektowania stanowisk pracy oraz zapewnienia bezpieczeństwa danych, w tym danych w coraz większym stopniu przechowywanych elektronicznie. Nieuchronnie zmienia się także rynkowe postrzeganie wartości usług finansowo-księgowych, w rezultacie wyzwaniem staje się zapewnienie odpowiedniego poziomu wynagrodzeń profesjonalistów zajmujących się rachunkowością i sprawozdawczością finansową. W aspekcie organizacyjnym zwiększa się dystans między procesem a księgowymi, którzy do niedawna byli jego bezpośrednimi wykonawcami. Pracownicy mniej czasu przeznaczają na warstwę merytoryczną procesu (rutynowe, powtarzalne i mało kreatywne zadania), natomiast w większym stopniu koncentrują się na jego parametrach biznesowych, m.in. użyteczności dla odbiorców, niezawodności i produktywności. Nierzadko rola pracowników sprowadza się do kontroli jakości pracy botów, podejmowania interwencji w przypadku zdarzeń nietypowych (obsługa tzw. wyjątków) czy też okresowej weryfikacji założeń stosowanych modeli. W zależności od zakresu wdrożonych rozwiązań dotychczasowi wykonawcy procesów finansowo-księgowych stają się ich kontrolerami bądź trenerami modeli sztucznej inteligencji, dzięki czemu mogą zajmować się bardziej złożonymi i satysfakcjonującymi zadaniami, o wyższej wartości dodanej, co może przynieść korzyści w postaci wyższej satysfakcji z pracy i wymagać od nich większych kwalifikacji zawodowych.

Cyfrowa odpowiedzialność biznesu a rachunkowość

Cyfryzacja niesie ze sobą nie tylko szanse, lecz także zagrożenia. W epoce cyfryzacji szczególnie widoczny jest brak równowagi między tempem rozwoju technologicznego a czasem potrzebnym na dostosowanie ludzkiej świadomości, przepisów, mechanizmów kontroli i instytucji zdolnych zarządzać jego skutkami. Transformacja cyfrowa, stwarzając zagrożenie dla prywatności i godności ludzkiej, budzi obawy związane z etycznym wykorzystaniem nowych technologii, bezrobociem spowodowanym automatyzacją i robotyzacją, a także szerokim spektrum cyberprzestępstw, których ofiarą mogą paść osoby fizyczne i przedsiębiorstwa (Leon XIV 2026, pkt 102, 150–156). Etyczny wymiar cyfryzacji obejmuje również warunki pracy w łańcuchu dostaw technologii AI – miliony ludzi są zatrudniane przy oznaczaniu danych, moderacji treści i trenowaniu modeli AI za minimalne wynagrodzenie, a w niektórych regionach świata nastolatki i dzieci pracują w niebezpiecznych warunkach przy kruszeniu materiałów, z których pozyskuje się pierwiastki ziem rzadkich, niezbędne do produkcji urządzeń i mikroprocesorów, na których opiera się AI (Leon XIV 2026, pkt 80, 132, 171–173). Prowadzone są rozważania o potrzebie opodatkowania przedsiębiorstw, których modele biznesowe opierają się na danych, czy też opodatkowania pracy robotów zastępujących ludzi (Zarzycka 2025, s. 97). Globalny, wszechogarniający i niezwykle dynamiczny charakter rozwoju technologii cyfrowych i cyfrowych modeli biznesowych stawia przed przedsiębiorstwami nowe oczekiwania. Szczególnie inwestorzy instytucjonalni mogą poszukiwać informacji i ujawnień dotyczących odpowiedzialności cyfrowej organizacji ze względu na duże znaczenie tych informacji dla podejmowanych decyzji inwestycyjnych. Dlatego niezbędne jest rozszerzenie odpowiedzialności biznesu również na sferę cyfrową w celu zapewnienia wykorzystania danych i technologii cyfrowych w sposób odpowiedzialny społecznie, ekonomicznie, technologicznie i środowiskowo. W tym kontekście kluczowymi kwestiami są rozliczalność organizacji za działania w zakresie cyfryzacji oraz właściwa komunikacja z interesariuszami, niemniej obecnie brakuje spójnej koncepcji raportowania, która zawierałaby praktyczne wytyczne dla organizacji, ułatwiające przygotowanie raportów. Należy pamiętać, że wysoka jakość i wiarygodność raportowania dotyczącego cyfryzacji i cyfrowej odpowiedzialności biznesu mogą stanowić siłę napędową zrównoważonej cyfryzacji w skali globalnej. Stąd tak ważne jest zapewnienie narzędzi pomiaru kwestii związanych z odpowiedzialnością cyfrową biznesu, w tym kosztów cyfryzacji. W tym celu przydatne może być zastosowanie odpowiednich modeli rachunków kosztów, jak np. rachunek kosztów jakości, rachunek kosztów działań czy rachunek kosztów cyklu życia (Zarzycka 2025, ss. 7–8, 111).

Zakończenie

Przeprowadzony przegląd literatury pozwala stwierdzić, że transformacja cyfrowa zmienia rachunkowość w trzech wymiarach: przedmiotowym (rozszerzenie pomiaru o antecedencje zdarzeń gospodarczych i konieczność wyceny cyfrowych zasobów niematerialnych), procesowym (automatyzacja i robotyzacja czynności rachunkowych, wykorzystanie XBRL, sztucznej inteligencji i technologii *blockchain*) oraz podmiotowym (rozwój rachunkowości hybrydowej, w której księgowi przejmują rolę kontrolerów i trenerów botów). Zidentyfikowano zadania, w których predykcyjne i generatywne modele AI mogą wspierać księgowych, wskazując zarazem, że odpowiedzialność za informację finansową pozostaje po stronie człowieka.

Technologie cyfrowe bez wątpienia będą podlegały dalszemu dynamicznemu rozwojowi. Rachunkowość rozumiana jako system generujący informacje finansowe i niefinansowe, strategiczne i zorientowane na interesariuszy podlega transformacji i po raz kolejny w swojej długiej historii dostosowuje swój zakres, metody i praktyki do wyzwań współczesności. Kluczową rolę w tym procesie odgrywają specjaliści z zakresu rachunkowości, których kompetencje oraz gotowość do uczenia się przez całe życie pozwalają skutecznie adaptować się do zmieniającego się otoczenia regulacyjnego i technologicznego.

Ograniczeniem przeprowadzonej analizy jest jej przeglądowy charakter oraz oparcie się w przeważającej mierze na literaturze polskojęzycznej, w tym na źródłach cytowanych za innymi autorami. Wskazane kierunki zmian wymagają zatem weryfikacji empirycznej. Dalsze badania mogłyby dotyczyć skali i efektów wdrożeń rozwiązań sztucznej inteligencji w działach finansowo-księgowych polskich przedsiębiorstw, zmian w zakresie kompetencji wymaganych od księgowych, a także praktyki raportowania cyfrowej odpowiedzialności biznesu.

Bibliografia

Borowiec L. (2022), *Koszty i korzyści finansowe wdrożenia robotyzacji wybranych procesów w rachunkowości*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości", *46*(2), 11–26, https://doi.org/10.5604/01.3001.0015.8807.

Czyżewski P., Karwowski M. (2025), *Wyzwania związane z wykorzystaniem nowoczesnych technologii sztucznej inteligencji (AI) w rachunkowości i podatkach*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie", *76*(2), 41–57, https://doi.org/10.33119/KNOP.2025.76.2.3.

Herbert T. (2023), *Sztuczna inteligencja uwalnia księgowych od liczb*, https://skwp.pl/ze-swiata/sztuczna-inteligencja-uwalnia-ksiegowych-od-liczb/, dostęp: 20.09.2026.

Kalinowski J. (2026a), *Sztuczna inteligencja w rachunkowości (cz. I) – pojęcia i narzędzia*, „Rachunkowość", 4, 3–10.

Kalinowski J. (2026b), *Sztuczna inteligencja w rachunkowości (cz. II) – zasady pisania promptów*, „Rachunkowość", 5, 15–19.

Leon XIV (15 maja 2026), *Encyklika Magnifica Humanitas Ojca Świętego Leona XIV o trosce o osobę ludzką w dobie sztucznej inteligencji*, https://www.vatican.va/content/leo-xiv/pl/encyclicals/documents/20260515-magnifica-humanitas.html, dostęp: 20.09.2026.

Łada M. (2016), *Big Data wyzwaniem dla zarządzania i rachunkowości*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach", 299, 197–206.

Łada M. (2017), *Od konsekwencji do antecedencji – zmiana orientacji pomiaru we współczesnej rachunkowości*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości", *92*(148), 85–96, https://doi.org/10.5604/01.3001.0010.0992.

Łada M., Barszczak Ł. (2024), *Hybrydowa rachunkowość dla ludzi i botów – potencjał zastosowania platform cyfrowych inteligentnej robotyzacji*, „e-mentor", *3*(105), 4–12, https://doi.org/10.15219/em105.1665.

Łada M., Martinek-Jaguszewska K. (2023), *Autonomizacja procesów rachunkowości*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości", *47*(3), 95–111, https://doi.org/10.5604/01.3001.0053.7697.

Łada M., Martinek-Jaguszewska K. (2024), *Rachunkowość wirtualnych robotów*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości", *48*(3), 115–132, https://doi.org/10.5604/01.3001.0054.7259.

Łazarowicz E., Wachowicz A. (2025), *ChatGPT w rachunkowości – systematyczny przegląd literatury*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości", *49*(3), 123–145, https://doi.org/10.5604/01.3001.0055.2472.

Pasierb P., Kuszpa M. (2025), *Nowoczesne formy wizualizacji danych w raportach finansowych*, [w:] E.W. Babuśka, K. Jonas (red.), *Rachunkowość i sprawozdawczość w dobie technologii cyfrowych i zrównoważonego rozwoju* (ss. 85–97), Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków.

Remlein M., Bejger P., Olejnik I., Jastrzębowski A., Obrzeżgiewicz D. (2022), *Zastosowanie automatyzacji procesów z wykorzystaniem robotyzacji w rachunkowości finansowej w jednost-*

kach gospodarczych działających w Polsce„Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości", *46*(1), 47–65, https://doi.org/10.5604/01.3001.0015.7988.

Remlein M., Nowak D., Romanchuk K. (2024), *Korzyści z wdrożenia automatyzacji procesów w rachunkowości*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości", *48*(3), 133–153, https://doi.org/10.5604/01.3001.0054.7260.

Słownik języka polskiego PWN (b.d.), hasło: *antecedencje*, https://sjp.pwn.pl/slowniki/antecedencje.html, dostęp: 20.09.2026.

Wanat R. (2025), *Zastosowanie technologii blockchain w rachunkowości*, [w:] E.W. Babuśka, K. Jonas (red.), *Rachunkowość i sprawozdawczość w dobie technologii cyfrowych i zrównoważonego rozwoju* (ss. 58–64), Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków.

Zarzycka E. (2025), *Corporate Digital Responsibility. Istota i raportowanie*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź, https://doi.org/10.18778/8331-776-2.

Żołnierski A. (2026), *Etyka sztucznej inteligencji w perspektywie organizacji biznesowej*„Kurier etyki", *1*(34), 9–13.

PRZEDSIĘBIORCZOŚĆ I ZARZĄDZANIE 2026
Wydawnictwo SAN | ISSN 2543-8190
Tom **XXVI** | Zeszyt **1** | ss. 39–68

Teresa Mikulska
Społeczna Akademia Nauk
ORCID: 0000-0003-2199-3200
tmikulska@san.edu.pl

Justyna Fijałkowska
Społeczna Akademia Nauk
ORCID: 0000-0002-4236-1491
jfijalkowska@san.edu.pl

Analiza płynności finansowej na podstawie sprawozdań finansowych jako narzędzie wczesnego ostrzegania przed upadłością – studium przypadku spółki Alma Market S.A.

Financial liquidity analysis based on financial statements as an early warning tool against bankruptcy: A case study of Alma Market S.A.

Abstract

The aim of the article is to assess to what extent the analysis of basic financial statements – the balance sheet, the income statement and the cash flow statement – makes it possible to identify in advance the symptoms of a loss of financial liquidity leading to corporate bankruptcy. The study adopts a case study method. It examines the consolidated financial statements of the Alma Market S.A. Group, whose parent company operated a delicatessen chain and was listed on the Warsaw Stock Exchange, for the years 2011–2017, i.e.

the period preceding the company's application for the opening of remedial (sanacja) proceedings (2016) and the declaration of its bankruptcy (2017), as well as the years in which these events occurred. Vertical (structural) and horizontal (trend) analyses of the balance sheet and the income statement, cash flow analysis and basic liquidity ratios were applied. The results show that the first clear warning signals were visible in the financial statements as early as 2014–2015: a loss on sales and a net loss, a sharp decline in the share of equity in the financing of assets, a further deterioration of already low liquidity (the current ratio remained below one for almost the entire period under study) and a sharp drop in proceeds from new loans. In 2016–2017 the company's equity became negative and its sales revenue collapsed. The case study shows that systematic financial statement analysis can serve as an early-warning tool against bankruptcy, provided that its results are used in managerial decision-making. The main limitation of the study is that it covers a single company, which precludes generalisation of the findings.

Keywords: financial liquidity, financial statement analysis, early warning, corporate bankruptcy, retail trade, case study

Wstęp

Utrata płynności finansowej, rozumianej jako zdolność przedsiębiorstwa do terminowego regulowania bieżących zobowiązań, jest jedną z bezpośrednich przyczyn upadłości przedsiębiorstw. Przedsiębiorstwo może przez pewien czas funkcjonować, ponosząc straty, natomiast brak środków na spłatę wymagalnych zobowiązań prowadzi do niewypłacalności w stosunkowo krótkim czasie. Z tego względu w literaturze przedmiotu od kilkudziesięciu lat poszukuje się mierników i sygnałów pozwalających dostatecznie wcześnie rozpoznać narastające zagrożenie – od prac Beavera (1966) i Altmana (1968) po polskie modele predykcji upadłości (Prusak 2005; Mączyńska, Zawadzki 2006). Podstawowym źródłem informacji dla takiej oceny pozostają sprawozdania finansowe, a narzędziem – ich analiza strukturalna, dynamiczna i wskaźnikowa (Sierpińska, Jachna 2004; Wędzki 2006).

Modele predykcji upadłości mają jednak charakter syntetyczny – sprowadzają ocenę kondycji przedsiębiorstwa do jednej wartości funkcji dyskryminacyjnej i nie pokazują, w których obszarach działalności oraz w jakiej kolejności pojawiają się symptomy kryzysu. Uzupełnieniem podejścia modelowego mogą być pogłębione studia przypadków śledzące rozwój kryzysu płynności w kolejnych sprawozdaniach finansowych konkretnego podmiotu. Przykładem przedsiębiorstwa, które przeszło

drogę od stabilnego rozwoju do upadłości, jest spółka Alma Market S.A. – operator sieci delikatesów „Alma", notowany na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, który we wrześniu 2016 roku złożył wniosek o otwarcie postępowania sanacyjnego, a w listopadzie 2017 roku został postawiony w stan upadłości (Torchała 2017; Bankier.pl 2017). Jako spółka publiczna Alma Market S.A. publikowała pełne sprawozdania finansowe, co umożliwia prześledzenie jej sytuacji finansowej w kilkuletnim okresie poprzedzającym upadłość. Przyczyny upadłości sieci były szeroko komentowane w mediach i opracowaniach popularnych; przedmiotem niniejszego artykułu są natomiast sygnały ostrzegawcze widoczne w jej sprawozdaniach finansowych.

Celem artykułu jest ocena, w jakim stopniu analiza podstawowych sprawozdań finansowych – bilansu, rachunku zysków i strat oraz rachunku przepływów pieniężnych – pozwala z wyprzedzeniem zidentyfikować symptomy utraty płynności finansowej prowadzącej do upadłości przedsiębiorstwa. Realizacji tak sformułowanego celu służą następujące pytania badawcze: (1) jakie zmiany w strukturze majątku i źródeł jego finansowania poprzedzały upadłość spółki Alma Market S.A.; (2) w którym roku sprawozdania finansowe spółki zawierały pierwsze wyraźne sygnały zagrożenia płynności; (3) czy informacje te były wystarczające, aby kadra zarządzająca mogła podjąć działania naprawcze przed wystąpieniem niewypłacalności.

W badaniu zastosowano metodę studium przypadku. Źródłem danych były skonsolidowane sprawozdania finansowe spółki Alma Market S.A. za lata 2011–2017, udostępnione w serwisie relacji inwestorskich spółki. W analizie wykorzystano dane z raportów za poszczególne lata, aby ocenić sygnały ostrzegawcze dostępne ówczesnym użytkownikom sprawozdań. Nie uwzględniono późniejszych przekształceń danych porównawczych za 2016 rok przedstawionych w raporcie za 2017 rok. Przy porównywaniu danych między latami uwzględniono ograniczenie ich porównywalności wynikające ze zmiany zakresu konsolidacji w 2016 roku. Wykorzystano analizę pionową (strukturalną) i poziomą (dynamiki) bilansu oraz rachunku zysków i strat, analizę przepływów pieniężnych w podziale na działalność operacyjną, inwestycyjną i finansową, a także podstawowe wskaźniki płynności finansowej: wskaźnik bieżącej płynności, wskaźnik szybkiej płynności oraz wskaźnik płynności gotówkowej. Dane liczbowe przedstawiono w tysiącach złotych.

Artykuł składa się z czterech zasadniczych części. W pierwszej przedstawiono teoretyczne podstawy analizy sprawozdań finansowych – bilansu, rachunku zysków i strat oraz rachunku przepływów pieniężnych – w kontekście oceny płynności finansowej. W drugiej części, stanowiącej trzon opracowania, przeprowadzono analizę aktywów, pasywów, wyników finansowych i przepływów pieniężnych spółki Alma Market S.A. W trzeciej części zestawiono i zinterpretowano wskaźniki płynności finansowej spółki

w badanym okresie. Artykuł zamykają wnioski, w których wskazano możliwe kierunki działań naprawczych, oraz zakończenie, zawierające odpowiedzi na postawione pytania badawcze i wskazanie ograniczeń badania.

Sprawozdanie finansowe jako źródło informacji o płynności przedsiębiorstwa

Podstawowym źródłem informacji o sytuacji majątkowej i finansowej oraz o wynikach przedsiębiorstwa jest sprawozdanie finansowe (Wędzki 2006). Ponieważ Alma Market S.A. była emitentem papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym, jej skonsolidowane sprawozdania finansowe sporządzane były zgodnie z Międzynarodowymi Standardami Sprawozdawczości Finansowej (MSSF) przyjętymi w Unii Europejskiej (rozporządzenie nr 1606/2002, art. 4). Zgodnie z MSR 1 „Prezentacja sprawozdań finansowych" pełny komplet sprawozdań finansowych obejmuje: sprawozdanie z sytuacji finansowej (odpowiednik bilansu), sprawozdanie z wyniku i innych całkowitych dochodów (odpowiednik rachunku zysków i strat), sprawozdanie ze zmian w kapitale własnym, sprawozdanie z przepływów pieniężnych oraz informacje dodatkowe, zawierające opis istotnych zasad rachunkowości i inne informacje objaśniające (MSR 1, § 10). W przypadkach określonych w MSR 1 (§ 10 lit. f i § 40A) wymagane jest również sprawozdanie z sytuacji finansowej na początek poprzedniego okresu. Sprawozdanie finansowe sporządzane według ustawy o rachunkowości ma zbliżony zakres – obejmuje bilans, rachunek zysków i strat oraz informację dodatkową, a w jednostkach podlegających obowiązkowi badania także rachunek przepływów pieniężnych i zestawienie zmian w kapitale własnym (ustawa o rachunkowości, art. 45 ust. 2 i 3). W dalszej części artykułu, zgodnie z terminologią powszechnie stosowaną w praktyce, nazwy „bilans" i „rachunek zysków i strat" są używane również w odniesieniu do sprawozdań sporządzonych według MSSF.

Punktem wyjścia oceny sytuacji finansowej przedsiębiorstwa jest wstępna analiza sprawozdania finansowego, obejmująca analizę pionową i poziomą bilansu oraz rachunku zysków i strat (Sierpińska, Jachna 2004; Wędzki 2006; Wołowiec 2021). Analiza pionowa (strukturalna, wertykalna) polega na badaniu struktury majątku i źródeł jego finansowania, tj. udziału poszczególnych pozycji w sumie bilansowej lub w wartości nadrzędnej grupy pozycji; porównanie struktury w kolejnych latach pozwala ocenić kierunek zmian sytuacji finansowej jednostki. Analiza pozioma (dynamiki, horyzontalna) polega na badaniu zmian wartości poszczególnych pozycji sprawozdania w czasie – w ujęciu bezwzględnym oraz za pomocą wskaźników dynamiki – i wymaga

danych z co najmniej dwóch okresów sprawozdawczych. Obie analizy powinny być prowadzone łącznie, ponieważ zmiany udziałów procentowych rozpatrywane bez odniesienia do wartości bezwzględnych mogą prowadzić do błędnych wniosków, np. gdy wzrost udziału danej pozycji wynika wyłącznie ze spadku sumy bilansowej. Wstępną analizę sprawozdania finansowego może przeprowadzić zarówno samo przedsiębiorstwo, jak i podmioty z jego otoczenia – inwestorzy, kredytodawcy czy dostawcy – na podstawie publikowanych sprawozdań finansowych.

Rachunek zysków i strat w ocenie zagrożenia płynności

Rachunek zysków i strat (w terminologii MSSF – sprawozdanie z wyniku i innych całkowitych dochodów) przedstawia przychody i koszty oraz wynik finansowy jednostki za określony okres sprawozdawczy. W odróżnieniu od bilansu ma zatem charakter dynamiczny – pokazuje, w jaki sposób w danym okresie powstał zysk lub strata netto (Wędzki 2006). Ustawa o rachunkowości przewiduje dwa warianty rachunku zysków i strat: porównawczy, w którym koszty prezentowane są według rodzajów (np. amortyzacja, zużycie materiałów i energii, wynagrodzenia), oraz kalkulacyjny, w którym koszty ujmowane są według funkcji – jako koszt sprzedanych produktów, towarów i materiałów, koszty sprzedaży oraz koszty ogólnego zarządu (ustawa o rachunkowości, załącznik nr 1). Analogiczny wybór między prezentacją kosztów według rodzaju a według funkcji przewiduje MSR 1 (§ 99–105). Pozycje wykazane w tabeli 3 (m.in. koszt sprzedanych towarów i materiałów, koszty sprzedaży i marketingu) wskazują, że Alma Market S.A. prezentowała koszty według funkcji, co pozwala bezpośrednio ustalić wynik na sprzedaży. W rachunku zysków i strat wyodrębnia się wyniki trzech obszarów działalności (Cicha, Zasiewska 2017, s. 385):

- podstawowa działalność operacyjna;
- pozostała działalność operacyjna;
- działalność finansowa.

Kolejne poziomy wyniku finansowego – wynik na sprzedaży, wynik z działalności operacyjnej, wynik brutto i wynik netto – pozwalają ustalić, w którym obszarze działalności powstają zyski lub straty. MSSF nie narzucają takiego układu, jednak wielu polskich emitentów, w tym Alma Market S.A., wyodrębnia w sprawozdaniu pozostałe przychody i koszty operacyjne oraz przychody i koszty finansowe. Od 2016 roku ustawa o rachunkowości nie przewiduje odrębnej kategorii zysków i strat nadzwyczajnych, a MSR 1 zakazuje prezentowania jakichkolwiek pozycji jako nadzwyczajnych (MSR 1, § 87). Analiza rachunku zysków i strat obejmuje przede wszystkim analizę dynamiki

przychodów, kosztów i wyników oraz analizę struktury kosztów (Sierpińska, Jachna 2004; Wędzki 2006). Z punktu widzenia oceny zagrożenia płynności szczególne znaczenie ma wynik na sprzedaży: jego utrzymująca się ujemna wartość oznacza, że przychody z podstawowej działalności nie pokrywają kosztów jej prowadzenia. Utrzymująca się strata na sprzedaży może prowadzić do deficytu gotówkowego, którego pokrycie wymaga pozyskania środków, np. poprzez dopłaty właścicieli, zwiększenie zobowiązań lub sprzedaż aktywów. Należy przy tym pamiętać, że wskaźniki dynamiki tracą interpretację ekonomiczną w przypadku zmiany znaku wyniku lub porównywania dwóch wartości ujemnych – wówczas ocenę należy oprzeć na wartościach bezwzględnych.

Rachunek przepływów pieniężnych w ocenie płynności

Rachunek przepływów pieniężnych (w terminologii MSSF – sprawozdanie z przepływów pieniężnych) przedstawia wpływy i wydatki środków pieniężnych oraz ich ekwiwalentów w danym okresie, a więc wyjaśnia zmianę stanu środków pieniężnych między dwoma kolejnymi bilansami. Ekwiwalentami środków pieniężnych są krótkoterminowe inwestycje o dużej płynności, łatwo wymienialne na określone kwoty środków pieniężnych i narażone na nieznaczne ryzyko zmiany wartości (MSR 7, § 6). MSR 7 dopuszcza przy tym pomniejszanie środków pieniężnych o kredyty w rachunku bieżącym spłacane na żądanie, jeżeli stanowią one integralną część zarządzania środkami pieniężnymi jednostki (MSR 7, § 8) – z tego względu stan środków pieniężnych na początek i koniec okresu w rachunku przepływów pieniężnych spółki Alma Market S.A. przyjmował wartości ujemne. Przepływy prezentuje się w podziale na trzy rodzaje działalności: operacyjną, inwestycyjną i finansową (MSR 7, § 10; ustawa o rachunkowości, art. 48b). Przepływy z działalności operacyjnej mogą być ustalane metodą bezpośrednią, przez wykazanie głównych grup wpływów i wydatków, lub metodą pośrednią, w której wynik netto koryguje się o pozycje niepieniężne (np. amortyzację i odpisy aktualizujące) oraz o zmiany stanu zapasów, należności i zobowiązań (MSR 7, § 18).

Znaczenie rachunku przepływów pieniężnych dla oceny płynności wynika z tego, że wynik finansowy ustalany jest memoriałowo i nie jest tożsamy ze zmianą stanu środków pieniężnych. Przedsiębiorstwo wykazujące zysk może nie dysponować środkami na regulowanie zobowiązań, a przedsiębiorstwo ponoszące stratę może przejściowo generować dodatnie przepływy operacyjne, np. dzięki upłynnieniu zapasów i ściągnięciu należności. Na przydatność przepływów pieniężnych w prognozowaniu upadłości wskazywał już W.H. Beaver (1966), w którego badaniu relacja przepływów pieniężnych (ujmowanych jako zysk netto powiększony o amortyzację) do zobowiązań

ogółem okazała się najlepszym predyktorem upadłości spośród badanych wskaźników. W analizie przepływów pieniężnych istotna jest nie tylko wartość przepływów, lecz przede wszystkim układ ich znaków w trzech obszarach działalności. Za typowy dla przedsiębiorstwa w dobrej kondycji uznaje się układ, w którym dodatnie przepływy operacyjne finansują wydatki inwestycyjne oraz spłatę zobowiązań finansowych. Ujemne przepływy operacyjne przy dodatnich przepływach inwestycyjnych, wynikających ze sprzedaży majątku, są natomiast charakterystyczne dla przedsiębiorstw w kryzysie, które finansują bieżącą działalność wyprzedażą aktywów.

Analiza sprawozdań finansowych spółki Alma Market S.A. w latach 2011–2017

Analiza aktywów

W strukturze aktywów grupy kapitałowej Alma Market S.A. w latach 2012–2016 przeważały aktywa trwałe nad obrotowymi.

Strukturę aktywów spółki Alma Market S.A. w latach 2012–2017 przedstawiono w tabeli 1, sporządzonej w formie bilansu analitycznego na podstawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych spółki (w tys. zł). Udział aktywów trwałych i obrotowych odniesiono do sumy aktywów, udziały poszczególnych składników aktywów trwałych – do wartości aktywów trwałych, a udziały składników aktywów obrotowych – do wartości aktywów obrotowych.

Tabela 1. Bilans analityczny – struktura aktywów spółki Alma Market S.A. w latach 2012–2017

Wyszczególnienie	2012		2013		2014		2015		2016		2017	
	tys. zł	%	tys. zł	%	tys. zł	%	tys. zł	%	tys. zł	%	tys. zł	%
A. Aktywa trwałe												
Rzeczowe aktywa trwałe[b]	276 841	59,33	274 562	58,72	260 603	55,51	191 881	51,98	200 353	72,96	2 317	37,94
Nieruchomości inwestycyjne[b]	83 396	17,87	81 423	17,41	85 156	18,14	71 200	19,29	11 771	4,29	–	–
Wartości niematerialne[b]	62 146	13,32	62 340	13,33	62 684	13,35	11 967	3,24	16 780	6,11	16	0,26
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego[b]	27 108	5,81	25 247	5,40	24 950	5,31	33 345	9,03	14 306	5,21	828	13,56
Aktywa finansowe dostępne do sprzedaży[c]	16 413	96,08	23 398	97,33	26 875	74,42	50 964	83,89	29 798	94,90	20	0,68
Aktywa finansowe wyceniane w wartości godziwej przez wynik finansowy[c]	–	–	–	–	8 201	22,71	9 189	15,13	1 000	3,18	–	–
Należności handlowe oraz pozostałe należności[c]	669	3,92	642	2,67	1 035	2,87	598	0,98	600	1,91	2 926	99,32
Długoterminowe aktywa finansowe i należności razem[b]	**17 082**	**3,66**	**24 040**	**5,14**	**36 111**	**7,69**	**60 751**	**16,46**	**31 398**	**11,43**	**2 946**	**48,24**
Aktywa trwałe razem[a]	**466 573**	**61,75**	**467 612**	**58,44**	**469 504**	**59,53**	**369 144**	**57,12**	**274 608**	**84,44**	**6 107**	**5,25**
B. Aktywa obrotowe												
Aktywa trwałe przeznaczone do sprzedaży[d]	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	85 200	77,36
Zapasy[d]	135 365	46,83	157 028	47,22	157 793	49,45	126 563	45,67	17 759	35,11	5 865	5,33

Tabela 1. (cd.)

Wyszczególnienie	2012		2013		2014		2015		2016		2017	
	tys. zł	%	tys. zł	%	tys. zł	%	tys. zł	%	tys. zł	%	tys. zł	%
Należności handlowe oraz pozostałe należności[e]	139 822	90,99	144 944	82,57	145 506	90,19	133 942	88,97	21 305	64,90	7 544	39,56
Aktywa finansowe wyceniane w wartości godziwej przez wynik finansowy[e]	–	–	8 903	5,07	142	0,09	–	–	1 039	3,17	1 534	8,04
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty[e]	13 850	9,01	21 698	12,36	15 684	9,72	16 606	11,03	10 481	31,93	9 993	52,40
Należności i środki pieniężne razem*[d]	**153 672**	**53,17**	**175 545**	**52,78**	**161 332**	**50,55**	**150 548**	**54,33**	**32 825**	**64,89**	**19 071**	**17,32**
Aktywa obrotowe razem[a]	**289 037**	**38,25**	**332 573**	**41,56**	**319 125**	**40,47**	**277 111**	**42,88**	**50 584**	**15,56**	**110 136**	**94,75**
AKTYWA RAZEM[a]	**755 610**	**100,00**	**800 185**	**100,00**	**788 629**	**100,00**	**646 255**	**100,00**	**325 192**	**100,00**	**116 243**	**100,00**
Dynamika sumy aktywów (rok poprzedni = 100)	*x*		*105,9*		*98,6*		*81,9*		*50,3*		*35,7*	

Uwaga: udziały procentowe liczone w relacji do: [a] – sumy aktywów; [b] – aktywów trwałych razem; [c] – długoterminowych aktywów finansowych i należności razem; [d] – aktywów obrotowych razem; [e] – należności i środków pieniężnych razem;

** pozycja obejmuje także krótkoterminowe aktywa finansowe wyceniane w wartości godziwej przez wynik finansowy;*

– pozycja nie występowała; x – nie dotyczy.

Źródło: opracowanie własne na podstawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych spółki Alma Market S.A. za lata 2012–2017 (Alma Market S.A. 2013, 2014, 2015, 2016a; Alma Market S.A. w restrukturyzacji 2016b; Alma Market S.A. w upadłości 2018).

Aktywa trwałe stanowiły w 2012 roku blisko 62% sumy aktywów, w 2013 roku – 58%, w 2014 roku – blisko 60%, a w 2015 roku – 57%. Można zatem stwierdzić, że udział aktywów trwałych w latach 2012–2015 utrzymywał się na względnie stałym poziomie. Natomiast w latach 2016–2017 udział aktywów trwałych wyniósł odpowiednio 84,4% i 5,3%. Wzrost w 2016 roku był skutkiem gwałtownego spadku aktywów obrotowych, a drastyczny spadek w 2017 roku – przeklasyfikowania majątku trwałego do aktywów trwałych przeznaczonych do sprzedaży, co oznacza całkowitą zmianę struktury majątkowej przedsiębiorstwa.

W 2012 roku *rzeczowe aktywa trwałe* stanowiły 59% aktywów trwałych, w 2013 roku ich udział pozostał na zbliżonym poziomie (prawie 59%), a w 2014 roku nieznacznie zmalał do 55,5%. Wartości te świadczą o stabilnej strukturze majątku trwałego. W latach 2015–2017 udział rzeczowych aktywów trwałych wynosił odpowiednio 52%, 73% i 38%, przy czym jego wzrost w 2016 roku wynikał przede wszystkim ze spadku wartości pozostałych składników aktywów trwałych.

Nieruchomości inwestycyjne stanowiły w latach 2012–2014 względnie stałą część aktywów trwałych (17–18%). W 2015 roku ich udział wzrósł do 19%, przy czym wynikało to ze spadku wartości aktywów trwałych ogółem, a nie ze wzrostu wartości nieruchomości inwestycyjnych, która zmalała z 85,2 do 71,2 mln zł. W 2016 roku wartość nieruchomości inwestycyjnych spadła do 11,8 mln zł, co wiązało się z przeznaczeniem ich do sprzedaży. W 2017 roku pozostała ich część została sprzedana.

Wartości niematerialne i prawne stanowiły w latach 2012–2014 ok. 13% aktywów trwałych. W 2015 roku ich udział zmalał do ok. 3% – wartość tej pozycji spadła z 62,7 do 12,0 mln zł, co może wskazywać na dokonanie odpisów z tytułu utraty wartości – a w 2016 roku wzrósł do 6%.

Ostatnią grupę analizowanych aktywów trwałych stanowią długoterminowe aktywa finansowe wraz z należnościami długoterminowymi. Ich udział w aktywach trwałych w latach 2012–2015 systematycznie wzrastał: z 3,7% w 2012 roku do 5% w 2013 roku, ponad 7% w 2014 roku i 16% w 2015 roku. W 2016 roku udział ten spadł do 11%, a w 2017 roku wzrósł do 48%, co wynikało jednak z niemal całkowitego zbycia pozostałych składników majątku trwałego (aktywa trwałe ogółem wynosiły wówczas zaledwie 6,1 mln zł).

Główną część aktywów finansowych stanowiły *aktywa* finansowe dostępne do sprzedaży. Z informacji dodatkowej wynika, że były to kapitałowe papiery wartościowe notowane na giełdzie. Lokowanie środków w takich aktywach zwiększało wprawdzie dywersyfikację majątku, jednak przy niskiej płynności bieżącej oznaczało zaangażowanie środków, które mogły zostać przeznaczone na regulowanie zobowiązań – w 2015 roku wartość tych aktywów (51,0 mln zł) była ponad trzykrotnie wyższa niż stan środków pieniężnych (16,6 mln zł).

Aktywa obrotowe stanowiły w 2012 roku 38% sumy aktywów, w 2013 roku – blisko 42%, w 2014 roku – 40%, a w 2015 roku – blisko 43%. W 2016 roku ich udział spadł do ok. 16%, by w 2017 roku wzrosnąć do blisko 95%. Wzrost ten był wynikiem przeklasyfikowania majątku trwałego do pozycji „aktywa trwałe przeznaczone do sprzedaży" (85,2 mln zł, tj. 77% aktywów obrotowych), co było związane z przygotowaniem sprzedaży zorganizowanej części przedsiębiorstwa. Z danych wynika, że do 2015 roku struktura aktywów spółki była względnie stabilna i podlegała jedynie niewielkim wahaniom, natomiast po 2015 roku uległa gwałtownym zmianom, świadczącym o głębokim kryzysie przedsiębiorstwa. W skład aktywów obrotowych wchodziły dwie główne grupy: zapasy oraz należności i środki pieniężne.

Zapasy stanowią jedną z najważniejszych pozycji bilansu przedsiębiorstw handlowych. W 2012 roku stanowiły one blisko 47% aktywów obrotowych, w 2013 roku – również ok. 47%, w 2014 roku ich udział nieznacznie wzrósł do 49%, a w 2015 roku spadł do 46%. Można zatem stwierdzić, że udział zapasów w strukturze aktywów obrotowych w latach 2012–2015 utrzymywał się na względnie stabilnym poziomie. Może to wskazywać, że sieć delikatesów Alma utrzymywała szeroki asortyment, który miał stanowić o jej przewadze konkurencyjnej. Wysoki udział zapasów oznacza jednak zamrożenie znacznej części środków w najmniej płynnym składniku aktywów obrotowych, co – przy bardzo wysokim poziomie zobowiązań krótkoterminowych – obciążało płynność finansową spółki. Spadek udziału zapasów do 35% w 2016 roku – przy spadku ich wartości ze 126,6 do 17,8 mln zł – mógł wiązać się z ograniczeniem skali działalności i zakupów towarów. Udział zapasów w 2017 roku na poziomie zaledwie 5% odzwierciedlał wygaszanie działalności handlowej i wyprzedaż zapasów.

Do drugiej grupy aktywów obrotowych – należności i środków pieniężnych – zaliczono należności handlowe oraz pozostałe należności, *środki pieniężne i ich ekwiwalenty*, a także krótkoterminowe aktywa finansowe wyceniane w wartości godziwej przez wynik finansowy. W roku 2012 udział *środków pieniężnych i ich ekwiwalentów* w tej grupie aktywów wynosił 9%, co wskazuje na niewielki zasób dostępnej gotówki. Sytuacja taka mogła być spowodowana wyższymi inwestycjami w inne aktywa obrotowe. W roku 2013 udział *środków pieniężnych i ich ekwiwalentów* wzrósł do 12%, co mogło sugerować wyższą płynność finansową osiągniętą dzięki gromadzeniu gotówki. Był to sygnał pozytywny, gdyż większy zasób gotówki pozwala na łatwiejsze regulowanie bieżących zobowiązań. W 2014 roku udział *środków pieniężnych i ich ekwiwalentów* spadł do blisko 10%. Mogło to oznaczać, że spółka ponownie zainwestowała część zgromadzonej gotówki w inne aktywa, co z kolei mogło być związane z koniecznością utrzymania działalności operacyjnej. W 2015 roku udział ten wzrósł do 11%, a w 2016 roku *środki pieniężne i ich ekwiwalenty* stanowiły już 32%, w 2017 roku

zaś – 52% tej grupy aktywów. Środki pieniężne w wartościach bezwzględnych spadały (16,6 mln zł w 2015 roku, 10,5 mln zł w 2016 roku i 10,0 mln zł w 2017 roku). Wzrost udziału środków pieniężnych wiązał się przede wszystkim ze spadkiem wartości należności (ze 133,9 do 7,5 mln zł). Przy interpretacji zmian należy jednak uwzględnić także krótkoterminowe aktywa finansowe zaliczone do tej grupy. W tej grupie ujęto również należności. W sieci handlu detalicznego klienci płacą za towary gotówką lub kartą płatniczą, dlatego należności od odbiorców są niewielkie, a na saldo należności składają się zazwyczaj należności od dostawców z tytułu premii i bonusów, należności od operatorów kart płatniczych oraz należności z tytułu podnajmu powierzchni handlowej. W latach 2012–2015 należności spółki utrzymywały się na poziomie 134–146 mln zł, co stanowiło ok. 18–21% sumy aktywów – jak na przedsiębiorstwo handlu detalicznego był to udział wysoki. W latach 2016–2017 należności zmalały do 21,3 mln zł, a następnie do 7,5 mln zł. Spadek ten mógł wynikać z ograniczenia skali działalności i zamykania sklepów. Ustalenie wpływu poszczególnych czynników wymaga analizy informacji dodatkowych do sprawozdań finansowych.

Analiza pasywów

Strukturę źródeł finansowania majątku spółki Alma Market S.A. w latach 2012–2017 przedstawiono w tabeli 2, sporządzonej na podstawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych spółki (w tys. zł).

Tabela 2. Bilans analityczny – struktura pasywów spółki Alma Market S.A. w latach 2012–2017

Wyszczególnienie	2012		2013		2014		2015		2016		2017	
	tys. zł	%	tys. zł	%	tys. zł	%	tys. zł	%	tys. zł	%	tys. zł	%
A. Kapitał własny												
Kapitał własny przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej[b]	261 647	88,24	272 943	88,80	257 285	87,68	120 749	74,28	–32 348	x	–242 572	x
Kapitał przypadający na udziały niekontrolujące[b]	34 887	11,76	34 423	11,20	36 137	12,32	41 803	25,72	–	x	–398	x
Kapitał własny razem[a]	**296 534**	**39,24**	**307 366**	**38,41**	**293 422**	**37,21**	**162 552**	**25,15**	**–32 348**	**–9,95**	**–242 970**	**–209,02**
B. Zobowiązania długoterminowe												
Kredyty i pożyczki[d]	116 857	93,40	150 958	94,01	135 853	94,19	83 901	75,63	22	0,17	–	–
Zobowiązania z tytułu kaucji[d]	4 044	3,23	4 497	2,80	3 823	2,65	3 042	2,74	1 720	13,63	3	0,73
Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego[d]	3 529	2,82	4 469	2,78	3 682	2,55	5 335	4,81	7 057	55,91	71	17,27
Rezerwy na pozostałe zobowiązania i obciążenia[d]	688	0,55	652	0,41	872	0,60	18 653	16,81	3 823	30,29	337	82,00
Zobowiązania długoterminowe razem[c]	**125 118**	**27,25**	**160 576**	**32,58**	**144 230**	**29,13**	**110 931**	**22,93**	**12 622**	**3,53**	**411**	**0,11**
C. Zobowiązania krótkoterminowe												
Zobowiązania handlowe oraz pozostałe zobowiązania[e]	220 994	66,17	248 740	74,87	262 510	74,79	243 039	65,20	218 407	63,32	226 036	63,00
Zobowiązania z tytułu bieżącego podatku dochodowego[e]	1 265	0,38	575	0,17	308	0,09	640	0,17	77	0,02	–	–

Tabela 2. (cd.)

Wyszczególnienie	2012		2013		2014		2015		2016		2017	
	tys. zł	%	tys. zł	%	tys. zł	%	tys. zł	%	tys. zł	%	tys. zł	%
Kredyty i pożyczki[e]	111 598	33,42	82 327	24,78	87 168	24,84	119 818	32,14	93 824	27,20	79 131	22,05
Zobowiązania finansowe wyceniane w wartości godziwej przez wynik finansowy[e]	101	0,03	223	0,07	–	–	22	0,01	–	–	–	–
Rezerwy na pozostałe zobowiązania i obciążenia[e]	–	–	378	0,11	991	0,28	9 253	2,48	32 610	9,45	53 635	14,95
Zobowiązania krótkoterminowe razem[c]	**333 958**	**72,75**	**332 243**	**67,42**	**350 977**	**70,87**	**372 772**	**77,07**	**344 918**	**96,47**	**358 802**	**99,89**
Zobowiązania razem*[a]	**459 076**	**60,76**	**492 819**	**61,59**	**495 207**	**62,79**	**483 703**	**74,85**	**357 540**	**109,95**	**359 213**	**309,02**
PASYWA RAZEM[a]	**755 610**	**100,00**	**800 185**	**100,00**	**788 629**	**100,00**	**646 255**	**100,00**	**325 192**	**100,00**	**116 243**	**100,00**
Dynamika zobowiązań ogółem (rok poprzedni = 100)	*x*		*107,4*		*100,5*		*97,7*		*73,9*		*100,5*	

Uwaga: udziały procentowe liczone w relacji do: [a] – sumy pasywów; [b] – kapitału własnego razem; [c] – zobowiązań razem; [d] – zobowiązań długoterminowych razem; [e] – zobowiązań krótkoterminowych razem;

** udział zobowiązań przekraczający 100% sumy pasywów (2016–2017) jest konsekwencją ujemnego kapitału własnego.*

– pozycja nie występowała; x – nie dotyczy (przy ujemnej wartości kapitału własnego razem jego struktura nie ma interpretacji ekonomicznej).

Kapitał własny za 2016 rok podano według danych pierwotnie opublikowanych (–32 348 tys. zł). W danych porównawczych zamieszczonych w raporcie za 2017 rok wartość tę przekształcono do –167 659 tys. zł.

Źródło: opracowanie własne na podstawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych spółki Alma Market S.A. za lata 2012–2017 (Alma Market S.A. 2013, 2014, 2015, 2016a; Alma Market S.A. w restrukturyzacji 2016b; Alma Market S.A. w upadłości 2018).

Udział kapitału własnego w sumie pasywów spółki wynosił w 2012 roku 39%, w 2013 roku – 38%, w 2014 roku – 37%, a w 2015 roku spadł do 25%. Spadek udziału kapitału własnego w 2015 roku o 12 punktów procentowych był wyraźnym sygnałem pogorszenia sytuacji finansowej, wynikającym przede wszystkim ze straty netto poniesionej w tym roku. Wzrost udziału kapitału przypadającego na udziały niekontrolujące w 2015 roku (do 25,7% kapitału własnego) wynikał przede wszystkim ze spadku kapitału przypadającego na akcjonariuszy jednostki dominującej – wartość udziałów niekontrolujących zwiększyła się jedynie z 36,1 do 41,8 mln zł – i nie może być interpretowany jako próba pozyskania kapitału w drodze emisji akcji. W latach 2016–2017 kapitał własny przyjął wartości ujemne (odpowiednio –32,3 mln zł i –243,0 mln zł, według danych przedstawionych w tabeli 2). Straty netto nie były jedynym czynnikiem wpływającym na poziom kapitału własnego. Ujemny kapitał własny oznacza, że wartość zobowiązań przewyższała wartość całego majątku spółki. Wzrost rezerw na pozostałe zobowiązania i obciążenia w latach 2016–2017 stanowi odrębne zjawisko – rezerwy są elementem zobowiązań, a nie kapitału własnego ani majątku spółki.

Zobowiązania spółki stanowiły w 2012 roku blisko 61% sumy pasywów, w 2013 roku – ok. 61,5%, a w 2014 roku – blisko 63%. W latach 2012–2014 występowała zatem niewielka tendencja wzrostowa. W 2015 roku udział zobowiązań wzrósł wyraźniej – do blisko 75%. W kolejnych latach udział zobowiązań w sumie pasywów gwałtownie wzrósł, osiągając odpowiednio: blisko 110% w roku 2016 i 309% w roku 2017. Udział zobowiązań przekraczający 100% sumy pasywów jest konsekwencją ujemnego kapitału własnego, a nie wzrostu wartości zobowiązań – w ujęciu bezwzględnym zobowiązania ogółem zmalały z 483,7 mln zł w 2015 roku do 357,5 mln zł w 2016 roku, a następnie nieznacznie wzrosły do 359,2 mln zł w 2017 roku. Początkowy poziom zadłużenia był wysoki, choć mieścił się w granicach akceptowalnych dla przedsiębiorstwa handlowego, natomiast tendencja wzrostowa w latach 2012–2014 wskazywała na stopniowe zwiększanie zależności od finansowania zewnętrznego. Wzrost udziału zobowiązań w 2015 roku nie wynikał ze wzrostu zadłużenia, które w ujęciu bezwzględnym nieznacznie zmalało (z 495,2 do 483,7 mln zł), lecz ze zmniejszenia kapitału własnego wskutek poniesionej straty. W 2016 roku wskaźnik bieżącej płynności spadł do 0,15 (zob. tabela 5), co wskazywało na poważne zagrożenie zdolności do terminowego regulowania zobowiązań bieżących. Sytuacja ta wskazywała na pilną potrzebę restrukturyzacji, pozyskania dodatkowego finansowania lub renegocjacji warunków spłaty zobowiązań. Z punktu widzenia płynności finansowej korzystniejsze jest finansowanie majątku zobowiązaniami długoterminowymi niż krótkoterminowymi. W przypadku spółki Alma Market S.A. zobowiązania krótkoterminowe stanowiły w 2012 roku blisko 73% zobowiązań ogółem, a w 2013 roku ich udział spadł do ok. 67%. Był to spadek

przejściowy, gdyż w 2014 roku udział ten wzrósł do blisko 71%, a w 2015 roku osiągnął ok. 77%. W latach 2016 i 2017 zobowiązania krótkoterminowe stanowiły odpowiednio ok. 96,5% i niemal 100% zobowiązań ogółem. Przez cały analizowany okres spółka miała zatem bardzo wysoki udział zobowiązań krótkoterminowych, co oznaczało stałą presję na płynność finansową. Dalszy wzrost tego udziału w latach 2015–2017 wiązał się ze spadkiem wartości zobowiązań długoterminowych i wskazywał na zwiększenie ryzyka utraty płynności. Przy interpretacji tej zmiany należy uwzględnić możliwe przeklasyfikowanie zobowiązań.

Wśród zobowiązań krótkoterminowych największą grupę stanowiły zobowiązania handlowe oraz pozostałe zobowiązania, które w 2012 roku stanowiły 66% ogółu zobowiązań krótkoterminowych, a w kolejnych latach od 63% do 75%, przy względnie stabilnej wartości bezwzględnej (218–263 mln zł). Wysoki udział zobowiązań handlowych jest typowy dla handlu detalicznego, w którym dostawcy finansują zapasy kredytem kupieckim; niepokojące było natomiast utrzymywanie się tych zobowiązań na niezmienionym poziomie przy gwałtownie malejących przychodach i zapasach w latach 2016–2017. Drugą co do wielkości grupę zobowiązań krótkoterminowych stanowiły kredyty i pożyczki. W 2012 roku stanowiły one 33% zobowiązań krótkoterminowych, a w latach 2013 i 2014 – po ok. 25%. W 2015 roku ich udział wzrósł do ok. 32%, w 2016 roku obniżył się do ok. 27%, a w 2017 roku – do ok. 22%.

Analiza rachunku zysków i strat

W tabeli 3 przedstawiono elementy rachunku zysków i strat wraz z wartościami w latach 2011–2017, a także dynamikę ich zmian w latach 2012–2017.

Tabela 3. Rachunek zysków i strat spółki Alma Market S.A. w latach 2011–2017 – wartości i zmiany r/r

Wyszczególnienie	2011	2012		2013		2014		2015		2016		2017	
	tys. zł	tys. zł	zmiana r/r, %	tys. zł	zmiana r/r, %	tys. zł	zmiana r/r, %	tys. zł	zmiana r/r, %	tys. zł	zmiana r/r, %	tys. zł	zmiana r/r, %
Przychody ze sprzedaży	1 421 887	1 529 530	7,57	1 621 983	6,04	1 656 658	2,14	1 563 624	–5,62	1 010 392	–35,38	68 659	–93,20
Koszt sprzedanych towarów i materiałów	–1 129 132	–1 211 658	7,31	–1 282 682	5,86	–1 320 347	2,94	–1 237 036	–6,31	–804 626	–34,96	–46 520	–94,22
Zysk brutto ze sprzedaży	**292 755**	**317 872**	**8,58**	**339 301**	**6,74**	**336 311**	**–0,88**	**326 588**	**–2,89**	**205 766**	**–37,00**	**22 139**	**–89,24**
Koszty sprzedaży i marketingu	–254 021	–272 286	7,19	–296 688	8,96	–319 796	7,79	–308 248	–3,61	–240 710	–21,91	–30 996	–87,12
Koszty ogólnego zarządu	–21 938	–22 781	3,84	–22 660	–0,53	–25 426	12,21	–27 810	9,38	–28 680	3,13	–11 503	–59,89
Zysk (strata) ze sprzedaży	**16 796**	**22 805**	**35,78**	**19 953**	**–12,51**	**–8 911**	**x**	**–9 470**	**x**	**–63 624**	**x**	**–20 360**	**x**
Wynik z inwestycji (saldo)	5 584	6 367	14,02	1 651	–74,07	7 005	324,29	–8 236	x	–13 093	x	–115	x
Pozostałe przychody i koszty operacyjne (saldo)	2 043	3 000	46,84	949	–68,37	1 681	77,13	–127 924	x	–61 439	x	–31 173	x
Zysk (strata) z działalności operacyjnej	**24 423**	**32 172**	**31,73**	**22 553**	**–29,90**	**–225**	**x**	**–145 630**	**x**	**–138 156**	**x**	**–51 648**	**x**
Przychody i koszty finansowe (saldo)	–15 131	–16 577	x	–8 891	x	–9 758	x	–7 605	x	–78 578	x	–16 613	x
Zysk (strata) przed opodatkowaniem	**9 292**	**15 595**	**67,83**	**13 662**	**–12,39**	**–9 983**	**x**	**–153 235**	**x**	**–216 734**	**x**	**–68 261**	**x**
Podatek dochodowy*	1 220	–940	x	–3 108	x	–1 662	x	7 679	x	–16 320	x	–8 525	x

Tabela 3. (cd.)

Wyszczególnienie	2011	2012		2013		2014		2015		2016		2017	
	tys. zł	tys. zł	zmiana r/r, %	tys. zł	zmiana r/r, %	tys. zł	zmiana r/r, %	tys. zł	zmiana r/r, %	tys. zł	zmiana r/r, %	tys. zł	zmiana r/r, %
Zysk (strata) netto z działalności kontynuowanej	**10 512**	**14 655**	**39,41**	**10 554**	**–27,98**	**–11 645**	**x**	**–145 556**	**x**	**–233 054**	**x**	**–76 786**	**x**
Zysk (strata) netto z działalności zaniechanej	–	–4 556	x	–	x	–	–	–	–	–	–	–	–
Zysk (strata) netto	**10 512**	**10 099**	**–3,93**	**10 554**	**4,51**	**–11 645**	**x**	**–145 556**	**x**	**–233 054**	**x**	**–76 786**	**x**

Uwaga: Zmiana r/r – procentowa zmiana w stosunku do roku poprzedniego. W przypadku pozycji kosztowych obliczona na wartościach bezwzględnych (wartość dodatnia oznacza wzrost kosztów).

x – nie dotyczy: zmiana znaku wartości (np. z zysku na stratę) lub porównanie dwóch wartości ujemnych, przy których wskaźnik zmian nie ma interpretacji ekonomicznej; zmianę takich pozycji należy oceniać na podstawie wartości bezwzględnych;

** – wartość ujemna oznacza obciążenie wyniku podatkiem, wartość dodatnia – zwiększenie wyniku (dodatni efekt podatku odroczonego);*

– pozycja nie występowała.

Dane za 2016 rok w wartościach sprzed przekształcenia wykazanego w nocie 4 skonsolidowanego sprawozdania finansowego za 2017 rok. Wskaźniki dynamiki obliczono na podstawie wartości zamieszczonych w tabeli.

Źródło: opracowanie własne na podstawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych spółki Alma Market S.A. za lata 2011–2017 (Alma Market S.A. 2012; 2013; 2014, 2015, 2016a; Alma Market S.A. w restrukturyzacji 2016b; Alma Market S.A. w upadłości 2018).

Przychody ze sprzedaży w 2012 roku wzrosły w porównaniu z 2011 rokiem o 7,57%, co należy ocenić pozytywnie. W 2013 roku przychody *ze sprzedaży* wzrosły o kolejne 6%, co oznaczało kontynuację tej tendencji. W 2014 roku spółka odnotowała wzrost *przychodów ze sprzedaży* o 2,1%. Choć wzrost ten był niewielki, podtrzymywał tendencję wzrostową, która załamała się w 2015 roku (spadek o 5,6%). W latach 2016 i 2017 przychody spadły drastycznie – odpowiednio o 35% i 93%. Wzrost przychodów w latach 2012–2014 nie przekładał się jednak na dobrą płynność finansową – wskaźnik bieżącej płynności kształtował się w tym okresie na poziomie 0,87–1,00 (zob. tabela 5). Od 2015 roku, wraz ze spadkiem przychodów, problemy z płynnością finansową spółki zaczęły się nasilać. Dramatyczne spadki przychodów w latach 2016–2017 wskazywały na występowanie poważnych trudności finansowych, prowadzących do utraty zdolności wywiązywania się ze zobowiązań krótkoterminowych oraz pojawienia się ryzyka bankructwa.

Koszty sprzedanych towarów i materiałów w roku 2012 w stosunku do roku 2011 wzrosły o 7,31%. Nie była to sytuacja niepokojąca, gdyż przychody ze sprzedaży wzrosły w zbliżonym tempie. W roku 2013 w stosunku do roku 2012 koszty sprzedanych towarów i materiałów wzrosły o 5,86%. Tempo wzrostu kosztów było zatem niższe niż tempo wzrostu przychodów ze sprzedaży (6,04%), co należy ocenić pozytywnie. W roku 2014 w stosunku do poprzedzającego roku nastąpił wzrost kosztów o blisko 3%. Przewyższył on wzrost przychodów (2,14%), co spowodowało spadek zysku brutto ze sprzedaży. W kolejnych latach koszt sprzedanych towarów i materiałów malał, nie był to jednak objaw poprawy efektywności, lecz konsekwencja spadku sprzedaży. Dane bilansowe mogą wskazywać, że spółce brakowało środków na zaopatrzenie w towary. Zauważalny spadek zapasów – ze 126,6 do 17,8 mln zł w 2016 roku – przy niezmienionym poziomie zobowiązań handlowych (ok. 218–243 mln zł) może wskazywać, że dostawcy ograniczyli kredyt kupiecki. Sytuacja taka mogła wywoływać kolejne trudności – mniejsza dostępność towarów mogła powodować spadek sprzedaży, a niższa sprzedaż – brak środków na zakup kolejnych towarów. Drastyczny spadek kosztów w latach 2016 i 2017 odzwierciedlał zatem gwałtowne ograniczanie skali działalności, któremu towarzyszyły problemy z płynnością i ostatecznie upadłość przedsiębiorstwa.

W przypadku kosztów sprzedaży i marketingu w latach 2013–2014 nastąpił ich wzrost – szybszy niż wzrost przychodów – co może wskazywać na rozwój sieci sklepów, obciążający jednak wynik i płynność spółki. W 2015 roku koszty te zmniejszyły się o 3,6%, co mogło oznaczać ograniczenie wydatków w związku z problemami finansowymi. Przedsiębiorstwo mogło zacząć odczuwać presję finansową, która wymusiła ograniczenie wydatków w celu zachowania płynności finansowej. W latach 2016–2017 koszty sprzedaży i marketingu spadły drastycznie. Wysokie

zobowiązania krótkoterminowe mogły wskazywać na trudności z utrzymaniem płynności, natomiast spadek kosztów sprzedaży i marketingu mógł wiązać się z ograniczeniem skali działalności.

W latach 2012–2017 pozostałe przychody i koszty operacyjne wykazywały znaczne wahania. Pozostałe przychody i koszty operacyjne obejmują zdarzenia niezwiązane bezpośrednio z podstawową działalnością – m.in. odpisy aktualizujące wartość aktywów, wynik ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych czy tworzone rezerwy – a nie wyniki zarządzania portfelem inwestycyjnym. Szczególnie wysokie saldo ujemne w 2015 roku (–127,9 mln zł) zbiega się w czasie ze spadkiem wartości niematerialnych z 62,7 do 12,0 mln zł, co może wskazywać na dokonanie odpisów z tytułu utraty wartości aktywów.

Przychody i koszty finansowe miały w całym badanym okresie ujemne saldo, odzwierciedlające przede wszystkim koszty obsługi zadłużenia. W latach 2013–2015 saldo to wynosiło od –7,6 do –9,8 mln zł, natomiast w 2016 roku pogłębiło się do –78,6 mln zł, co świadczyło o głębokim kryzysie finansowym spółki.

Zysk netto spółki w 2013 roku wzrósł w porównaniu z rokiem 2012 o 4,5% (do 10,6 mln zł), co stanowiło zjawisko pozytywne. W 2014 roku spółka po raz pierwszy w analizowanym okresie poniosła stratę netto (–11,6 mln zł), przy czym już wówczas wynik na sprzedaży był ujemny (–8,9 mln zł), co oznacza, że marża handlowa przestała pokrywać koszty sprzedaży i ogólnego zarządu. W 2015 roku strata netto wzrosła do 145,6 mln zł, w 2016 roku – do 233,1 mln zł, a w 2017 roku wyniosła 76,8 mln zł. W przypadku zmiany znaku wyniku (z zysku na stratę) lub porównywania dwóch wartości ujemnych standardowy wskaźnik dynamiki może być mylący, dlatego ocenę wyników z lat 2014–2017 oparto na kwotach zysku lub straty. W latach 2012–2013 występowała względna stabilność wyników finansowych, jednak od roku 2014 firma zaczęła ponosić znaczne straty, co mogło negatywnie wpływać na jej płynność finansową. Dramatyczne pogorszenie wyników finansowych w latach 2014–2016 wskazywało na poważne problemy operacyjne i finansowe, które mogły ograniczać zdolność firmy do pokrywania bieżących zobowiązań. Zmniejszeniu straty w 2017 roku towarzyszyło drastyczne ograniczenie skali działalności (przychody spadły o 93%), dlatego nie należy na tej podstawie wnioskować o poprawie sytuacji spółki.

Analiza przepływów pieniężnych

Działalność operacyjna generowała w 2012 roku nieznacznie ujemne przepływy pieniężne netto (–0,5 mln zł), a w latach 2013–2016 – dodatnie (od 32,8 do 52,0 mln zł).

W 2017 roku przepływy operacyjne ponownie przyjęły wartość ujemną (–17,2 mln zł). Dodatnie przepływy operacyjne w 2016 roku – przy spadku przychodów o 35% i stracie netto przekraczającej 233 mln zł – same w sobie nie świadczą o dobrej kondycji spółki. Towarzyszył im spadek zapasów (spadek ze 126,6 do 17,8 mln zł) i należności (spadek ze 133,9 do 21,3 mln zł). Zmiany te nie musiały jednak w całości oznaczać uwolnienia kapitału obrotowego, ponieważ w 2016 roku zmienił się zakres konsolidacji. Ustalenie przyczyn dodatnich przepływów wymaga analizy informacji dodatkowych do rachunku przepływów pieniężnych.

Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej w 2012 roku były dodatnie (6,0 mln zł), głównie dzięki wpływom ze sprzedaży nieruchomości (21,1 mln zł), natomiast w latach 2013–2015 przyjmowały wartości ujemne (od –24,1 do –10,9 mln zł), co wskazywało na przewagę wydatków na nabycie rzeczowych aktywów trwałych nad wpływami ze sprzedaży majątku. Warto zauważyć, że spółka ponosiła wydatki inwestycyjne jeszcze w 2016 roku (łącznie 28,2 mln zł na rzeczowe aktywa trwałe i wartości niematerialne), mimo wyraźnych już wówczas sygnałów zagrożenia. W latach 2016–2017 przepływy inwestycyjne stały się dodatnie (47,0 i 30,3 mln zł), co wynikało z wyprzedaży majątku: w 2016 roku – rzeczowych aktywów trwałych, aktywów finansowych dostępnych do sprzedaży i innych aktywów trwałych, a w 2017 roku – aktywów trwałych przeznaczonych do sprzedaży (27,3 mln zł). Oznacza to, że spółka finansowała niedobory gotówki zbywaniem majątku trwałego.

Tabela 4. Rachunek przepływów pieniężnych spółki Alma Market S.A. w latach 2012–2017 (tys. zł)

Wyszczególnienie	2012	2013	2014	2015	2016	2017
A. Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej						
Środki pieniężne z działalności operacyjnej przed zapłatą podatku	2 998	50 968	34 883	40 139	55 374	–17 084
Podatek dochodowy zapłacony	–3 463	–2 700	–2 131	–2 154	–3 404	–78
Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	**–465**	**48 268**	**32 752**	**37 985**	**51 970**	**–17 162**

Tabela 4. (cd.)

Wyszczególnienie	2012	2013	2014	2015	2016	2017
B. Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej						
Nabycie rzeczowych aktywów trwałych	–16 963	–32 730	–17 789	–19 171	–12 005	–796
Wpływy ze sprzedaży rzeczowych aktywów trwałych	4 441	5 620	799	12 317	18 321	791
Nabycie wartości niematerialnych	–1 052	–904	–943	–742	–16 232	–37
Wpływy z nieruchomości inwestycyjnych	2 951	1 860	3 557	3 280	11 324	2 952
Nabycie nieruchomości inwestycyjnych	–980	–	–12	–10	–340	–
Wpływy ze sprzedaży nieruchomości	21 103	6	–	–	–	–
Nabycie aktywów finansowych w pozostałych jednostkach	–1 652	–	–	–	–1 088	–
Wpływy ze sprzedaży aktywów finansowych	–	1 892	4 639	–	24 176	–
Pożyczki udzielone podmiotom pozostałym	–	–	–200	–	–	–
Wpływy ze sprzedaży/ likwidacji aktywów trwałych	–	–	–	–	20 382	–
Aktywa przeznaczone do sprzedaży (saldo wydatków i wpływów)	–2 065	–	–5 915	–6 979	1 997	27 324
Odsetki otrzymane	195	134	235	412	423	87
Dywidendy otrzymane	15	10	9	9	–	–
Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	**5 993**	**–24 112**	**–15 620**	**–10 884**	**46 958**	**30 321**
C. Przepływy pieniężne z działalności finansowej						
Emisja akcji zwykłych (saldo wpływów i wydatków)	–	–4 741	–	–	4 400	–
Wpływy ze sprzedaży akcji własnych	–	–	–	–	–	7 500
Otrzymane kredyty i pożyczki	23 996	40 126	20 764	2 842	–	–
Spłata kredytów i pożyczek	–50 630	–24 415	–30 513	–44 876	–50 757	–19 516
Spłata zobowiązań z tytułu leasingu finansowego	–530	–587	–651	–519	–419	–
Spłata zobowiązań z tytułu czynszu najmu nieruchomości inwestycyjnej	–632	–676	–724	–775	–758	–
Odsetki zapłacone	–15 973	–11 577	–9 554	–7 632	–5 259	–1 448

Tabela 4. (cd.)

Wyszczególnienie	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Inne wydatki finansowe	–2 144	–4 306	–3 386	–385	–281	–
Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej	**–45 913**	**–6 176**	**–24 064**	**–51 345**	**–53 074**	**–13 464**
Zwiększenie (zmniejszenie) netto stanu środków pieniężnych i kredytu w rachunku bieżącym (A+B+C)	**–40 385**	**17 980**	**–6 932**	**–24 244**	**45 854**	**–305**
Stan środków pieniężnych i kredytu w rachunku bieżącym na początek okresu	–456	–40 841	–22 861	–29 793	–54 037	–8 183
Stan środków pieniężnych i kredytu w rachunku bieżącym na koniec okresu	**–40 841**	**–22 861**	**–29 793**	**–54 037**	**–8 183**	**–8 488**

Uwaga: Stan środków pieniężnych obejmuje kredyt w rachunku bieżącym, stanowiący integralną część zarządzania środkami pieniężnymi (MSR 7, § 8); stąd wartości ujemne.

– pozycja nie występowała.

Źródło: opracowanie własne na podstawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych spółki Alma Market S.A. za lata 2012–2017 (Alma Market S.A. 2013, 2014, 2015, 2016a; Alma Market S.A. w restrukturyzacji 2016b; Alma Market S.A. w upadłości 2018).

Przepływy z działalności finansowej były ujemne w całym badanym okresie. W latach 2012–2014 wynikało to z regularnej obsługi zadłużenia przy jednoczesnym pozyskiwaniu nowych kredytów (od 20,8 do 40,1 mln zł rocznie). Od 2015 roku obraz ten uległ zasadniczej zmianie: wpływy z nowych kredytów spadły do 2,8 mln zł, a w latach 2016–2017 spółka nie wykazała wpływów z nowych kredytów i pożyczek, przy spłatach kredytów wynoszących 44,9 mln zł w 2015 roku i 50,8 mln zł w 2016 roku. Ujemne przepływy finansowe w tych latach nie świadczą więc o dobrej kondycji spółki, lecz mogą wskazywać na trudności w pozyskiwaniu finansowania zewnętrznego – spłaty zadłużenia mogły być częściowo finansowane wyprzedażą majątku. W 2017 roku odnotowano wpływy z tytułu akcji własnych (7,5 mln zł). Względna stabilizacja salda środków pieniężnych w 2017 roku nie oznaczała poprawy płynności – ujemne przepływy operacyjne (–17,2 mln zł) i spłaty kredytów (–19,5 mln zł) zostały pokryte wpływami z działalności inwestycyjnej oraz wpływami z tytułu akcji własnych.

Analiza przepływów pieniężnych spółki Alma Market S.A. wykazała, że dodatnie przepływy operacyjne w latach 2013–2016 mogły maskować narastające od 2014 roku straty. W 2017 roku przepływy operacyjne przyjęły wartość ujemną. Wydatki inwestycyjne z lat 2013–2015 w latach 2016–2017 ustąpiły miejsca wyprzedaży majątku.

Najwcześniejszym sygnałem ostrzegawczym widocznym w rachunku przepływów pieniężnych było jednak gwałtowne ograniczenie wpływów z nowych kredytów już w 2015 roku, przy utrzymujących się wysokich spłatach zadłużenia. Analiza przepływów pieniężnych rozpatrywana w oderwaniu od bilansu i rachunku zysków i strat mogłaby zatem prowadzić do zbyt optymistycznej oceny sytuacji spółki – dopiero łączna analiza wszystkich sprawozdań pozwala właściwie odczytać sygnały zagrożenia.

Analiza wskaźnikowa płynności finansowej

Uzupełnieniem analizy struktury i dynamiki sprawozdań finansowych są wskaźniki płynności finansowej (Stępień 2023), które bezpośrednio odnoszą aktywa obrotowe do zobowiązań krótkoterminowych. Wartości wskaźnika bieżącej płynności, wskaźnika szybkiej płynności i wskaźnika płynności gotówkowej oraz kapitału obrotowego netto spółki Alma Market S.A. w latach 2012–2017 przedstawiono w tabeli 5.

Tabela 5. Wskaźniki płynności finansowej spółki Alma Market S.A. w latach 2012–2017

Wyszczególnienie	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Wskaźnik bieżącej płynności (AO / ZK)	0,87	1,00	0,91	0,74	0,15	0,31*
Wskaźnik szybkiej płynności ((AO – zapasy) / ZK)	0,46	0,53	0,46	0,40	0,10	0,29*
Wskaźnik płynności gotówkowej (środki pieniężne / ZK)	0,041	0,065	0,045	0,045	0,030	0,028
Kapitał obrotowy netto (AO – ZK), tys. zł	–44 921	330	–31 852	–95 661	–294 334	–248 666

*Uwaga: * W 2017 roku aktywa obrotowe obejmują aktywa trwałe przeznaczone do sprzedaży (85 200 tys. zł); po ich wyłączeniu wskaźnik bieżącej płynności wynosi 0,07, a wskaźnik szybkiej płynności 0,05.*

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z tabel 1 i 2.

Wskaźnik bieżącej płynności przez niemal cały badany okres kształtował się poniżej jedności (jedynie w 2013 roku osiągnął wartość 1,00), a zatem wyraźnie poniżej przedziału 1,2–2,0, uznawanego w literaturze za bezpieczny (Sierpińska, Jachna 2004). Oznacza to, że spółka niemal stale finansowała część aktywów trwałych zobowiązaniami krótkoterminowymi, a jej kapitał obrotowy netto był ujemny. Należy przy tym zauważyć, że w handlu detalicznym, w którym sprzedaż odbywa

się głównie za gotówkę, a dostawcy udzielają kredytu kupieckiego, niskie wartości wskaźników płynności występują częściej i same w sobie nie muszą oznaczać zagrożenia. Sygnałem ostrzegawczym była jednak wyraźna zmiana ich poziomu: w 2015 roku wskaźnik bieżącej płynności obniżył się do 0,74, a kapitał obrotowy netto obniżył się do niemal –96 mln zł; w 2016 roku wskaźnik spadł do 0,15. Wskaźnik płynności gotówkowej w całym okresie nie przekraczał 0,07, co oznacza, że środki pieniężne pokrywały najwyżej 7% zobowiązań krótkoterminowych. Pozorna poprawa wskaźnika bieżącej płynności w 2017 roku wynika wyłącznie z ujęcia w aktywach obrotowych aktywów trwałych przeznaczonych do sprzedaży; po ich pominięciu wskaźnik wyniósłby zaledwie 0,07.

Wnioski

Spółka Alma Market S.A. utrzymywała względnie stabilną sytuację finansową do 2013 roku, choć już wówczas jej płynność finansowa była niska (wskaźnik bieżącej płynności 0,87–1,00). W 2014 roku pojawiły się pierwsze wyraźne symptomy nadchodzących problemów – ujemny wynik na sprzedaży (–8,9 mln zł) i strata netto (–11,6 mln zł), przy kosztach sprzedaży rosnących szybciej niż przychody. W 2015 roku nastąpiły gwałtowny spadek udziału kapitału własnego w sumie pasywów (z 37% do 25%) oraz dalsze pogorszenie płynności (wskaźnik bieżącej płynności 0,74), a wpływy z nowych kredytów spadły do 2,8 mln zł przy spłatach przekraczających 44 mln zł, co mogło wskazywać na trudności w pozyskiwaniu finansowania dłużnego. Gdyby sygnały te zostały odpowiednio wcześnie wykorzystane w procesie decyzyjnym, przedsiębiorstwo mogłoby podjąć działania naprawcze w postaci:

- optymalizacji zarządzania kapitałem obrotowym – poprzez ograniczenie zapasów (w 2014 roku osiągnęły one 157,8 mln zł), skrócenie cyklu rotacji należności oraz uzgodnienie z dostawcami warunków płatności zapewniających ciągłość dostaw;
- redukcji kosztów operacyjnych – w szczególności kosztów sprzedaży i marketingu, które w latach 2013–2014 rosły szybciej niż przychody, oraz kosztów ogólnego zarządu, które w 2014 roku wzrosły o 12%;
- przeglądu sieci sprzedaży – poprzez zamknięcie placówek nierentownych, pozyskanie atrakcyjnych lokalizacji sklepów oraz rozważenie rozwoju sprzedaży online;

- wstrzymania nowych inwestycji do czasu odbudowy rentowności – spółka ponosiła wydatki inwestycyjne jeszcze w 2016 roku;
- uzyskania dodatkowego kapitału własnego – poprzez pozyskanie nowych inwestorów, co wobec ograniczania finansowania przez banki mogło stanowić istotne źródło nowego kapitału;
- renegocjacji zobowiązań – poprzez ustalenie lepszych warunków płatności z dostawcami oraz restrukturyzację zadłużenia kredytowego, zanim kredytodawcy podjęli decyzję o wypowiedzeniu umów.

Działania te mogłyby poprawić płynność finansową spółki, choć wobec skali strat ujawnionych w latach 2015–2016 nie można przesądzić, czy pozwoliłyby uniknąć upadłości.

Zakończenie

Przeprowadzone badanie i sformułowane na jego podstawie wnioski pozwalają lepiej zrozumieć mechanizmy utraty płynności finansowej i jej wpływ na stabilność przedsiębiorstwa. Do 2013 roku spółkę Alma Market S.A. cechowały systematyczny wzrost przychodów i silna pozycja rynkowa, przy jednocześnie niskiej, choć stabilnej płynności finansowej. W 2014 roku sytuacja finansowa spółki uległa pogorszeniu, a w 2015 roku – gwałtownemu załamaniu.

Działania podjęte przez zarząd – wyprzedaż części majątku, a następnie złożenie we wrześniu 2016 roku wniosku o otwarcie postępowania sanacyjnego (otwartego w grudniu 2016 roku i umorzonego już w lutym 2017 roku) – nie wystarczyły, by odwrócić narastający kryzys płynności; w listopadzie 2017 roku sąd ogłosił upadłość spółki (Torchała 2017; Bankier.pl 2017).

Przypadek spółki Alma Market S.A. potwierdza opisywany w literaturze związek między pogarszaniem się płynności finansowej a ryzykiem upadłości (Beaver 1966). Na zagrożenie wskazywało jednocześnie kilka zjawisk: spadek wskaźników płynności, rosnący udział zobowiązań krótkoterminowych w finansowaniu majątku, ujemny wynik na sprzedaży oraz – widoczne w rachunku przepływów pieniężnych – gwałtowne ograniczenie wpływów z nowych kredytów. Żadne z tych zjawisk rozpatrywane osobno nie przesądzało o upadłości, jednak ich łączne wystąpienie stanowiło czytelny sygnał zagrożenia. Przykład spółki pokazuje zatem znaczenie bieżącego monitorowania płynności finansowej oraz łącznej analizy wszystkich sprawozdań finansowych.

Odnosząc się do pytań badawczych postawionych we wstępie, należy stwierdzić, że: (1) upadłość spółki Alma Market S.A. poprzedziły zarówno zmiany w strukturze

majątku – załamanie się zapasów i należności w 2016 roku oraz przeklasyfikowanie majątku trwałego do aktywów przeznaczonych do sprzedaży w 2017 roku, przy spadku sumy aktywów o ok. 85% w latach 2012–2017 – jak i zmiany w strukturze źródeł jego finansowania: spadek udziału kapitału własnego w sumie pasywów z 37% do 25% w 2015 roku i przyjęcie przez niego wartości ujemnych w latach 2016–2017, stale wysoki udział zobowiązań krótkoterminowych w zobowiązaniach ogółem oraz ujemny – z wyjątkiem 2013 roku – kapitał obrotowy netto; (2) niska płynność finansowa (wskaźnik bieżącej płynności poniżej 1) cechowała spółkę już w 2012 roku, jednak była stabilna i sama w sobie nie stanowiła sygnału zagrożenia – w handlu detalicznym szybka rotacja zapasów i kredyt kupiecki często pozwalają funkcjonować przy takim poziomie wskaźnika; pierwsze wyraźne sygnały pogorszenia sytuacji – ujemny wynik na sprzedaży i strata netto – pojawiły się w sprawozdaniu finansowym za 2014 rok, dotyczącym okresu wcześniejszego niż złożenie wniosku o otwarcie postępowania sanacyjnego, a w 2015 roku dołączyły do nich sygnały bezpośrednio dotyczące płynności: spadek wskaźnika bieżącej płynności do 0,74 oraz gwałtowny spadek wpływów z nowych kredytów; (3) informacje te mogły stanowić podstawę do podjęcia przez kadrę zarządzającą działań naprawczych przed złożeniem wniosku o otwarcie postępowania sanacyjnego, choć nie można przesądzić, czy działania te pozwoliłyby uniknąć upadłości; sygnały zagrożenia były przy tym dostępne również dla zewnętrznych użytkowników sprawozdań, takich jak inwestorzy i kredytodawcy, po opublikowaniu tych sprawozdań.

W odniesieniu do celu artykułu można zatem stwierdzić, że łączna analiza bilansu, rachunku zysków i strat oraz rachunku przepływów pieniężnych pozwalała zidentyfikować symptomy utraty płynności finansowej z ponad rocznym wyprzedzeniem, przy czym każdy z tych elementów sprawozdania dostarczał innych sygnałów, a dopiero ich zestawienie dawało pełny obraz zagrożenia.

Ograniczeniem przeprowadzonego badania jest oparcie go na jednym przypadku, co nie pozwala na uogólnienie wniosków. Kierunkiem dalszych badań może być weryfikacja, czy modele dyskryminacyjne (np. model E.I. Altmana lub polskie modele predykcji upadłości) sygnalizowałyby zagrożenie upadłością spółki wcześniej niż przeprowadzona w artykule analiza sprawozdań finansowych.

Bibliografia

Alma Market S.A. (2012), *SKONSOLIDOWANE SPRAWOZDANIE FINANSOWE ZA 2011 ROK*, http://www.almamarket.pl/public/upload/data/07/52/75285_alma-market-sa_skonsolidowane-sprawozdanie-finansowe-na-31-12-2011-rok.pdf.

Alma Market S.A. (2013), *SKONSOLIDOWANE SPRAWOZDANIE FINANSOWE ZA 2012 ROK*, http://www.almamarket.pl/public/upload/data/07/52/75262_alma-market-sa_skonsolidowane-sprawozdanie-finansowe-na-31-12-2012-rok.pdf.

Alma Market S.A. (2014), *SKONSOLIDOWANE SPRAWOZDANIE FINANSOWE ZA 2013 ROK*, http://www.almamarket.pl/public/upload/data/07/52/75240_alma-market-sa_skonsolidowane-sprawozdanie-finansowe-na-31-12-2013.pdf.

Alma Market S.A. (2015), *SKONSOLIDOWANE SPRAWOZDANIE FINANSOWE ZA 2014 ROK*, http://www.almamarket.pl/public/upload/data/07/52/75217_alma-market-sa_skonsolidowane-sprawozdanie-finansowe-na-31-12-2014.pdf.

Alma Market S.A. (2016a), *SKONSOLIDOWANE SPRAWOZDANIE FINANSOWE ZA 2015 ROK*, http://www.almamarket.pl/public/upload/data/07/51/75195_alma-market-sa_skonsolidowane-sprawozdanie-finansowe-na-31-12-2015.pdf.

Alma Market S.A. w restrukturyzacji (2016b), *SKONSOLIDOWANE SPRAWOZDANIE FINANSOWE ZA 2016 ROK*, https://www.almamarket.pl/public/upload/data/07/51/75154_alma-market-sa_skonsolidowane-sprawozdanie-finansowe-na-31-12-2016--korekta.pdf.

Alma Market S.A. w upadłości (2018), *SKONSOLIDOWANE SPRAWOZDANIE FINANSOWE ZA 2017 ROK*, http://www.almamarket.pl/public/upload/data/07/53/75336_alma-market-sa_skonsolidowane-sprawozdanie-finansowe-na-31-12-2017.pdf.

Altman E.I. (1968), *Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy*, „The Journal of Finance", *23*(4), 589–609, https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1968.tb00843.x.

Bankier.pl (2017), *Sąd ogłosił upadłość spółki Alma Market*, 21.11.2017, https://www.bankier.pl/wiadomosc/Sad-oglosil-upadlosc-spolki-Alma-Market-7557359.html, dostęp: 05.10.2026.

Beaver W.H. (1966), *Financial Ratios as Predictors of Failure*, „Journal of Accounting Research", *4*, 71–111, https://doi.org/10.2307/2490171.

Cicha A., Zasiewska K. (2017), *Rachunkowość dla samodzielnych księgowych – ujęcie praktyczne*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa.

Mączyńska E., Zawadzki M. (2006), *Dyskryminacyjne modele predykcji upadłości przedsiębiorstw*, „Ekonomista", 2, 205–235.

Międzynarodowy Standard Rachunkowości 1 (MSR 1) *Prezentacja sprawozdań finansowych*, załącznik do rozporządzenia Komisji (WE) nr 1126/2008 z dnia 3 listopada 2008 r., Dz. Urz. UE L 320 z 29.11.2008, s. 1, ze zm.

Międzynarodowy Standard Rachunkowości 7 (MSR 7) *Sprawozdanie z przepływów pieniężnych*, załącznik do rozporządzenia Komisji (WE) nr 1126/2008 z dnia 3 listopada 2008 r., Dz. Urz. UE L 320 z 29.11.2008, s. 1, ze zm.

Prusak B. (2005), *Nowoczesne metody prognozowania zagrożenia finansowego przedsiębiorstw*, Difin, Warszawa.

Rozporządzenie (WE) nr 1606/2002 Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 19 lipca 2002 r. w sprawie stosowania międzynarodowych standardów rachunkowości, Dz. Urz. WE L 243 z 11.09.2002, s. 1.

Sierpińska M., Jachna T. (2004), *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

Stępień K. (2023), *Mierniki nadrzędnych celów działalności przedsiębiorstwa. Rentowność, płynność finansowa, wypłacalność*, CeDeWu, Warszawa.

Torchała A. (2017), *Sąd umorzył postępowanie sanacyjne Almy. Jest wniosek o upadłość*, 13.02.2017, https://www.bankier.pl/wiadomosc/Sad-umorzyl-postepowanie-sanacyjne--Almy-Jest-wniosek-o-upadlosc-7498954.html, dostęp: 05.10.2026.

Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, t.j. Dz. U. z 2023 r. poz. 120 ze zm.

Wędzki D. (2006), *Analiza wskaźnikowa sprawozdania finansowego, t. 1: Sprawozdanie finansowe*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków.

Wołowiec T. (2021), *Analiza ekonomiczna. Cz. I – Podręcznik*, Wyższa Szkoła Ekonomii i Innowacji w Lublinie, Innovatio Press, Lublin.

PRZEDSIĘBIORCZOŚĆ I ZARZĄDZANIE 2026
Wydawnictwo SAN | ISSN 2543-8190
Tom **XXVI** | Zeszyt **1** | ss. 69–102

Patrycja Szkudlarek
Społeczna Akademia Nauk
ORCID: 0000-0002-2259-5186
pszkudlarek@san.edu.pl

Współpraca przedsiębiorstw z bankami i instytucjami finansowymi w procesie pozyskiwania kapitału

Cooperation of Enterprises with Banks and Financial Institutions in the Capital Acquisition Process

Abstract

The aim of this article is to examine the role of cooperation between enterprises and financial institutions in the capital acquisition process and to assess the use of external financing sources by Polish enterprises in the years 2019–2024. The study combines theoretical considerations on corporate financing with an empirical analysis of the main external financing instruments, including bank loans, leasing, and factoring. The research is based on secondary data obtained from Statistics Poland (GUS), the National Bank of Poland (NBP), the Polish Leasing Association (ZPL), and the Polish Factors Association (PZF). The applied methodology includes desk research, comparative analysis, analysis of year-to-year changes, and trend analysis. The findings indicate that bank loans remained the primary source of external financing for enterprises throughout the period analyzed, confirming their dominant role in the financing structure. At the same time, a systematic increase in the importance of alternative financing instruments was observed. Leasing showed stable long-term growth, while factoring recorded the highest growth rate

among the analyzed financing methods. The results also reveal gradual diversification of financing sources used by enterprises and an increasing role of financial institutions in supporting business development, investment activity, and liquidity management. The study confirms that effective cooperation with banks and other financial institutions significantly facilitates access to capital and contributes to improving enterprises' financial flexibility in a changing economic environment.

Keywords: bank financing, leasing, factoring, enterprises, financial institutions, capital structure

Wstęp

W warunkach nasilającej się konkurencji rynkowej oraz intensywnych zmian zachodzących w otoczeniu gospodarczym pozyskiwanie kapitału odgrywa kluczową rolę w funkcjonowaniu i rozwoju przedsiębiorstw. Dostęp do różnorodnych form finansowania pozwala realizować bieżącą działalność, wdrażać projekty inwestycyjne, zwiększać skalę aktywności operacyjnej oraz zachować płynność finansową. Istotną rolę w tym obszarze pełnią banki oraz pozostałe instytucje finansowe, które oferują podmiotom gospodarczym szeroki wachlarz instrumentów finansowych adekwatnych do ich zróżnicowanych potrzeb.

Mimo licznych opracowań dotyczących poszczególnych źródeł finansowania przedsiębiorstw nadal ograniczona jest liczba badań łączących analizę kredytu bankowego, leasingu i faktoringu w kontekście współpracy przedsiębiorstw z instytucjami finansowymi w Polsce w okresie po pandemii COVID-19. Dlatego celem artykułu jest przedstawienie znaczenia współpracy przedsiębiorstw z bankami i instytucjami finansowymi w procesie pozyskiwania kapitału oraz analiza wykorzystania zewnętrznych źródeł finansowania przez przedsiębiorstwa w Polsce w latach 2019–2024. W niniejszej pracy omówiono teoretyczne podstawy finansowania podmiotów gospodarczych, rolę instytucji finansowych w dostarczaniu kapitału oraz wyniki badań empirycznych dotyczących kredytów bankowych, leasingu i faktoringu.

Przeprowadzona analiza pozwala na ocenę zmian zachodzących w strukturze finansowania podmiotów gospodarczych oraz oszacowanie roli wybranych metod finansowania w rozwoju działalności gospodarczej. Na potrzeby badania sformułowano następujące pytania badawcze:

- P1. Jak kształtowała się struktura finansowania przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce w latach 2019–2024?

- P2. Jakie zmiany zachodziły w zakresie wykorzystania kredytów bankowych przez przedsiębiorstwa w analizowanym okresie?
- P3. Jak zmieniało się znaczenie leasingu jako źródła finansowania działalności przedsiębiorstw?
- P4. Jak kształtowała się rola faktoringu w finansowaniu przedsiębiorstw w Polsce?
- P5. Jakie znaczenie dla rozwoju przedsiębiorstw ma współpraca z bankami i instytucjami finansowymi?

W celu realizacji założeń badawczych przyjęto następujące hipotezy badawcze:

- H1. Banki pozostają podstawowym źródłem finansowania zewnętrznego przedsiębiorstw w Polsce.
- H2. Znaczenie alternatywnych źródeł finansowania, w szczególności leasingu i faktoringu, systematycznie wzrasta.

Określone pytania badawcze oraz hipotezy tworzą fundament przeprowadzonej analizy teoretycznej i empirycznej oraz pozwalają na ocenę znaczenia banków i instytucji finansowych w procesie pozyskiwania kapitału przez przedsiębiorstwa.

Teoretyczne aspekty finansowania przedsiębiorstw

Istota i źródła finansowania przedsiębiorstw

Finansowanie przedsiębiorstw jest jednym z kluczowych obszarów ich funkcjonowania, ponieważ zarówno wpływa na zarządzanie finansami, jak i warunkuje możliwość prowadzenia działalności oraz realizacji wszelkich procesów rozwojowych. Każdy podmiot gospodarczy, niezależnie od wielkości czy skali działalności, wymaga kapitału umożliwiającego finansowanie aktywów oraz działalności operacyjnej i inwestycji. Formy finansowania mogą mieć różnoraki charakter: wewnętrzny, zewnętrzny, własny czy obcy. Odpowiedni ich dobór wpływa na poziom ryzyka finansowego, efektywność działalności oraz potencjał rozwojowy przedsiębiorstwa. W związku z tym niezbędne jest przedstawienie podstawowych pojęć dotyczących finansowania, klasyfikacji kapitału oraz istoty struktury finansowania w działalności przedsiębiorstw.

Finansowanie podmiotów gospodarczych to proces pozyskiwania oraz wykorzystywania środków pieniężnych potrzebnych do prowadzenia działalności gospodarczej. Polega on na działaniach związanych z gromadzeniem środków finansowych, ich alokacją oraz zapewnieniem kapitału umożliwiającego finansowanie majątku

przedsiębiorstwa i realizację celów zarówno operacyjnych, jak i rozwojowych. W literaturze przedmiotu wskazuje się, że odpowiedni dobór metod finansowania warunkuje poziom bezpieczeństwa finansowego podmiotów gospodarczych, stopień ryzyka oraz poziom efektywności zarządzania kapitałem (Duliniec 2011, ss. 15–25).

Przedsiębiorstwa mają możliwość pozyskiwania kapitału z różnych źródeł, które najczęściej klasyfikuje się według pochodzenia kapitału. Podstawowy podział obejmuje kapitał własny i obcy. Kapitał własny to wypracowane zyski pozostawione w przedsiębiorstwie oraz środki wniesione przez właścicieli, z kolei kapitał obcy to zasoby finansowe dostarczane przez podmioty zewnętrzne na ustalonych warunkach i przez wyznaczony czas. Struktura tych metod finansowania wpływa na sposób finansowania majątku podmiotów gospodarczych oraz skalę ich autonomii finansowej (Bławat i in. 2024, ss. 10–12).

Kolejnym stosowanym sposobem klasyfikacji jest podział finansowania na wewnętrzne i zewnętrzne. Wewnętrzne źródła kapitału to środki generowane przez sam podmiot gospodarczy, natomiast finansowanie zewnętrzne oznacza pozyskiwanie środków od instytucji z otoczenia gospodarczego. W praktyce rynkowej przedsiębiorstwa korzystają z reguły równolegle z różnych form finansowania w celu osiągnięcia struktury kapitałowej, która zapewni przy jednoczesnej realizacji celów podmiotu gospodarczego akceptowalny poziom ryzyka (Duliniec 2011, ss. 31–36; Ickiewicz 2004, ss. 29–35).

Rola finansowania w działalności podmiotu gospodarczego wynika z jego oddziaływania na płynność finansową oraz potencjał inwestycyjny i rozwojowy przedsiębiorstwa. Odpowiedni dobór metod finansowania daje możliwość utrzymania stabilnej sytuacji finansowej, minimalizacji kosztów pozyskania środków oraz wzrostu wartości przedsiębiorstwa (Ross i in. 2020, ss. 15–22; Duliniec 2011, ss. 11–25).

Determinanty wyboru źródeł finansowania

Dobór źródeł finansowania podmiotu gospodarczego jest jedną z fundamentalnych decyzji podejmowanych w zakresie zarządzania finansami. Wybór ten ma wpływ zarówno na zachowanie równowagi finansowej i skalę kosztów pozyskania środków, jak i na perspektywy rozwojowe oraz wartość rynkową przedsiębiorstwa. Publikacje naukowe potwierdzają, że zastosowanie określonych metod finansowania jest uzależnione od wielu czynników o charakterze wewnętrznym i zewnętrznym determinujących potrzeby kapitałowe przedsiębiorstwa, a także jego możliwości korzystania z określonych form wsparcia finansowego (Duliniec 2011, ss. 94–100).

Istotnym czynnikiem determinującym strukturę finansowania jest wielkość podmiotu gospodarczego. Duże przedsiębiorstwa mają do dyspozycji szeroki wachlarz źródeł finansowania, co jest wynikiem większej wiarygodności kredytowej, silniejszej pozycji rynkowej oraz bardziej zaawansowanych mechanizmów zarządzania finansami. Natomiast przedsiębiorstwa sektora MŚP zmagają się z barierami w dostępie do zewnętrznych metod finansowania; w konsekwencji częściej korzystają z kapitału własnego lub alternatywnych form pozyskiwania środków finansowych (Grzywacz 2012, ss. 177–178).

Do najważniejszych determinant wyboru źródeł finansowania zalicza się również fazę rozwoju przedsiębiorstwa. Na początku działalności podmioty gospodarcze przeważnie korzystają z kapitału własnego właścicieli i środków pochodzących z najbliższego otoczenia. Natomiast w kolejnych okresach funkcjonowania, wraz z rozwojem działalności i wzrostem potrzeb kapitałowych, umacnia się pozycja zewnętrznych źródeł finansowania, takich jak kredyty bankowe, leasing czy faktoring (Duliniec 2011, ss. 109–134; Jaworski 2021, ss. 272–276).

Kolejnym elementem wpływającym na wybór źródeł finansowania jest koszt kapitału. Podmioty gospodarcze zmierzają do pozyskiwania środków finansowych przy jak najniższych kosztach, ponieważ oddziałuje to na rentowność wdrażanych projektów oraz na wartość przedsiębiorstwa. Koszt kapitału obejmuje zarówno koszty związane z finansowaniem własnym, jak i obcym, a jego wysokość zależy między innymi od poziomu ryzyka, sytuacji rynkowej oraz warunków oferowanych przez instytucje finansowe (Brigham, Ehrhardt 2019; Skowronek-Mielczarek, Leszczyński 2008, ss. 122–126).

Dużą rolę przy doborze form finansowania odgrywa ryzyko finansowe z nimi związane. Przyrost udziału kapitału obcego może skutkować wzrostem efektu dźwigni finansowej przy jednoczesnym zwiększeniu ryzyka dotyczącego obsługi zadłużenia. W związku z tym podmioty gospodarcze podejmują działania zmierzające do zachowania struktury kapitału, która przy zachowaniu akceptowalnego poziomu ryzyka finansowego umożliwi realizację celów rozwojowych (Ickiewicz 2004, ss. 16–28; Duliniec 2011; Brigham, Ehrhardt 2019).

Pośród czynników wpływających na wybór metod finansowania należy wymienić również dostępność kapitału. Zakres oferowanych źródeł kapitału zależy od kondycji ekonomicznej przedsiębiorstwa, sytuacji gospodarczej, warunków panujących na rynku finansowym oraz polityki kredytowej instytucji finansowych. Trudności w dostępie do środków finansowych skłaniają podmioty gospodarcze do korzystania z alternatywnych metod wsparcia i/lub zwiększania udziału środków własnych w finansowaniu działalności (Duliniec 2011, ss. 25–38).

Na tej podstawie można zauważyć, że wybór źródeł finansowania jest procesem wieloaspektowym, uzależnionym od szeregu skorelowanych czynników. Wielkość przedsiębiorstwa, etap jego rozwoju, koszt kapitału, poziom ryzyka finansowego oraz dostępność środków finansowych determinują tworzenie struktury kapitału i podejmowanie decyzji finansowych.

Teorie struktury kapitału przedsiębiorstwa

Zagadnienie dotyczące udziału kapitału własnego i obcego stanowi jeden z najistotniejszych obszarów finansów podmiotów gospodarczych. W literaturze przedmiotu opisywane są zależności pomiędzy strukturą kapitału, wartością przedsiębiorstwa i poziomem ryzyka finansowego. Do najważniejszych modeli teoretycznych zalicza się teorię Modiglianiego i Millera, teorię kompromisu (*trade-off theory*) oraz teorię hierarchii źródeł finansowania (*pecking order theory*) (Duliniec 2011, ss. 36, 82–84; Grzywacz 2012, ss. 125–148).

Za fundament współczesnych koncepcji w zakresie struktury kapitału uznawana jest teoria Modiglianiego i Millera. Autorzy stwierdzili, że w warunkach rynku doskonałego wartość podmiotów gospodarczych nie jest determinowana strukturą finansowania. W dalszych przekształceniach teorii wprowadzono do modelu wpływ podatków, podkreślając korzyści związane z wykorzystaniem kapitału obcego (Modigliani, Miller 1958, ss. 261–297; Ross i in. 2020).

Kolejnym etapem rozwoju teorii struktury kapitału była teoria kompromisu (*trade-off theory*), która zakłada, że podmiot gospodarczy zmierza do uzyskania optymalnej struktury kapitału w drodze utrzymywania odpowiednich proporcji między korzyściami a kosztami związanymi z finansowaniem obcym (Brigham, Ehrhardt 2019; Duliniec 2011, ss. 82–84, 106).

Ważną pozycję w teorii finansów przedsiębiorstw zajmuje również teoria hierarchii źródeł finansowania (*pecking order theory*). Zgodnie z tym ujęciem podmioty gospodarcze skłaniają się ku finansowaniu środkami wewnętrznymi, a następnie korzystają z kapitału obcego. Emisja nowych udziałów lub akcji stanowi źródło finansowania wykorzystywane w ostatniej kolejności (Myers 1984, ss. 575–592; Brigham, Ehrhardt 2019).

Zaprezentowane koncepcje tworzą ramy teoretyczne analizy decyzji dotyczących kształtowania struktury kapitału podmiotów gospodarczych (Grzywacz 2012, ss. 125–148; Ross i in. 2020).

Rola banków i instytucji finansowych w pozyskiwaniu kapitału przez przedsiębiorstwa

Znaczenie banków w finansowaniu przedsiębiorstw

Banki pełnią istotną funkcję w procesie pozyskiwania kapitału przez przedsiębiorstwa. Stanowią one fundamentalny element systemu finansowego, umożliwiający podmiotom gospodarczym dostęp do zewnętrznych źródeł finansowania niezbędnych do prowadzenia bieżącej działalności, realizacji przedsięwzięć inwestycyjnych oraz finansowania rozwoju (Bień 2018, ss. 164–165, 167–183).

Do najważniejszych instrumentów finansowania oferowanych przez banki należy kredyt, który jest jednym z podstawowych źródeł kapitału zewnętrznego podmiotów gospodarczych. Umożliwia uzyskanie środków pozwalających na finansowanie działalności, wdrożenie projektów inwestycyjnych oraz pokrycie okresowych niedoborów kapitału. Korzystanie z kredytu pozwala podmiotom gospodarczym utrzymać stabilność działalności oraz realizować przedsięwzięcia prorozwojowe bez konieczności wyłącznego finansowania kapitałem własnym (Jaworski 2021, s. 244).

Znaczenie banków we wsparciu finansowym podmiotów gospodarczych jest ściśle związane z prowadzoną przez nie polityką kredytową, która dotyczy oceny zdolności kredytowej przedsiębiorstw, poziomu akceptowanego ryzyka oraz zasad i warunków udzielania kredytów. Obowiązująca polityka kredytowa kształtuje skalę dostępności kapitału dla podmiotów gospodarczych, a co za tym idzie, może wpływać na wielkość realizowanych inwestycji oraz potencjał rozwojowy przedsiębiorstw (Ross i in. 2020).

Kluczowym elementem finansowania bankowego są również relacje zachodzące między bankiem a podmiotem gospodarczym. Długoterminowa kooperacja przyczynia się do ograniczania asymetrii informacji, budowania obustronnego zaufania oraz poszerzania możliwości pozyskiwania środków na korzystnych warunkach. Dla podmiotów gospodarczych podtrzymywanie trwałej i efektywnej współpracy z bankami może być znaczącym aspektem wspomagającym osiąganie celów operacyjnych i strategicznych (Jaworski 2021, ss. 244–247).

Banki pełnią kluczową rolę w finansowaniu przedsiębiorstw, zapewniając dostęp do kapitału zewnętrznego oraz wspierając ich rozwój. Równocześnie poziom dostępności finansowania bankowego jest zależny od polityki kredytowej instytucji finansowych oraz sytuacji ekonomicznej podmiotu gospodarczego (Bień 2018, ss. 164–165, 71–184; Duliniec 2011, s. 34).

Pozabankowe instytucje finansowe jako źródło kapitału

W strukturze źródeł finansowania przedsiębiorstw istotną rolę odgrywają również pozabankowe instytucje finansowe oferujące zróżnicowane formy pozyskiwania kapitału. Wśród powszechnie wykorzystywanych instrumentów wyróżnić należy leasing i faktoring, które umożliwiają podmiotom gospodarczym pozyskiwanie środków na rzecz działalności operacyjnej oraz inwestycyjnej (Duliniec 2011, ss. 32–33, 35, 39; Jaworski 2021, ss. 247–252).

Leasing jest źródłem kapitału umożliwiającym podmiotom gospodarczym korzystanie ze składników majątku bez konieczności angażowania wysokich, jednorazowych nakładów finansowych związanych z ich nabyciem. Taka forma wsparcia przedsiębiorstw wykorzystywana jest przede wszystkim w finansowaniu środków trwałych (środki transportu, urządzenia, maszyny). Za sprawą leasingu podmioty gospodarcze mają możliwość realizowania projektów inwestycyjnych przy zminimalizowanym angażowaniu kapitału własnego (Grzywacz, Burżacka-Majcher 2007, ss. 15–23; Bień 2018, ss. 279–283).

Znaczącą metodą finansowania działalności podmiotów gospodarczych jest również faktoring, który polega na wykupie przez wyspecjalizowaną instytucję nieprzeterminowanych wierzytelności przedsiębiorstwa, co umożliwia podmiotom gospodarczym wcześniejsze otrzymanie funduszy. Faktoring przyczynia się do zachowania płynności finansowej, ograniczania ryzyka dotyczącego opóźnień w regulowaniu należności oraz zwiększania efektywności zarządzania kapitałem obrotowym (Kreczmańska-Gigol 2013).

Leasing i faktoring pełnią rolę instrumentów komplementarnych wobec kredytu bankowego jako tradycyjnego źródła finansowania podmiotów gospodarczych. Zwiększają dostęp przedsiębiorstw do kapitału oraz umożliwiają optymalne dopasowanie form pozyskiwania kapitału do potrzeb i specyfiki prowadzonej działalności (Jaworski 2021, ss. 247–252).

Korzyści i ograniczenia współpracy z instytucjami finansowymi

Współpraca podmiotów gospodarczych z instytucjami finansowymi przynosi szereg korzyści związanych przede wszystkim z dostępem do kapitału niezbędnego do prowadzenia działalności bieżącej oraz realizacji przedsięwzięć inwestycyjnych. Finansowanie z wykorzystaniem zewnętrznych źródeł pozwala podmiotom gospodarczym na

wzrost skali działalności, realizację działań rozwojowych oraz podniesienie poziomu konkurencyjności rynkowej (Duliniec 2011, ss. 32–35).

Znaczącym atutem współdziałania przedsiębiorstw z instytucjami finansowymi jest też możliwość utrzymywania płynności finansowej. Narzędzia finansowe, takie jak kredyt obrotowy czy faktoring, umożliwiają podmiotom gospodarczym efektywniejsze zarządzanie strumieniami pieniężnymi oraz minimalizowanie następstw związanych z nieterminowym regulowaniem płatności przez kontrahentów. Na skutek tego przedsiębiorstwa mają możliwość sprawniejszego gospodarowania kapitałem obrotowym oraz zachowania wypłacalności (Podstawka 2017, ss. 677–684; Jaworski 2021).

Wykorzystywanie finansowania zewnętrznego wiąże się jednak z kosztami związanymi z pozyskaniem kapitału, obejmującymi odsetki, prowizje i inne opłaty. Ponadto podmioty gospodarcze napotykają bariery dotyczące dostępu do finansowania, które mogą być zależne od ich sytuacji finansowej, zdolności kredytowej lub spełnienia warunków dotyczących zabezpieczeń (Sierpińska, Jachna 2021; Duliniec 2011).

W związku z powyższym współpraca z instytucjami finansowymi może przyczyniać się do rozwoju podmiotów gospodarczych i zwiększania ich płynności. Warto jednak podkreślić, że wybór źródeł finansowania zewnętrznego powinien być podyktowany nie tylko potencjalnymi korzyściami, ale również związanym z tym ryzykiem oraz kosztami (Duliniec 2011).

Metodyka badań

Celem głównym części empirycznej artykułu jest analiza znaczenia współpracy przedsiębiorstw z bankami i instytucjami finansowymi w procesie pozyskiwania kapitału oraz ocena wykorzystania zewnętrznych źródeł finansowania przez przedsiębiorstwa w Polsce w latach 2019–2024. Badanie dotyczy identyfikacji zmian zachodzących w strukturze finansowania podmiotów gospodarczych w analizowanym okresie. Analiza koncentruje się również na oszacowaniu znaczenia poszczególnych instytucji finansowych w umożliwianiu uzyskania dostępu do środków finansowych na rzecz działalności operacyjnej i inwestycyjnej.

Osiągnięcie celu głównego wymaga realizacji poszczególnych celów szczegółowych. Obejmują one ocenę przekształceń zachodzących w układzie finansowania przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce, analizę wpływu kredytów bankowych będących podstawowym instrumentem kapitału obcego, określenie znaczenia leasingu i faktoringu jako alternatywnych źródeł finansowania podmiotów gospodarczych

oraz oszacowanie relacji dotyczącej współdziałania przedsiębiorstw z instytucjami finansowymi.

Zakres przedmiotowy badania odnosi się do dostarczania środków przedsiębiorstwom ze źródeł zewnętrznych, ze szczególnym uwzględnieniem kredytów bankowych, leasingu oraz faktoringu. Analizie poddano także przekształcenia w strukturze pozyskiwania kapitału niefinansowych podmiotów gospodarczych, co pozwala ocenić istotę kapitału własnego i obcego w finansowaniu ich działalności. Obszar badawczy obejmuje lata 2019–2024, co umożliwia ocenę fluktuacji zachodzących w warunkach znaczących zmian gospodarczych związanych z pandemią COVID-19, wzrostem inflacji, wahaniami poziomu stóp procentowych oraz procesem odbudowy aktywności rynkowej przedsiębiorstw. Jednostki objęte badaniem to podmioty niefinansowe funkcjonujące w Polsce, których sektor stanowi główną grupę odbiorców usług bankowych, leasingowych i faktoringowych.

W związku z realizacją celu głównego sformułowano pięć pytań badawczych i przyjęto dwie hipotezy badawcze, a w części empirycznej zastosowano metody badawcze charakterystyczne dla nauk o finansach i ekonomii. Wykorzystano analizę danych wtórnych (*desk research*), opartą na materiale statystycznym publikowanym przez organizacje branżowe oraz instytucje publiczne. Zastosowano analizę porównawczą, poziomą oraz dynamiki zmian w czasie. Przeprowadzono również, w przypadku danych liczbowych, badanie dynamiki rok do roku oraz ocenę zmian bezwzględnych i względnych pomiędzy początkiem i końcem analizowanego okresu. Dodatkowo, by określić kierunek przekształceń zachodzących w zakresie wykorzystania poszczególnych źródeł finansowania, wykorzystano elementy analizy trendu.

Dane statystyczne Głównego Urzędu Statystycznego (GUS) posłużyły do oceny struktury finansowania niefinansowych podmiotów gospodarczych oraz poziomu ich zadłużenia. Informacje pochodzące z Narodowego Banku Polskiego (NBP) wykorzystano do analizy polityki kredytowej banków i zmian wartości kredytów pozyskiwanych przez przedsiębiorstwa niefinansowe oraz oszacowania wielkości popytu na kredyty. Dane pozyskane ze Związku Polskiego Leasingu (ZPL) pozwoliły na ocenę rozwoju rynku leasingowego, natomiast materiał badawczy z Polskiego Związku Faktorów (PZF) umożliwił analizę zmian zachodzących na rynku faktoringowym.

W celu analizy zmian w czasie przyjęto, że badaniu podlegają wartości dotyczące poszczególnych segmentów rynku finansowego w ujęciu rocznym. Przy analizie kredytów bankowych uwzględniono stan należności od niefinansowych podmiotów gospodarczych na koniec roku, przy leasingu – wartość aktywów finansowanych przez firmy leasingowe, natomiast przy faktoringu – wartość obrotów przedsiębiorstw faktoringowych zrzeszonych w Polskim Związku Faktorów.

Umożliwiło to przeprowadzenie analizy fluktuacji zachodzących w pozyskiwaniu wybranych do badania zewnętrznych źródeł finansowania przedsiębiorstw w Polsce. Zastosowana metodyka badawcza pozwoliła na ocenę roli banków i instytucji finansowych w procesie pozyskiwania środków finansowych przez podmioty gospodarcze oraz stanowi podstawę do weryfikacji przyjętych hipotez badawczych, z uwzględnieniem ograniczeń wynikających z różnego charakteru zastosowanych miar.

Analiza wykorzystania zewnętrznych źródeł finansowania przez przedsiębiorstwa w Polsce w latach 2019–2024

Charakterystyka struktury finansowania przedsiębiorstw w Polsce

Analiza metod finansowania działalności przedsiębiorstw powinna być oparta na ocenie struktury kapitałowej oraz udziału kapitału własnego i obcego. Udział poszczególnych składników pasywów odzwierciedla podejmowane przez przedsiębiorstwa decyzje finansowe oraz poziom wykorzystania zewnętrznych form finansowania. Ocena układu pasywów pozwala na wskazanie kierunków zmian zachodzących w modelu pozyskiwania kapitału przez podmioty gospodarcze. W tabeli 1 przedstawiono strukturę finansowania przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce w latach 2019–2024.

Tabela 1. Struktura finansowania przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce w latach 2019–2024 (mld zł)[1]

Rok	Aktywa (pasywa)	Kapitał własny	Zobowiązania długoterm.	Zobowiązania krótkoterm.	Udział kapitału własnego (%)	Udział zobowiązań długoterm. (%)	Udział zobowiązań krótkoterm. (%)
2019	3243,3	1570,5	473,1	901,4	48,4	14,6	27,8
2020	3428,9	1618,7	559,2	920,3	47,2	16,3	26,8
2021	3880,3	1792,4	590,1	1137,3	46,2	15,2	29,3
2022	4387,2	2007,7	629,9	1341,0	45,8	14,4	30,6
2023	4620,7	2177,2	633,4	1351,5	47,1	13,7	29,2
2024	4776,7	2294,6	631,1	1381,6	48,0	13,2	28,9

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS, Bilansowe wyniki finansowe przedsiębiorstw niefinansowych za lata 2019–2024.

W analizowanym okresie aktywa przedsiębiorstw niefinansowych zwiększyły się z 3243,3 mld zł do 4776,7 mld zł, co oznacza wzrost o około 47,3%. Natomiast wartość kapitału własnego wzrosła z 1570,5 mld zł do 2294,6 mld zł. Pomimo wzrostu wartości kapitału własnego jego udział w finansowaniu majątku przedsiębiorstw obniżył się z 48,4% w 2019 roku do 45,8% w 2022 roku, po czym ponownie wzrósł do 48,0% w 2024 roku. Oznacza to, że spadek znaczenia kapitału własnego miał charakter przejściowy, a pod koniec badanego okresu jego udział powrócił do poziomu zbliżonego do obserwowanego w roku bazowym (2019). W latach 2019–2024 ważne miejsce w strukturze źródeł kapitału zajmowały zobowiązania krótkoterminowe, których udział w strukturze finansowania wzrósł z 27,8% w 2019 roku do 30,6% w 2022 roku, a następnie nieznacznie obniżył się do 28,9% w 2024 roku. Z kolei udział zobowiązań długoterminowych zmniejszył się z 14,6% do 13,2%, co może świadczyć o większym wykorzystaniu bieżących źródeł finansowania działalności przedsiębiorstw.

Zatem można stwierdzić, że w badanym okresie widoczny jest przejściowy wzrost udziału zobowiązań krótkoterminowych przy jednoczesnym stopniowym ograniczaniu udziału zobowiązań długoterminowych. Jednocześnie udział kapitału własnego w strukturze pasywów pozostawał relatywnie stabilny, mimo okresowego spadku obserwowanego w latach 2020–2022. Oznacza to, że przedsiębiorstwa częściej

[1] Udziały kapitału własnego, zobowiązań długoterminowych oraz zobowiązań krótkoterminowych nie sumują się do 100%, ponieważ pozostałą część pasywów stanowią m.in. rezerwy na zobowiązania oraz inne pozycje pasywów nieuwzględnione w tabeli.

wykorzystywały krótkookresowe źródła kapitału, zachowując jednocześnie zbliżone proporcje finansowania kapitałem własnym.

Elementem uzupełniającym analizę struktury źródeł kapitału przedsiębiorstw jest ocena poziomu zadłużenia. W związku z tym obliczono wskaźnik zadłużenia ogólnego

$$Zadłużenie\ ogólne = \frac{zobowiązania\ i\ rezerwy}{aktywa},$$

który określa udział zobowiązań i rezerw w finansowaniu aktywów podmiotów gospodarczych. Umożliwia on ocenę stopnia wykorzystania kapitału obcego w działalności przedsiębiorstw. Wyniki zestawiono w tabeli 2.

Tabela 2. Wskaźnik zadłużenia ogólnego

Rok	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Wskaźnik zadłużenia (w %)	51,6	52,8	53,8	54,2	52,9	52,0

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Głównego Urzędu Statystycznego (GUS 2021a; 2021b; 2022; 2024; 2025; 2026).

Wskaźnik zadłużenia ogólnego przez cały analizowany okres utrzymywał się na relatywnie wysokim poziomie przekraczającym 50%. Najwyższa jego wartość wystąpiła w 2022 roku (54,2%), po czym w 2024 roku obniżyła się do 52,0%. Oznacza to, że ponad połowa aktywów podmiotów gospodarczych była pokrywana kapitałem obcym.

Analizowane wyniki wskazują na utrzymywanie się znaczącego udziału kapitału obcego w finansowaniu majątku przedsiębiorstw niefinansowych (>50%), co potwierdza istotną pozycję zobowiązań w strukturze wykorzystywania środków finansowych oraz relatywnie stabilną politykę finansowania działalności gospodarczej.

W celu poszerzenia badań struktury źródeł kapitału przeprowadzono również analizę poziomą, polegającą na porównaniu wartości poszczególnych wskaźników w 2024 roku względem 2019 roku (bazowego). Wielkość zmian przedstawiono poprzez różnicę wyrażoną w punktach procentowych, według wzoru:

$$\Delta(p.p.) = W_t - W_0,$$

gdzie: W_t – wartość wskaźnika w roku końcowym, W_0 – wartość wskaźnika w roku bazowym. Analiza ta pozwala na oszacowanie kierunku i poziomu zmian poszczególnych

elementów struktury finansowania między początkiem a końcem badanego okresu. Wyniki przedstawiono w tabeli 3.

Tabela 3. Zmiany udziału wybranych źródeł finansowania w latach 2019–2024

Składniki finansowania	2019 (%)	2024 (%)	Zmiana (p.p.)
Kapitał własny	48,42	48,04	–0,38
Zobowiązania długoterminowe	14,59	13,21	–1,38
Zobowiązania krótkoterminowe	27,79	28,92	+1,13

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Głównego Urzędu Statystycznego (GUS 2021a; 2021b; 2022; 2024; 2025; 2026).

Z analizowanych danych wynika, że udział kapitału własnego zmalał w niewielkim stopniu (o 0,38 p.p.), zobowiązań długoterminowych zmniejszył się o 1,38 p.p., natomiast znaczenie zobowiązań krótkoterminowych wzrosło o 1,13 p.p. Można więc zauważyć nieznaczny wzrost znaczenia krótkoterminowych źródeł finansowania względem finansowania długoterminowego.

Rozszerzeniem przeprowadzonej analizy jest ocena dynamiki zmian rok do roku, która pozwala określić kierunek oraz poziom przeobrażeń występujących w kolejnych latach badanego okresu. Analiza dynamiki umożliwia obserwację bieżących zmian w strukturze źródeł kapitału podmiotów gospodarczych. Dynamikę obliczono jako różnicę pomiędzy wartościami wskaźników w kolejnych latach, wyrażoną w punktach procentowych:

$$\Delta(p.p.) = W_t - W_{t-1},$$

gdzie: W_t – wartość wskaźnika w badanym roku, W_{t-1} – wartość wskaźnika z poprzedniego roku. Wyniki przedstawiono w tabeli 4.

Tabela 4. Dynamika zmian rok do roku (w punktach procentowych)

Rok	Kapitał własny	Zobowiązania długoterminowe	Zobowiązania krótkoterminowe
2020/2019	–1,21	+1,72	–0,95
2021/2020	–1,02	–1,10	+2,47
2022/2021	–0,43	–0,85	+1,26
2023/2022	+1,36	–0,65	–1,32
2024/2023	+0,92	–0,50	–0,33

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Głównego Urzędu Statystycznego (GUS 2021a; 2021b; 2022; 2024; 2025; 2026).

Największy spadek udziału kapitału własnego odnotowano w latach 2019–2020 (–1,21 p.p.), natomiast największy wzrost wystąpił w 2023 roku (+1,36 p.p.). Udział zobowiązań długoterminowych po przejściowym wzroście w 2020 roku systematycznie malał. Największy wzrost udziału zobowiązań krótkoterminowych wystąpił w 2021 roku (+2,47 p.p.), co wskazuje na zwiększenie znaczenia krótkoterminowych źródeł finansowania działalności przedsiębiorstw.

W celu wskazania długookresowych tendencji w strukturze źródeł kapitału podmiotów gospodarczych przeprowadzono analizę trendu. Opiera się ona na obliczeniu średniorocznej zmiany badanych wskaźników w latach 2019–2024 za pomocą wzoru:

$$\Delta\, śr = \frac{W_{2024} - W_{2019}}{5}$$

Wyniki przedstawiono w tabeli 5.

Tabela 5. Zmiany udziału wybranych źródeł finansowania w latach 2019–2024

Składnik finansowania	Łączna zmiana (p.p.)	Średnioroczna zmiana (p.p.)
Kapitał własny	–0,38	–0,08
Zobowiązania długoterminowe	–1,38	–0,28
Zobowiązania krótkoterminowe	+1,13	+0,23

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Głównego Urzędu Statystycznego (GUS 2021a; 2021b; 2022; 2024; 2025; 2026).

Analiza trendu potwierdza relatywną stabilność struktury finansowania niefinansowych podmiotów gospodarczych w Polsce. W latach 2019–2024 udział kapitału

własnego utrzymywał się na poziomie około 46–48%, co wskazuje na istotną rolę wewnętrznych źródeł finansowania. Równocześnie widoczny jest systematyczny spadek skali wykorzystania zobowiązań długoterminowych (średnio o 0,28 p.p. rocznie) oraz zwiększenie udziału zobowiązań krótkoterminowych (średnio o 0,23 p.p. rocznie). Może to oznaczać zwiększające się stosowanie krótkoterminowych środków finansujących działalność przedsiębiorstw przy równoległym ograniczaniu wykorzystywania finansowania długoterminowego.

Wykorzystanie kredytów bankowych przez przedsiębiorstwa w latach 2019–2024

Analiza poziomu wykorzystania kredytów bankowych przez podmioty gospodarcze pozwala ocenić znaczenie tego źródła finansowania w strukturze kapitału zewnętrznego przedsiębiorstw. Nie pokazuje ona jednak fluktuacji w zapotrzebowaniu podmiotów na instrumenty bankowe. Dlatego ważnym uzupełnieniem jest analiza popytu na kredyty bankowe, prezentowana w raportach Narodowego Banku Polskiego „Sytuacja na rynku kredytowym". Zawierają one oceny banków dotyczących zarówno zmian zainteresowania podmiotów środkami finansowymi pochodzącymi z kredytów, jak i czynników mających wpływ na skłonność do korzystania z takich funduszy przez przedsiębiorstwa (NBP 2024c).

W latach 2019–2024 popyt podmiotów gospodarczych na kredyty bankowe ulegał istotnym zmianom wynikającym z sytuacji gospodarczej kraju, kosztu pozyskiwania kapitału obcego oraz skali niepewności ekonomicznej.

W 2019 roku widoczny był stabilny wzrost popytu, któremu sprzyjała dobra koniunktura gospodarcza. Natomiast w 2020 roku nastąpił istotny spadek zainteresowania finansowaniem bankowym, co było związane z pandemią COVID-19 oraz wzrostem niepewności przedsiębiorstw. W 2021 roku zaobserwowano wyraźną odbudowę popytu, której sprzyjały odmrożenie gospodarki oraz wzrost inwestycji. Z kolei w 2022 roku inflacja i wzrost stóp procentowych przyczyniły się do osłabienia zapotrzebowania na kredyty. W 2023 roku odnotowano umiarkowany wzrost popytu, któremu towarzyszyła stopniowa poprawa sytuacji gospodarczej. Natomiast w 2024 roku NBP odnotował ponowny wzrost zapotrzebowania podmiotów gospodarczych na finansowanie kredytami swojej działalności, co mogło wynikać ze stopniowej poprawy sytuacji gospodarczej oraz zwiększonej aktywności rozwojowej przedsiębiorstw (NBP 2019a–d; 2020a–d; 2021a–d; 2022a–d; 2023a–d; 2024a–d).

Analiza popytu na kredyty bankowe potwierdza, że skłonność przedsiębiorstw do korzystania z tej formy finansowania jest ściśle powiązana z sytuacją ekonomiczną kraju. Zauważalny jest spadek zainteresowania kredytami w okresach wysokich kosztów pozyskania kapitału i zwiększonej niepewności, natomiast poprawa warunków gospodarczych powodowała wzrost popytu na finansowanie bankowe. Oznacza to, że ta forma finansowania jest istotnym źródłem kapitału podmiotów gospodarczych, a korzystanie z niego jest uzależnione od aktualnych uwarunkowań makroekonomicznych.

Poza zmianami popytu na kredyty bankowe ważnym czynnikiem mechanizmu rynku kredytowego jest polityka kredytowa banków. Oddziałuje ona na kryteria pozyskiwania finansowania przez podmioty gospodarcze poprzez ustalenie warunków udzielania kredytów oraz poziomu akceptowanego ryzyka. W latach 2019–2024 polityka kredytowa banków przechodziła transformacje uzależnione od sytuacji gospodarczej oraz oceny ryzyka działalności przedsiębiorstw. Kierunek tych zmian przedstawiono w tabeli 6.

Tabela 6. Polityka kredytowa banków wobec przedsiębiorstw w latach 2019–2024

Rok	Charakter polityki kredytowej
2019	stabilna
2020	wyraźne zaostrzenie
2021	stopniowe łagodzenie
2022	ponowne zaostrzenie
2023	utrzymanie restrykcyjnego podejścia
2024	łagodzenie polityki kredytowej

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów Narodowego Banku Polskiego (NBP 2019a–d; 2020a–d; 2021a–d; 2022a–d; 2023a–d; 2024a–d).

Tabela 6 pokazuje, że w latach 2020 i 2022 banki zaostrzyły politykę kredytową, co było spowodowane pogorszeniem perspektyw makroekonomicznych oraz zwiększonym ryzykiem gospodarczym. Natomiast w 2024 roku widoczne było łagodzenie restrykcji kredytowych, przede wszystkim wobec sektora MŚP, co było wynikiem między innymi poprawy sytuacji ekonomicznej oraz zwiększenia poziomu konkurencyjności w sektorze bankowym.

Przeprowadzona analiza wskazuje, że polityka kredytowa banków stanowiła jeden z elementów mających wpływ na warunki pozyskiwania finansowania przez podmioty gospodarcze oraz była zależna od zmian zachodzących w otoczeniu gospodarczym.

W celu bardziej kompleksowej oceny znaczenia kredytu bankowego we wsparciu działalności podmiotów gospodarczych istotne jest przeanalizowanie zmian wartości kredytów pozostających do spłaty przez przedsiębiorstwa niefinansowe. Wartość ta obrazuje stopień wykorzystania kredytów bankowych oraz dostosowywanie się przedsiębiorstw do zmian w sytuacji na rynku kredytowym i warunkach gospodarczych. Uzupełnieniem analizy wartości kredytów dla niefinansowych podmiotów gospodarczych jest ocena ich dynamiki rok do roku, którą obliczono według wzoru:

$$D = \frac{K_t - K_{t-1}}{K_{t-1}} \times 100\%,$$

gdzie K_t – wartość kredytów w roku badanym, K_{t-1} – wartość kredytów w roku poprzednim. Wartości kredytów oraz wyniki obliczeń ich dynamiki przedstawiono w tabeli 7.

Tabela 7. Wartość i dynamika kredytów dla przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce w latach 2019–2024

Rok	Wartość kredytów (mld zł)	Dynamika r/r (%)
2019	343,4	–
2020	347,1	1,1
2021	436,2	25,7
2022	449,5	3,1
2023	381,1	–15,2
2024	449,6	18,0

Uwaga: wartość kredytów według stanu na koniec roku. Znak „–" oznacza, że nie obliczono dynamiki dla roku początkowego.

Źródło: opracowanie i obliczenia własne na podstawie danych Narodowego Banku Polskiego (NBP b.d.).

Dane przedstawione w tabeli 7 wskazują, że wartość kredytów dla niefinansowych podmiotów gospodarczych w Polsce w latach 2019–2024 cechowała istotna zmienność, spowodowana niestabilną sytuacją gospodarczą w badanym okresie. W 2020 roku odnotowano nieznaczny wzrost wartości kredytów względem roku 2019 (o 1,1%), czego przyczyną mogła być pandemia COVID-19. Widoczny jest również wzrost zainteresowania finansowaniem bankowym w 2021 roku (o 25,7%), co mogło być uzależnione od zwiększenia zapotrzebowania na kapitał obcy oraz odbudowy aktywności gospodarczej po okresie pandemii. W 2022 roku pogorszyły się warunki gospodarcze, znacznie wzrosły inflacja oraz stopy procentowe, czego konsekwencją mógł być spadek dynamiki wzrostu wartości kredytów do 3,1%,

chociaż nadal zauważalny był wzrost ich wartości. Z kolei w 2023 roku nastąpił spadek wartości kredytów o 15,2% do poziomu 381,1 mld zł. W kolejnym roku widoczne było odwrócenie tej tendencji – wartość kredytów wzrosła o 18,0%, osiągając 449,6 mld zł. Przeprowadzona analiza pokazuje, że pomimo okresowych wahań wartość kredytów na koniec badanego okresu była wyższa niż w roku bazowym, co wskazuje na wzrost skali wykorzystania finansowania bankowego przez podmioty gospodarcze. Można stwierdzić, że poziom kredytów był silnie powiązany z warunkami panującymi na rynku kredytowym oraz z sytuacją makroekonomiczną kraju. Wyniki badań potwierdzają, że kredyt bankowy stanowił istotną metodę finansowania działalności przedsiębiorstw, a poziom wykorzystania tej formy był uzależniony od zmian zachodzących w otoczeniu gospodarczym. Wyniki wskazują, że przedsiębiorstwa traktują kredyt bankowy jako źródło finansowania silnie uzależnione od kosztu kapitału oraz warunków makroekonomicznych. Potwierdza to wysoką wrażliwość rynku kredytowego na zmiany poziomu stóp procentowych i sytuacji gospodarczej.

Znaczenie leasingu w finansowaniu przedsiębiorstw

Leasing należy do najczęściej wykorzystywanych form finansowania zewnętrznego podmiotów gospodarczych, ponieważ umożliwia pokrycie kosztów zakupu środków trwałych bez angażowania jednorazowo wysokich nakładów inwestycyjnych. Wartość aktywów finansowanych przez firmy leasingowe oraz dynamikę zmian rynku leasingowego w latach 2019–2024 prezentuje tabela 8.

Tabela 8. Wartość i dynamika finansowania aktywów przez firmy leasingowe w latach 2019–2024[2]

Rok	Wartość finansowania (mld zł)	Dynamika r/r (w %)
2019	77,8	–5,8
2020	70,1	–10,1
2021	88,0	30,7
2022	88,1	0,1
2023	102,5	16,3
2024	110,5	10,4
Podsumowanie za lata 2019–2024		
Zmiana bezwzględna		+32,7 mld zł
Zmiana względna		+42,0%

Źródło: opracowanie i obliczenia własne na podstawie danych Związku Polskiego Leasingu (ZPL 2020; 2021; 2022; 2023; 2024; 2025).

W celu uzupełnienia oceny zmian zachodzących na rynku leasingowym w badanym okresie przeprowadzono analizę poziomą, umożliwiającą określenie skali wzrostu wartości finansowania leasingowego pomiędzy pierwszym i ostatnim rokiem badania. Obliczono zmianę bezwzględną:

$$\Delta L = L_{2024} - L_{2019},$$

oraz zmianę względną:

$$\Delta L\% = \frac{L_{2024} - L_{2019}}{L_{2019}} \times 100\%,$$

gdzie: L_{2024} – wartość finansowania w roku 2024, a L_{2019}– wartość finansowania w 2019 roku. Wyniki obliczeń przedstawiono w podsumowaniu tabeli 8.

Dane przedstawione w tabeli 8 wskazują na ogólną tendencję wzrostową rynku leasingowego w Polsce w latach 2019–2024. Widoczne jest chwilowe osłabienie w 2020 roku, kiedy wartość aktywów finansowanych przez firmy leasingowe spadła

[2] Wskaźniki dynamiki pochodzą bezpośrednio z raportów Związku Polskiego Leasingu (ZPL). Ze względu na stosowaną przez ZPL metodologię obliczeń oraz zaokrąglenia wartości finansowania prezentowanych w tabeli wskaźniki dynamiki mogą nie odpowiadać wynikom obliczeń wykonanych bezpośrednio na podstawie zamieszczonych danych.

do poziomu 70,1 mld zł (spadek o 10,1% w porównaniu z rokiem poprzednim), jednak w kolejnych latach zaobserwowano poprawę sytuacji. Najwyższą dynamikę wzrostu odnotowano w 2021 roku (30,7%), z kolei w latach 2023–2024 wartość finansowania leasingowego wzrosła odpowiednio do 102,5 mld zł i 110,5 mld zł. Analiza pozioma wskazuje na korzystne zmiany na rynku leasingowym, gdzie wartość finansowania wzrosła z 77,8 mld zł w 2019 roku do 110,5 mld zł w 2024 roku, co oznacza wzrost o 32,7 mld zł (o 42,0%).

Przeprowadzone badanie pokazuje, że rola leasingu w finansowaniu podmiotów gospodarczych wzrosła w badanym okresie. Pomimo spadku (2020 rok) rynek leasingowy sprawnie powrócił na ścieżkę wzrostu, co potwierdza rosnące znaczenie tej metody finansowania w działalności przedsiębiorstw.

W celu określenia przeciętnego tempa rozwoju rynku leasingowego w analizowanym okresie przeprowadzono analizę trendu, opartą na zmianie wartości finansowania leasingowego pomiędzy rokiem 2019 a 2024. Obliczono przyrost bezwzględny

$$\Delta L = L_{2024} - L_{2019},$$

średnioroczny przyrost wartości rynku

$$\Delta L = \frac{L_{2024} - L_{2019}}{n},$$

gdzie: n – liczba rocznych przedziałów w badanym okresie oraz łączną zmianę względną

$$\Delta L\% = \frac{L_{2024} - L_{2019}}{L_{2019}} \times 100\%$$

Wyniki obliczeń zamieszczono w tabeli 9.

Tabela 9. Podstawowe parametry trendu

Wskaźnik	Wartość
Wartość finansowania w 2019 r.	77,8 mld zł
Wartość finansowania w 2024 r.	110,5 mld zł
Wzrost bezwzględny	32,7 mld zł
Średnioroczny przyrost	6,5 mld zł
Łączna zmiana	42,0%

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Związku Polskiego Leasingu (ZPL 2020; 2025).

Uzyskane wyniki świadczą o utrzymywaniu się tendencji wzrostowej na rynku leasingowym. W latach 2019–2024 wartość finansowania leasingowego zwiększyła się z 77,8 mld zł do 110,5 mld zł, czyli o 32,7 mld zł (42,0%). W analizowanym okresie rynek leasingowy powiększał się średnio o 6,5 mld zł rocznie (obliczenia własne na podstawie danych ZPL 2020–2025). Wyniki badania trendu świadczą o systematycznym rozwoju leasingu oraz wzroście jego znaczenia w finansowaniu działalności podmiotów gospodarczych.

W celu określenia zmian zachodzących w strukturze aktywów finansowanych leasingiem przeprowadzono analizę udziału poszczególnych kategorii aktywów w całkowitej wartości finansowania leasingowego w latach 2019–2024. Obliczono również zmianę udziału każdej kategorii pomiędzy pierwszym i ostatnim rokiem badania, wyrażoną w punktach procentowych

$$\Delta p.\,p. = U_{2024} - U_{2019},$$

gdzie: U – udział poszczególnych kategorii aktywów.

Wyniki zamieszczono w tabeli 10.

Tabela 10. Struktura aktywów finansowanych leasingiem w latach 2019–2024 oraz zmiana udziałów

Kategoria aktywów	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Zmiana 2019–2024 (p.p.)
Pojazdy lekkie	45,3	47,5	44,6	42,3	48,9	54,7	+9,4
Pojazdy ciężarowe	23,9	17,8	22,0	24,4	22,0	17,1	–6,8
Maszyny i urządzenia	29,0	29,1	28,1	28,4	24,4	23,7	–5,3
Pozostałe aktywa	0,7	4,4	4,4	4,1	3,9	4,0	+3,3
Nieruchomości	1,1	1,2	0,9	0,7	0,7	0,5	–0,6

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Związku Polskiego Leasingu (ZPL 2020; 2021; 2022; 2023; 2024; 2025).

Analiza udziału poszczególnych kategorii aktywów finansowanych leasingiem w latach 2019–2024 pokazuje istotne zmiany w zakresie przedmiotu finansowania. Dominujący udział w badanym okresie miały pojazdy lekkie (2019 rok – 45,3%, 2024 rok – 54,7%), co świadczy o rosnącym zainteresowaniu podmiotów gospodarczych leasingiem samochodów osobowych i dostawczych. Odmienny trend dotyczy pojazdów ciężarowych oraz maszyn i urządzeń, których udział spadł odpowiednio o 6,8 p.p. i o 5,3 p.p. Natomiast w obszarze nieruchomości widoczny jest nieznaczny udział oraz

jego obniżenie z 1,1% do 0,5%. Biorąc pod uwagę pozostałe aktywa, odnotowano wzrost udziału o 3,3 p.p.

Badania te wskazują, że w latach 2019–2024 dominującą kategorią aktywów na rynku leasingowym stały się pojazdy lekkie. Natomiast zmniejszyło się zainteresowanie maszynami i urządzeniami oraz pojazdami ciężarowymi. Otrzymane wyniki wskazują na wystąpienie zmian w preferencjach podmiotów gospodarczych w wykorzystywaniu leasingu oraz wskazują na rosnącą rolę tej metody finansowania w segmencie pojazdów lekkich.

Istotnym miernikiem znaczenia leasingu w finansowaniu działalności przedsiębiorstw jest wartość aktywnego portfela branży leasingowej, który przedstawia skalę kapitału zaangażowanego w aktywne umowy leasingowe. Wskaźnik ten umożliwia oszacowanie poziomu wykorzystania leasingu przez podmioty gospodarcze, a badanie jego dynamiki pozwala na ocenę tempa rozwoju rynku w analizowanym okresie. Dane zostały zaprezentowane w tabeli 11.

Tabela 11. Aktywny portfel branży leasingowej w latach 2019–2024

Wskaźnik	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Wartość portfela (mld zł)	160,4	160,6	165,8	176,5	203,3	217,8
Dynamika r/r (%)	9,4	0,1	3,2	6,4	15,2	7,1

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Związku Polskiego Leasingu (ZPL 2020; 2021; 2022; 2023; 2024; 2025).

Badanie wartości aktywnego portfela branży leasingowej w latach 2019–2024 pokazuje jego systematyczny wzrost. W 2019 roku wartość portfela wynosiła 160,4 mld zł, natomiast w 2024 roku osiągnęła poziom 217,8 mld zł. Najniższa dynamika zmian widoczna jest w 2020 roku (0,1%), jednak jest to utrzymanie wartości portfela na poziomie z roku poprzedniego. Natomiast w kolejnych latach widoczny jest stopniowy wzrost wartości aktywnego portfela leasingowego. Maksymalne tempo wzrostu nastąpiło w 2023 roku, kiedy wartość portfela wzrosła do 203,3 mld zł (dynamika – 15,2%). Z kolei w 2024 roku utrzymana została tendencja wzrostowa, a aktywny portfel branży leasingowej zwiększył się do 217,8 mld zł (dynamika – 7,1%).

Przeprowadzona analiza pokazuje systematyczny wzrost wartości aktywnego portfela sektora leasingowego w latach 2019–2024. Wskazuje to na wzrost wartości aktywnych umów leasingowych, co potwierdza tendencję wzrostową przy wykorzystywaniu leasingu przez podmioty gospodarcze. Systematyczny wzrost aktywnego portfela leasingowego wskazuje, że leasing nie jest wykorzystywany wyłącznie jako

źródło finansowania nowych inwestycji, lecz stanowi trwały element struktury finansowania majątku przedsiębiorstw. Wyniki badań pozwalają stwierdzić zwiększenie roli leasingu jako formy finansowania przedsiębiorstw oraz dalszy rozwój rynku leasingowego w Polsce.

Znaczenie faktoringu w finansowaniu przedsiębiorstw

Faktoring jest jednym ze źródeł finansowania podmiotów gospodarczych i dynamicznie rozwija się na rynku finansowym w Polsce. Analiza danych Polskiego Związku Faktorów pokazuje, że mimo negatywnych skutków gospodarczych związanych z pandemią COVID-19 i spowolnieniem rynkowym w 2023 roku sektor faktoringowy wykazywał trend wzrostowy. W celu oszacowania istoty faktoringu w finansowaniu działalności podmiotów gospodarczych przeanalizowano wartość obrotów firm zrzeszonych w PZF w latach 2019–2024. Analizę dynamiki uzupełniono analizą poziomą, umożliwiającą określenie zmiany wartości obrotów pomiędzy pierwszym i ostatnim rokiem badanego okresu. Wyniki przedstawiono w tabeli 12.

Tabela 12. Obroty firm zrzeszonych w Polskim Związku Faktorów w latach 2019–2024

Rok	Obroty (mld zł)	Dynamika r/r (w %)
2019	281,7	–
2020	290,1	3,0
2021	362,4	24,9
2022	460,6	27,1
2023	450,0	–2,3
2024	471,0	4,7
Podsumowanie za lata 2019–2024		
Zmiana bezwzględna		+189,3 mld zł
Zmiana względna		+67,2%

Źródło: opracowanie i obliczenia własne na podstawie danych Polskiego Związku Faktorów (PZF 2020; 2021; 2022; 2023; 2024; 2025).

Biorąc pod uwagę analizę dynamiki oraz analizę poziomą, można zauważyć wzrost wartości obrotów firm faktoringowych zrzeszonych w PZF w latach 2019–2024 (z 281,7 mld zł do 471,0 mld zł), co oznacza przyrost o 189,3 mld zł (67,2%). Największy

spadek widoczny jest w roku 2023 (–2,3%), a największy wzrost w latach 2021 i 2022, kiedy obroty zwiększyły się odpowiednio o 24,9% i 27,1%. Rynek faktoringowy osiągnął w 2024 roku najwyższą wartość obrotów, a w całym badanym okresie utrzymał tendencję wzrostową.

Uzupełnieniem oceny znaczenia faktoringu w finansowaniu podmiotów gospodarczych jest analiza struktury rynku. Przedstawia ona podział obrotów według rodzaju świadczonych usług oraz z uwzględnieniem zasięgu działalności faktorów. Daje to możliwość wskazania preferencji podmiotów gospodarczych co do obszaru wykorzystywanych form faktoringu oraz poziomu stosowania tej metody wsparcia na rynku krajowym i międzynarodowym, co przedstawia tabela 13.

Tabela 13. Struktura rynku faktoringowego w latach 2021–2024 (%)

Rok	Faktoring pełny	Faktoring niepełny	Faktoring krajowy	Faktoring międzynarodowy
2021	–	–	82,6	17,4
2022	49,0	51,0	82,6	17,4
2023	49,0	51,0	84,1	15,9
2024	49,1	50,9	85,1	14,9

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Polskiego Związku Faktorów (PZF 2022; 2023; 2024; 2025).

Materiał empiryczny przedstawiony w tabeli 13 wskazuje, że w latach 2022–2024 struktura rynku według rodzaju usług była stabilna, jednak przy niewielkiej przewadze faktoringu niepełnego. Natomiast kluczową pozycję zajmował faktoring krajowy, którego udział wzrósł z 82,6% (2021 rok) do 85,1% (2024 rok), przy jednoczesnym spadku udziału faktoringu międzynarodowego, co może świadczyć o wzroście znaczenia faktoringu w finansowaniu krajowej działalności podmiotów gospodarczych.

Dodatkowym elementem badania rozwoju rynku faktoringowego jest analiza trendu, umożliwiająca oszacowanie kierunku i skali zmian wartości obrotów w latach 2019–2024. Ocena tendencji rozwojowych rynku faktoringowego wskazuje na sukcesywny wzrost znaczenia faktoringu w finansowaniu działalności podmiotów gospodarczych. W latach 2019–2024 wartość obrotów firm zrzeszonych w PZF zwiększyła się z 281,7 mld zł do 471,0 mld zł, czyli o 189,3 mld zł (67,2%). Średnioroczny przyrost wyniósł około 37,9 mld zł (PZF 2020–2025). Mimo przejściowego spadku w 2023 roku rynek faktoringowy wykazywał w całym badanym okresie tendencję wzrostową, osiągając najwyższą wartość w 2024 roku. Rosnące obroty firm faktoringowych mogą świadczyć o zwiększaniu znaczenia instrumentów wspierających

zarządzanie kapitałem obrotowym. Wskazuje to na wzrost zainteresowania przedsiębiorstw rozwiązaniami poprawiającymi płynność finansową bez konieczności zwiększania poziomu zadłużenia bankowego.

W celu porównania znaczenia wybranych form finansowania podmiotów gospodarczych w Polsce przeanalizowano wartość kredytów bankowych, leasingu oraz faktoringu w latach 2019–2024. Zbiorcza prezentacja wyników umożliwia ocenę skali zmian zachodzących w analizowanych obszarach rynku oraz weryfikację najdynamiczniej rozwijających się metod finansowania, co przedstawiono w tabeli 14.

Tabela 14. Zestawienie wartości i zmian wybranych miar finansowania przedsiębiorstw w Polsce w latach 2019–2024 (mld zł)

Forma finansowania	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Zmiana bezwzględna 2019–2024 (mld zł)	Zmiana względna 2019–2024 (%)
Kredyty bankowe	343,4	347,1	436,2	449,5	381,1	449,6	+106,2	+30,9
Leasing	77,8	70,1	88,0	88,1	102,5	110,5	+32,7	+42,0
Faktoring	281,7	290,1	362,4	460,6	450,0	471,0	+189,3	+67,2

Uwaga: kredyty bankowe – stan należności na koniec roku; leasing – roczna wartość finansowania aktywów; faktoring – roczne obroty. Ze względu na różny charakter tych zmian ich wartości nie są bezpośrednio porównywalne.

Źródło: opracowanie i obliczenia własne na podstawie danych Narodowego Banku Polskiego (NBP b.d.), Związku Polskiego Leasingu (ZPL 2020, 2021, 2022, 2023, 2024, 2025) oraz Polskiego Związku Faktorów (PZF 2020; 2021; 2022; 2023; 2024; 2025).

Dane przedstawione w tabeli 14 wskazują, że w latach 2019–2024 wszystkie analizowane formy finansowania przedsiębiorstw odnotowały wzrost wartości, jednak tempo ich rozwoju było zróżnicowane. Wartość należności kredytowych od przedsiębiorstw wzrosła z 343,4 mld zł do 449,6 mld zł, co oznacza wzrost o 30,9%. Jednocześnie rynek leasingowy charakteryzował się wyższą dynamiką rozwoju. Wartość finansowania aktywów przez firmy leasingowe zwiększyła się o 42,0%, osiągając w 2024 roku poziom 110,5 mld zł. Wskazuje to na utrzymujące się zainteresowanie przedsiębiorstw finansowaniem inwestycji rzeczowych z wykorzystaniem leasingu, który stanowi istotne uzupełnienie finansowania bankowego. Najwyższą dynamikę wzrostu odnotował rynek faktoringowy. Wartość obrotów firm zrzeszonych w Polskim Związku Faktorów zwiększyła się o 67,2%, osiągając poziom 471,0 mld zł. Oznacza to, że faktoring był najszybciej rozwijającym się spośród analizowanych segmentów

rynku finansowego. Może to świadczyć o rosnącym znaczeniu instrumentów wspierających zarządzanie należnościami oraz utrzymywanie płynności finansowej przedsiębiorstw. Należy jednak podkreślić, że prezentowane dane odnoszą się do różnych kategorii ekonomicznych, tj. stanu należności kredytowych, wartości finansowania leasingowego oraz obrotów faktoringowych. W związku z tym nie mogą one stanowić podstawy do bezpośredniego porównania skali poszczególnych form finansowania ani do jednoznacznego określenia ich udziału w strukturze finansowania przedsiębiorstw.

Obserwowane zmiany wskazują, że przy utrzymaniu istotnej roli kredytów bankowych wzrasta znaczenie instrumentów umożliwiających bardziej elastyczne finansowanie działalności przedsiębiorstw. W szczególności faktoring odpowiada na potrzeby związane z zarządzaniem płynnością finansową, natomiast leasing wspiera finansowanie inwestycji rzeczowych.

Ocena znaczenia współpracy z instytucjami finansowymi dla rozwoju przedsiębiorstw

Przeprowadzone badanie umożliwiło udzielenie odpowiedzi na wszystkie postawione pytania badawcze. Wykazano, że w latach 2019–2024 struktura finansowania przedsiębiorstw niefinansowych pozostawała relatywnie stabilna, przy jednoczesnym wzroście znaczenia zobowiązań krótkoterminowych. Potwierdzono również utrzymanie istotnej roli kredytów bankowych oraz wzrost znaczenia leasingu i faktoringu jako źródeł finansowania działalności przedsiębiorstw.

Analiza empiryczna przedstawia istotne znaczenie współpracy przedsiębiorstw z bankami oraz innymi instytucjami finansowymi w procesie pozyskiwania kapitału. Wyniki badań pozwalają stwierdzić, że wybrane formy finansowania stanowią istotne źródło pozyskiwania kapitału przez podmioty gospodarcze. Widoczne są również zmiany struktury finansowania przedsiębiorstw, co wskazuje na sukcesywną dywersyfikację wykorzystywanych instrumentów finansowych.

Badanie kredytów bankowych wykazało, że odgrywały one istotną rolę w finansowaniu działalności przedsiębiorstw i pozostawały jednym z najważniejszych źródeł finansowania zewnętrznego. Analiza wskazuje, że wartość należności kredytowych przedsiębiorstw utrzymywała się w badanym okresie na wysokim poziomie, a skala ich wykorzystania była uzależniona od warunków gospodarczych, kosztu kapitału oraz polityki kredytowej sektora bankowego. Jednocześnie przeprowadzone badania wykazały dynamiczny rozwój leasingu i faktoringu, które stanowiły coraz ważniejsze

uzupełnienie finansowania bankowego. Ze względu na odmienny charakter analizowanych danych, obejmujących stan należności kredytowych na koniec roku, wartość finansowania leasingowego oraz obroty faktoringowe, nie jest możliwe jednoznaczne porównanie skali wykorzystania poszczególnych instrumentów finansowania. W związku z tym uzyskane wyniki nie pozwalają na rozstrzygającą weryfikację hipotezy H1, zakładającej, że banki pozostają podstawowym źródłem finansowania zewnętrznego przedsiębiorstw w Polsce.

Analiza rynku leasingowego i faktoringowego natomiast przedstawia wzrost znaczenia alternatywnych źródeł finansowania podmiotów gospodarczych. Wysoka dynamika rozwoju sektora faktoringowego dowodzi rosnącego zapotrzebowania przedsiębiorstw na instrumenty korzystnie wpływające na efektywność zarządzania należnościami i płynność finansową. Otrzymane rezultaty wspierają hipotezę H2, wskazując na ogólną tendencję wzrostową wykorzystania leasingu i faktoringu w badanym okresie.

Podsumowując, przeprowadzona analiza pozwoliła na częściową weryfikację przyjętych hipotez badawczych: wyniki wspierają hipotezę H2, natomiast nie pozwalają na rozstrzygającą weryfikację hipotezy H1. Uzyskane rezultaty wskazują, że przy utrzymaniu istotnej roli kredytów bankowych rośnie znaczenie alternatywnych form finansowania, takich jak leasing i faktoring. Wyniki badań empirycznych potwierdzają, że współpraca przedsiębiorstw z bankami i instytucjami finansowymi pełni istotną rolę we wsparciu rozwoju działalności gospodarczej, zwiększając możliwości pozyskiwania kapitału oraz umożliwiając efektywniejsze dopasowanie metod finansowania do potrzeb podmiotów gospodarczych.

Zakończenie

Wyniki przeprowadzonej analizy potwierdzają istotne znaczenie współpracy przedsiębiorstw z bankami i instytucjami finansowymi w procesie pozyskiwania kapitału oraz wspierania rozwoju działalności gospodarczej. Instytucje finansowe umożliwiają podmiotom gospodarczym dostęp do zróżnicowanych źródeł finansowania, zapewniając wsparcie działalności operacyjnej, inwestycji oraz zachowanie optymalnego poziomu płynności finansowej.

Uzyskane rezultaty pozwalają stwierdzić, że kredyty bankowe stanowią istotne źródło finansowania zewnętrznego przedsiębiorstw w Polsce; jednocześnie zauważalny jest wzrost znaczenia leasingu i faktoringu. Przede wszystkim dynamiczny rozwój rynku leasingowego oraz wzrost wartości finansowania faktoringowego wskazują na

zwiększenie zainteresowania podmiotów gospodarczych alternatywnymi źródłami finansowania. Tendencja ta dowodzi sukcesywnej dywersyfikacji form pozyskiwania środków i dopasowywania struktury kapitału do zmieniających się warunków gospodarczych.

Rezultaty badań dowodzą, że współpraca przedsiębiorstw z instytucjami finansowymi sprzyja pozyskiwaniu kapitału niezbędnego do realizacji działalności operacyjnej i inwestycyjnej oraz wspiera utrzymywanie płynności finansowej. Równocześnie zasadne jest uwzględnienie zarówno potencjalnych korzyści, jak i kosztów oraz ryzyka związanych z wykorzystaniem kapitału obcego. Zmieniające się uwarunkowania makroekonomiczne wskazują, że optymalne kształtowanie struktury finansowania jest jednym z fundamentalnych czynników tworzenia stałej przewagi konkurencyjnej przedsiębiorstw. Należy podkreślić, że przeprowadzona analiza opierała się na danych zagregowanych, publikowanych przez instytucje publiczne i organizacje branżowe. Zastosowane ujęcie nie pozwala na ocenę decyzji finansowych pojedynczych przedsiębiorstw ani na analizę zróżnicowania poszczególnych sektorów gospodarki. Kierunkiem dalszych badań może być analiza wykorzystania zewnętrznych źródeł finansowania w poszczególnych grupach przedsiębiorstw, ze szczególnym uwzględnieniem sektora MŚP.

Bibliografia

Bień W. (2018), *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, wyd. 9 (dodruk), Difin, Warszawa.

Bławat F., Drajska E., Figura P., Gawrycka M., Korol T., Prusak B. (2024), *Analiza finansowa przedsiębiorstwa. Finansowanie, inwestycje, wartość, syntetyczna ocena kondycji finansowej*, wyd. 3 (dodruk), CeDeWu, Warszawa.

Brigham E.F., Ehrhardt M.C. (2019), *Financial Management: Theory and Practice,* Cengage Learning, Boston.

Duliniec A. (2011), *Finansowanie przedsiębiorstwa. Strategie i instrumenty*, PWE, Warszawa.

Główny Urząd Statystyczny (2021a), *Bilansowe wyniki finansowe przedsiębiorstw niefinansowych w 2019 roku*, Warszawa, https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/podmioty-gospodarcze-wyniki-finansowe/przedsiebiorstwa-niefinansowe/bilansowe-wyniki-finansowe-przedsiebiorstw-niefinansowych-w-2019-roku,10,14.html, dostęp: 06.08.2026.

Główny Urząd Statystyczny (2021b), *Bilansowe wyniki finansowe przedsiębiorstw niefinansowych w 2020 roku*, Warszawa, https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/podmioty-gospodarcze-wyniki-finansowe/przedsiebiorstwa-niefinansowe/bilansowe-wyniki-finansowe-przedsiebiorstw-niefinansowych-w-2020-roku,10,15.html, dostęp: 06.08.2026.

Główny Urząd Statystyczny (2022), *Bilansowe wyniki finansowe przedsiębiorstw niefinansowych w 2021 roku*, Warszawa, https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/podmioty-gospodarcze-wyniki-finansowe/przedsiebiorstwa-niefinansowe/bilansowe-wyniki-finansowe-przedsiebiorstw-niefinansowych-w-2021-roku,10,16.html, dostęp: 06.08.2026.

Główny Urząd Statystyczny (2024), *Bilansowe wyniki finansowe przedsiębiorstw niefinansowych w 2022 roku*, Warszawa, https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/podmioty-gospodarcze-wyniki-finansowe/przedsiebiorstwa-niefinansowe/bilansowe-wyniki-finansowe-przedsiebiorstw-niefinansowych-w-2022-roku,10,17.html, dostęp: 06.08.2026.

Główny Urząd Statystyczny (2025), *Bilansowe wyniki finansowe przedsiębiorstw niefinansowych w 2023 roku*, Warszawa, https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/podmioty-gospodarcze-wyniki-finansowe/przedsiebiorstwa-niefinansowe/bilansowe-wyniki-finansowe-przedsiebiorstw-niefinansowych-w-2023-r-,10,18.html, dostęp: 06.08.2026.

Główny Urząd Statystyczny (2026), *Bilansowe wyniki finansowe przedsiębiorstw niefinansowych w 2024 roku*, Warszawa, https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/podmioty-gospodarcze-wyniki-finansowe/przedsiebiorstwa-niefinansowe/bilansowe-wyniki-finansowe-przedsiebiorstw-niefinansowych-w-2024-r-,10,19.html, dostęp: 12.08.2026.

Grzywacz J. (2012), *Kapitał w przedsiębiorstwie i jego struktura*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.

Grzywacz J., Burżacka-Majcher M. (2007), *Leasing w przedsiębiorstwie*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.

Ickiewicz J. (2004), *Pozyskiwanie, koszt i struktura kapitału w przedsiębiorstwach*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.

Jaworski J. (2021), *Teoria i praktyka zarządzania finansami przedsiębiorstw*, wyd. 3, CeDeWu, Warszawa.

Kreczmańska-Gigol K. (2013), *Faktoring jako jeden z instrumentów zarządzania należnościami i zobowiązaniami handlowymi a struktura kapitału*, Difin, Warszawa.

Michalski G. (2013), *Płynność finansowa w małych i średnich przedsiębiorstwach*, wyd. 2 zm., PWN, Warszawa.

Modigliani F., Miller M.H. (1958), *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, „The American Economic Review", *48*(3), 261–297, https://www.jstor.org/stable/1809766.

Myers S.C. (1984), *The Capital Structure Puzzle*, „The Journal of Finance", *39*(3), 575–592, https://www.jstor.org/stable/i340119.

Narodowy Bank Polski (2019a), *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. I kwartał 2019 r.*, Warszawa.

Narodowy Bank Polski (2019b), *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. II kwartał 2019 r.*, Warszawa.

Narodowy Bank Polski (2019c), *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. III kwartał 2019 r.*, Warszawa.

Narodowy Bank Polski (2019d), *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. IV kwartał 2019 r.*, Warszawa.

Narodowy Bank Polski (2020a), *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. I kwartał 2020 r.*, Warszawa.

Narodowy Bank Polski (2020b), *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. II kwartał 2020 r.*, Warszawa.

Narodowy Bank Polski (2020c), *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. III kwartał 2020 r.*, Warszawa.

Narodowy Bank Polski (2020d), *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. IV kwartał 2020 r.*, Warszawa.

Narodowy Bank Polski (2021a), *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. I kwartał 2021 r.*, Warszawa.

Narodowy Bank Polski (2021b), *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. II kwartał 2021 r.*, Warszawa.

Narodowy Bank Polski (2021c), *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. III kwartał 2021 r.*, Warszawa.

Narodowy Bank Polski (2021d), *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. IV kwartał 2021 r.*, Warszawa.

Narodowy Bank Polski (2022a), *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. I kwartał 2022 r.*, Warszawa.

Narodowy Bank Polski (2022b), *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. II kwartał 2022 r.*, Warszawa.

Narodowy Bank Polski (2022c), *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. III kwartał 2022 r.*, Warszawa.

Narodowy Bank Polski (2022d), *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. IV kwartał 2022 r.*, Warszawa.

Narodowy Bank Polski (2023a), *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. I kwartał 2023 r.*, Warszawa.

Narodowy Bank Polski (2023b), *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. II kwartał 2023 r.*, Warszawa.

Narodowy Bank Polski (2023c), *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. III kwartał 2023 r.*, Warszawa.

Narodowy Bank Polski (2023d), *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. IV kwartał 2023 r.*, Warszawa.

Narodowy Bank Polski (2024a), *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. I kwartał 2024 r.*, Warszawa.

Narodowy Bank Polski (2024b), *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. II kwartał 2024 r.*, Warszawa.

Narodowy Bank Polski (2024c), *Sytuacja na rynku kredytowym – wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. III kwartał 2024 r.*, Warszawa.

Narodowy Bank Polski (2024d), *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. IV kwartał 2024 r.*, Warszawa.

Narodowy Bank Polski (b.d.), *Należności i zobowiązania monetarnych instytucji finansowych i banków*, Warszawa, https://nbp.pl/statystyka-i-sprawozdawczosc/statystyka-monetarna-i-finansowa/naleznosci-i-zobowiazania-monetarnych-instytucji-finansowych-i-bankow/, dostęp: 07.08.2026.

Podstawka M. (red.) (2017), *Finanse. Instytucje, instrumenty, podmioty, rynki, regulacje*, PWN, Warszawa.

Polski Związek Faktorów (2020), *Wyniki rynku faktoringu po IV kwartale 2019 r. na podstawie danych członków Polskiego Związku Faktorów*, Warszawa, https://faktoring.pl/analizy-i-statystyki/2019-2/, dostęp: 08.06.2026.

Polski Związek Faktorów (2021), *Statystyki 2020*, dane za IV kwartał 2020 r., https://faktoring.pl/analizy-i-statystyki/2020-2/, dostęp: 08.06.2026.

Polski Związek Faktorów (2022), *Analizy i statystyki*, dane za IV kwartał 2021 r., https://faktoring.pl/analizy-i-statystyki/2021-2/, dostęp: 08.06.2026.

Polski Związek Faktorów (2023), *Analizy i statystyki*, dane za IV kwartał 2022 r., https://faktoring.pl/analizy-i-statystyki/2022-2/, dostęp: 08.06.2026.

Polski Związek Faktorów (2024), *Analizy i statystyki*, dane za IV kwartał 2023 r., https://faktoring.pl/analizy-i-statystyki/2023-2/, dostęp: 08.06.2026.

Polski Związek Faktorów (2025), *Analizy i statystyki*, dane za IV kwartał 2024 r., https://faktoring.pl/analizy-i-statystyki/2024-2/, dostęp: 08.06.2026.

Ross S.A., Westerfield R.W., Jordan B.D. (2020), *Finanse przedsiębiorstw*, PWN, Warszawa.

Sierpińska M., Jachna T. (2021), *Metody podejmowania decyzji finansowych. Analiza przykładów i przypadków*, PWN, Warszawa.

Skowronek-Mielczarek A., Leszczyński Z. (2008), *Analiza działalności i rozwoju przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa.

Związek Polskiego Leasingu (2020), *Wyniki branży leasingowej 2019 rok*, prezentacja z konferencji prasowej Związku Polskiego Leasingu, 04 lutego 2020 r., Warszawa, https://leasing.org.pl/2019, dostęp: 10.08.2026.

Związek Polskiego Leasingu (2021), *Wyniki branży leasingowej 2020 rok*, prezentacja z konferencji prasowej Związku Polskiego Leasingu, 15 lutego 2021 r., Warszawa, https://leasing.org.pl/2020, dostęp: 10.08.2026.

Związek Polskiego Leasingu (2022), *Wyniki branży leasingowej 2021 rok*, prezentacja z konferencji prasowej Związku Polskiego Leasingu, 15 lutego 2022 r., Warszawa, https://leasing.org.pl/2021, dostęp: 10.08.2026.

Związek Polskiego Leasingu (2023), *Wyniki branży leasingowej 2022 rok*, prezentacja z konferencji prasowej Związku Polskiego Leasingu, 09 lutego 2023 r., Warszawa, https://leasing.org.pl/2022, dostęp: 10.08.2026.

Związek Polskiego Leasingu (2024), *Wyniki branży leasingowej 2023 rok*, prezentacja z konferencji prasowej Związku Polskiego Leasingu, 07 lutego 2024 r., Warszawa, https://leasing.org.pl/2023, dostęp: 10.08.2026.

Związek Polskiego Leasingu (2025), *Wyniki branży leasingowej i wynajmu 2024 rok*, prezentacja z konferencji wynikowej Związku Polskiego Leasingu, 30 stycznia 2025 r., Warszawa, https://leasing.org.pl/2024, dostęp: 10.08.2026.

PRZEDSIĘBIORCZOŚĆ I ZARZĄDZANIE 2026
Wydawnictwo SAN | ISSN 2543-8190
Tom **XXVI** | Zeszyt **1** | ss. 103–144

Iwona Gawryś
Społeczna Akademia Nauk w Łodzi
ORCID: 0000-0002-9876-5432
igawrys@san.edu.pl

Struktura kapitału a rentowność przedsiębiorstw z sektora budowlanego notowanych na GPW w latach 2020–2024

Capital Structure and Profitability of Construction Sector Companies Listed on the Warsaw Stock Exchange in 2020–2024

Abstract

The aim of this article is to assess the relationship between capital structure and the profitability of construction sector companies listed on the Warsaw Stock Exchange in the period 2020–2024. The theoretical framework draws on the trade-off theory, pecking order theory, and agency theory. The empirical study covers 15 companies and is based on financial data obtained from their annual financial statements. Capital structure is measured using the total debt ratio, while profitability is assessed using return on assets (ROA) and return on equity (ROE). The research methods include financial ratio analysis, descriptive statistics, Pearson correlation analysis, and linear regression analysis. The results reveal a statistically significant moderate negative relationship between the debt ratio and ROA ($r = -0.460$; $p < 0.001$). In contrast, the relationship between the debt ratio and ROE is weak and statistically insignificant ($r = -0.176$; $p = 0.130$). The regression analysis confirms these findings. The results indicate that the relationship between capital structure and corporate profitability differs depending on the profitability measure applied. The study

contributes to the empirical literature on capital structure by providing evidence from the Polish construction sector during a period of considerable macroeconomic uncertainty.

Keywords: capital structure; corporate profitability; financial leverage; debt ratio; construction sector; Warsaw Stock Exchange

Wstęp

Struktura kapitału należy do kluczowych obszarów zarządzania finansami przedsiębiorstwa, ponieważ sposób doboru źródeł finansowania jest związany z kosztem kapitału, poziomem ryzyka finansowego, możliwościami rozwojowymi oraz efektywnością wykorzystania zaangażowanych środków. Decyzje dotyczące relacji między kapitałem własnym a kapitałem obcym mają zatem charakter strategiczny i mogą oddziaływać zarówno na bieżącą sytuację finansową podmiotu, jak i na jego zdolność do kreowania wartości w długim okresie. Problem kształtowania struktury kapitału od wielu dekad pozostaje jednym z podstawowych zagadnień teorii finansów przedsiębiorstwa, a szczególne znaczenie dla rozwoju badań w tym obszarze miały prace Modiglianiego i Millera (Modigliani, Miller 1958, ss. 261–297).

W literaturze przedmiotu wykształciło się wiele koncepcji wyjaśniających decyzje przedsiębiorstw dotyczące wyboru źródeł finansowania. Teoria kompromisu wskazuje na konieczność równoważenia korzyści wynikających z wykorzystania długu, w tym korzyści podatkowych, z kosztami trudności finansowych związanymi ze wzrostem zadłużenia. Z kolei teoria hierarchii źródeł finansowania zakłada określoną kolejność wyboru źródeł kapitału, wynikającą między innymi z asymetrii informacji pomiędzy przedsiębiorstwem a uczestnikami rynku (Myers, Majluf 1984, s. 189). Problematyka struktury kapitału jest również analizowana z perspektywy kosztów agencji powstających w relacjach między właścicielami, menedżerami i wierzycielami (Jensen, Meckling 1976, ss. 305–360). Różnorodność tych podejść wskazuje, że nie istnieje jedna uniwersalna struktura finansowania właściwa dla wszystkich przedsiębiorstw, a jej kształtowanie jest uzależnione od wielu czynników wewnętrznych i zewnętrznych.

Jednym z istotnych zagadnień związanych ze strukturą kapitału jest jej relacja z rentownością przedsiębiorstwa. Wykorzystanie kapitału obcego może prowadzić do wzrostu rentowności kapitału własnego poprzez działanie mechanizmu dźwigni finansowej, jeżeli rentowność zaangażowanego kapitału przewyższa koszt zadłużenia. Jednocześnie zwiększanie udziału długu wiąże się ze wzrostem kosztów finansowych oraz ryzyka wynikającego z konieczności terminowej obsługi zobowiązań. Nadmierne

zadłużenie może zatem ograniczać rentowność, pogarszać płynność finansową oraz zwiększać ryzyko wystąpienia trudności finansowych. Zależność pomiędzy poziomem zadłużenia a rentownością nie musi więc mieć charakteru jednoznacznego ani liniowego.

Problematyka ta jest szczególnie istotna w odniesieniu do przedsiębiorstw prowadzących działalność w sektorze budowlanym. Specyfika działalności budowlanej związana jest między innymi ze znacznym zapotrzebowaniem na finansowanie realizowanych kontraktów, długim okresem ich wykonania, wysokim zapotrzebowaniem na kapitał obrotowy oraz występowaniem przesunięć w czasie pomiędzy ponoszeniem wydatków a uzyskiwaniem wpływów z realizowanych przedsięwzięć. Na sytuację finansową przedsiębiorstw sektora wpływają ponadto zmiany cen materiałów budowlanych i energii, kosztów pracy, stóp procentowych oraz poziomu aktywności inwestycyjnej. Uwarunkowania te powodują, że sposób kształtowania struktury finansowania może mieć istotne znaczenie zarówno dla osiąganej rentowności, jak i dla bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstw sektora budowlanego.

Lata 2020–2024 stanowią szczególnie interesujący okres badawczy ze względu na znaczną zmienność warunków prowadzenia działalności gospodarczej. W tym czasie przedsiębiorstwa funkcjonowały w warunkach związanych między innymi ze skutkami pandemii COVID-19, zakłóceniami w globalnych łańcuchach dostaw, wzrostem cen materiałów i surowców, nasileniem procesów inflacyjnych oraz wzrostem stóp procentowych. Zjawiska te oddziaływały zarówno na koszty prowadzenia działalności, jak i na warunki pozyskiwania finansowania zewnętrznego. W przypadku sektora budowlanego dodatkowe znaczenie miały zmiany kosztów realizacji kontraktów oraz ryzyko wynikające z ich długoterminowego charakteru. Analiza lat 2020–2024 umożliwia zatem ocenę zależności pomiędzy strukturą finansowania a rentownością przedsiębiorstw w warunkach istotnych zmian otoczenia gospodarczego.

Pomimo obszernego dorobku badawczego dotyczącego struktury kapitału oraz jej związku z wynikami finansowymi przedsiębiorstw rezultaty dotychczasowych badań nie pozwalają na sformułowanie jednoznacznych wniosków dotyczących kierunku i siły zależności pomiędzy zadłużeniem a rentownością. Charakter tej relacji może być uzależniony między innymi od specyfiki sektora, wielkości przedsiębiorstwa, poziomu ryzyka, warunków makroekonomicznych oraz przyjętych sposobów pomiaru struktury kapitału i rentowności. Uzasadnieniem podjęcia badań jest zatem potrzeba oceny zależności pomiędzy strukturą kapitału a rentownością przedsiębiorstw sektora budowlanego notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych (GPW) w Warszawie, z uwzględnieniem specyficznych uwarunkowań gospodarczych lat 2020–2024.

Celem artykułu jest ocena zależności pomiędzy strukturą kapitału a rentownością przedsiębiorstw sektora budowlanego notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2020–2024. Realizacja tak sformułowanego celu wymaga określenia poziomu i zmian zadłużenia badanych przedsiębiorstw, oceny ich rentowności oraz identyfikacji kierunku i siły zależności występujących pomiędzy strukturą finansowania a osiąganymi wynikami w zakresie rentowności.

Szczegółowe hipotezy badawcze, odnoszące się do zależności pomiędzy poziomem zadłużenia a rentownością aktywów (ROA) i rentownością kapitału własnego (ROE), przedstawiono w części metodycznej artykułu. Weryfikację przyjętych hipotez przeprowadzono na podstawie danych finansowych przedsiębiorstw sektora budowlanego notowanych na GPW za lata 2020–2024, z wykorzystaniem analizy wskaźnikowej oraz metod statystycznych. Strukturę finansowania oceniono przede wszystkim na podstawie wskaźnika zadłużenia ogólnego, który przyjęto jako podstawowy miernik udziału kapitału obcego w finansowaniu aktywów przedsiębiorstwa, natomiast rentowność oceniono za pomocą wskaźników rentowności aktywów (ROA) oraz rentowności kapitału własnego (ROE). Do identyfikacji kierunku i siły zależności pomiędzy analizowanymi zmiennymi wykorzystano współczynnik korelacji Pearsona oraz analizę regresji liniowej.

Struktura kapitału przedsiębiorstwa – ujęcie teoretyczne

Istota i znaczenie struktury kapitału

Struktura kapitału stanowi jeden z podstawowych obszarów decyzji finansowych przedsiębiorstwa, ponieważ określa sposób finansowania prowadzonej działalności oraz relacje pomiędzy poszczególnymi źródłami kapitału. Decyzje dotyczące pozyskiwania kapitału własnego i obcego mają znaczenie zarówno dla bieżącego funkcjonowania przedsiębiorstwa, jak i dla jego możliwości rozwojowych, poziomu ryzyka finansowego oraz osiąganych wyników ekonomicznych. Z tego względu kształtowanie struktury kapitału należy rozpatrywać jako istotny element długookresowej polityki finansowej przedsiębiorstwa.

W literaturze przedmiotu pojęcie struktury kapitału nie jest definiowane w sposób całkowicie jednolity. W szerokim ujęciu można ją rozumieć jako proporcję pomiędzy kapitałem własnym i kapitałem obcym wykorzystywanymi do finansowania działalności przedsiębiorstwa (Kordela, Pawłowski 2018, s. 13). W węższym podejściu struktura

kapitału odnosi się przede wszystkim do relacji między kapitałem własnym a oprocentowanym kapitałem obcym, w szczególności zadłużeniem długoterminowym. Rozbieżności definicyjne wynikają między innymi z odróżnienia struktury kapitału od struktury finansowania. Struktura finansowania obejmuje wszystkie źródła finansowania wykazane w pasywach przedsiębiorstwa, podczas gdy struktura kapitału może być ograniczana do źródeł o charakterze długoterminowym (Kordela, Pawłowski 2018, s. 14). W niniejszym opracowaniu struktura kapitału jest rozpatrywana w szerszym ujęciu, poprzez udział zobowiązań w finansowaniu aktywów przedsiębiorstwa, co pozwala na ocenę poziomu zaangażowania kapitału obcego w strukturze źródeł finansowania.

Podobne podejście występuje w literaturze zagranicznej. Myers i Majluf wskazują, że problematyka struktury kapitału koncentruje się przede wszystkim na sposobie finansowania inwestycji przedsiębiorstwa oraz na proporcji pomiędzy finansowaniem dłużnym i kapitałem własnym (Myers, Majluf 1984, ss. 187–189). Istota decyzji dotyczących struktury kapitału sprowadza się zatem nie tylko do wyboru określonego źródła pozyskania środków, lecz również do ustalenia relacji pomiędzy kapitałem własnym i obcym, odpowiedniej z punktu widzenia kosztu finansowania, poziomu ryzyka oraz sytuacji ekonomicznej przedsiębiorstwa.

Podstawowym składnikiem struktury finansowania jest kapitał własny, który stanowi stabilne źródło finansowania pozostające w dyspozycji przedsiębiorstwa bez określonego terminu zwrotu. Ze względu na pochodzenie można w jego strukturze wyróżnić kapitały powierzone przez właścicieli oraz kapitały powstałe ze źródeł wewnętrznych w wyniku samofinansowania, w szczególności z zatrzymanych i reinwestowanych zysków (Skowronek-Mielczarek 2003, s. 41). Jego znaczenie nie ogranicza się jednak wyłącznie do funkcji finansowej. Kapitał własny pełni również funkcję gwarancyjną wobec wierzycieli, ponieważ stanowi zabezpieczenie przed skutkami potencjalnych strat oraz wpływa na zdolność przedsiębiorstwa do pozyskiwania finansowania zewnętrznego (Ickiewicz 2011, s. 43).

Finansowanie kapitałem własnym zwiększa bezpieczeństwo finansowe przedsiębiorstwa, ponieważ – w przeciwieństwie do typowego finansowania dłużnego – nie wiąże się z obowiązkiem regularnej spłaty kapitału i odsetek. Większy udział kapitału własnego może tym samym ograniczać ryzyko utraty płynności finansowej oraz niewypłacalności. Jednocześnie kapitał własny nie jest źródłem bezkosztowym. Inwestorzy oczekują odpowiedniej stopy zwrotu stanowiącej rekompensatę za ponoszone ryzyko, a pozyskiwanie dodatkowego kapitału poprzez emisję nowych akcji może prowadzić do rozwodnienia udziałów dotychczasowych akcjonariuszy oraz ograniczenia ich udziału w strukturze własności i prawach kontroli nad przedsiębiorstwem.

Drugim zasadniczym źródłem finansowania działalności przedsiębiorstwa jest kapitał obcy, obejmujący środki pozostające czasowo w jego dyspozycji i podlegające zwrotowi na określonych warunkach. Do obcych źródeł finansowania zalicza się między innymi kredyty i pożyczki, finansowanie poprzez emisję dłużnych papierów wartościowych, a w szerokim ujęciu również zobowiązania powstające w toku bieżącej działalności operacyjnej, w tym zobowiązania wobec dostawców. Poszczególne formy finansowania obcego różnią się terminem wymagalności, kosztem oraz charakterem zobowiązania (Szyszko, Szczepański 2003, s. 67).

Wykorzystanie kapitału obcego może przynosić przedsiębiorstwu określone korzyści ekonomiczne. Jedną z nich jest możliwość wykorzystania efektu tarczy podatkowej, wynikającego z możliwości pomniejszenia podstawy opodatkowania o koszty finansowania dłużnego, z uwzględnieniem obowiązujących regulacji podatkowych. W konsekwencji efektywny koszt finansowania długiem może być niższy od jego kosztu nominalnego. Znaczenie korzyści podatkowych związanych z finansowaniem dłużnym zostało szczególnie wyeksponowane w rozwinięciu teorii Modiglianiego i Millera uwzględniającym opodatkowanie przedsiębiorstw (Modigliani, Miller 1963, ss. 433–434).

Zadłużenie pozwala ponadto finansować rozwój i przedsięwzięcia inwestycyjne bez konieczności każdorazowego angażowania dodatkowego kapitału właścicieli. Jeżeli rentowność kapitału zaangażowanego w działalność przedsiębiorstwa przewyższa koszt kapitału obcego, wykorzystanie zadłużenia może prowadzić do wzrostu rentowności kapitału własnego w wyniku działania dodatniego efektu dźwigni finansowej. Odpowiednie wykorzystanie kapitału obcego może zatem zwiększać stopę zwrotu osiąganą przez właścicieli przedsiębiorstwa.

Wzrost zadłużenia nie prowadzi jednak automatycznie do poprawy efektywności finansowej. Wraz ze zwiększaniem udziału kapitału obcego rosną obciążenia związane z koniecznością regulowania odsetek oraz spłaty zobowiązań. Zwiększa się tym samym ekspozycja przedsiębiorstwa na ryzyko finansowe. W przypadku pogorszenia wyników operacyjnych lub ograniczenia przepływów pieniężnych wysoki poziom zadłużenia może powodować problemy z obsługą zobowiązań, pogorszenie płynności finansowej, ograniczenie możliwości pozyskiwania kolejnych źródeł finansowania, a w skrajnych przypadkach prowadzić do niewypłacalności.

Relacja pomiędzy korzyściami i kosztami wykorzystania kapitału obcego stanowi jeden z podstawowych problemów teorii struktury kapitału. Z jednej strony zadłużenie może przynosić korzyści podatkowe oraz umożliwiać wykorzystanie dodatniego efektu dźwigni finansowej, z drugiej natomiast jego wzrost prowadzi do zwiększenia ryzyka finansowego oraz kosztów związanych z obsługą zobowiązań.

Problem określenia właściwej relacji pomiędzy korzyściami i kosztami zadłużenia stał się podstawą rozwoju różnych teorii struktury kapitału, które zostaną przedstawione w dalszej części opracowania.

Badania nad strukturą kapitału wskazują, że nie istnieje jedna uniwersalna struktura finansowania, która mogłaby zostać uznana za optymalną dla wszystkich przedsiębiorstw, a znaczenie poszczególnych czynników determinujących wybór między kapitałem własnym i obcym może różnić się w zależności od przedsiębiorstwa i warunków jego funkcjonowania (Myers 1984). Decyzje dotyczące sposobu finansowania są uzależnione między innymi od rentowności, wielkości przedsiębiorstwa, możliwości wzrostu, struktury aktywów, ryzyka działalności, warunków dostępu do rynku kapitałowego oraz specyfiki sektora. Oznacza to, że ocena struktury kapitału powinna uwzględniać zarówno indywidualne cechy przedsiębiorstwa, jak i uwarunkowania jego otoczenia gospodarczego.

Problematyka ta nabiera szczególnego znaczenia w przypadku przedsiębiorstw z sektora budowlanego. Realizacja kontraktów budowlanych wymaga zaangażowania znacznych środków finansowych, natomiast długi cykl realizacji inwestycji, zmienność kosztów materiałów i pracy oraz rozłożone w czasie rozliczenia z inwestorami mogą zwiększać zapotrzebowanie na finansowanie zewnętrzne i kapitał obrotowy. Jednocześnie wysoki poziom zadłużenia może zwiększać wrażliwość przedsiębiorstwa na pogorszenie koniunktury, wzrost stóp procentowych oraz zwiększenie kosztu finansowania. Z tego względu zależność pomiędzy strukturą kapitału a rentownością przedsiębiorstw z sektora budowlanego stanowi istotny problem zarówno z punktu widzenia teorii finansów przedsiębiorstwa, jak i praktyki zarządzania finansami.

Teorie struktury kapitału

Problematyka kształtowania struktury kapitału od wielu dekad stanowi jeden z podstawowych obszarów badań w finansach przedsiębiorstw. Poszczególne koncepcje teoretyczne podejmują próbę wyjaśnienia, jakie czynniki determinują wybór pomiędzy kapitałem własnym a kapitałem obcym oraz czy możliwe jest określenie takiej struktury finansowania, która sprzyja maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa. Do najważniejszych koncepcji należą teoria Modiglianiego i Millera, teoria kompromisu, teoria hierarchii źródeł finansowania oraz teoria kosztów agencji. Teorie te opierają się na odmiennych założeniach dotyczących funkcjonowania rynku, opodatkowania, ryzyka, asymetrii informacji oraz relacji występujących pomiędzy uczestnikami przedsiębiorstwa (Myers 1984).

Za punkt wyjścia współczesnych rozważań dotyczących struktury kapitału uznaje się teorię przedstawioną przez Modiglianiego i Millera w 1958 roku. Autorzy analizowali zależność pomiędzy sposobem finansowania przedsiębiorstwa a jego wartością i kosztem kapitału. W pierwotnym modelu przyjęto szereg restrykcyjnych założeń, w szczególności dotyczących doskonałości rynku kapitałowego, braku podatków, kosztów transakcyjnych i kosztów upadłości oraz jednakowego dostępu uczestników rynku do informacji. Przy spełnieniu tych warunków sposób podziału finansowania pomiędzy kapitał własny i obcy nie wpływa na wartość przedsiębiorstwa (Modigliani, Miller 1958, ss. 261–268).

Pierwsze twierdzenie Modiglianiego i Millera wskazuje zatem, że w warunkach rynku doskonałego wartość przedsiębiorstwa jest niezależna od jego struktury kapitału. Przedsiębiorstwo finansowane wyłącznie kapitałem własnym powinno mieć taką samą wartość jak przedsiębiorstwo wykorzystujące również kapitał obcy, jeżeli oba podmioty charakteryzują się identycznymi aktywami i generują takie same przepływy pieniężne. O wartości przedsiębiorstwa decyduje w takim ujęciu przede wszystkim zdolność posiadanych aktywów do generowania dochodu, a nie sposób ich finansowania (Modigliani, Miller 1958, ss. 268–269).

Drugie twierdzenie odnosi się do kosztu kapitału własnego. Wraz ze wzrostem zadłużenia zwiększa się ryzyko ponoszone przez właścicieli, co prowadzi do wzrostu oczekiwanej przez nich stopy zwrotu. Korzyści wynikające z wykorzystania relatywnie tańszego kapitału obcego są więc kompensowane przez wzrost kosztu kapitału własnego. W konsekwencji, przy założeniach modelu, zwiększanie zadłużenia nie prowadzi do obniżenia całkowitego kosztu kapitału ani do zwiększenia wartości przedsiębiorstwa (Modigliani, Miller 1958, ss. 271–272).

Pierwotny model został następnie zmodyfikowany poprzez uwzględnienie opodatkowania dochodów przedsiębiorstw. W publikacji z 1963 roku Modigliani i Miller wykazali, że możliwość odliczenia odsetek od zadłużenia przy ustalaniu dochodu podlegającego opodatkowaniu prowadzi do powstania korzyści podatkowych związanych z finansowaniem dłużnym (Modigliani, Miller 1963, ss. 433–436). Finansowanie długiem może zatem przynosić przedsiębiorstwu korzyści wynikające ze zmniejszenia podstawy opodatkowania. Oznacza to odejście od pierwotnego założenia o całkowitej neutralności struktury kapitału. W warunkach występowania podatku dochodowego zadłużenie może wpływać na wartość przedsiębiorstwa, ponieważ korzyści podatkowe zwiększają atrakcyjność finansowania kapitałem obcym.

Wprowadzenie do analizy niedoskonałości rzeczywistych rynków finansowych stworzyło podstawę rozwoju kolejnych koncepcji, w tym teorii kompromisu (*trade-off theory*). Zgodnie z nią przedsiębiorstwo dokonuje wyboru struktury kapitału

poprzez zestawienie korzyści i kosztów wynikających z wykorzystania zadłużenia. Do podstawowych korzyści należy zaliczyć przede wszystkim efekt tarczy podatkowej, natomiast po stronie kosztów znajdują się koszty trudności finansowych i potencjalnej niewypłacalności, a także część kosztów agencji (Myers 1984, s. 577).

W świetle teorii kompromisu przedsiębiorstwa dążą do ukształtowania określonego, docelowego poziomu zadłużenia, uwzględniającego zarówno korzyści, jak i koszty związane z wykorzystaniem kapitału obcego. Zwiększanie udziału długu w strukturze finansowania może być uzasadnione korzyściami wynikającymi z podatkowej tarczy odsetkowej. Jednocześnie wzrost zadłużenia prowadzi do zwiększenia ekspozycji przedsiębiorstwa na ryzyko wystąpienia trudności finansowych oraz związanych z nimi kosztów. Optymalny poziom zadłużenia jest zatem wynikiem kompromisu pomiędzy korzyściami podatkowymi finansowania dłużnego a kosztami trudności finansowych (Myers 1984, s. 577).

Z punktu widzenia przedmiotu niniejszego badania teoria kompromisu dostarcza podstaw teoretycznych do analizy związku pomiędzy poziomem zadłużenia a rentownością przedsiębiorstwa. Wykorzystanie kapitału obcego może bowiem oddziaływać na osiągane wyniki poprzez korzyści związane z finansowaniem dłużnym, podczas gdy wzrost zadłużenia zwiększa jednocześnie ryzyko finansowe i możliwość wystąpienia trudności finansowych (Myers 1984, s. 577). Ostateczny efekt wykorzystania kapitału obcego zależy zatem od relacji pomiędzy korzyściami i kosztami zadłużenia, co uzasadnia empiryczną analizę zależności pomiędzy poziomem zadłużenia a rentownością badanych przedsiębiorstw.

Odmienne wyjaśnienie decyzji dotyczących struktury kapitału przedstawia teoria hierarchii źródeł finansowania (*pecking order theory*), której rozwój związany jest przede wszystkim z pracami Myersa oraz Myersa i Majlufa. Istotne znaczenie w wyjaśnianiu decyzji finansowych przedsiębiorstw przypisuje się w tym ujęciu asymetrii informacji występującej pomiędzy zarządzającymi przedsiębiorstwem a inwestorami zewnętrznymi. Menedżerowie dysponują informacjami dotyczącymi wartości przedsiębiorstwa i perspektyw realizowanych projektów, które nie są w takim samym zakresie dostępne potencjalnym inwestorom (Myers 1984, ss. 577–592; Myers, Majluf 1984, ss. 187–189).

Asymetria informacji wpływa na decyzje dotyczące wyboru źródeł finansowania, prowadząc do określonej hierarchii ich wykorzystania. W pierwszej kolejności przedsiębiorstwa preferują finansowanie wewnętrzne. Jeżeli zgromadzone środki są niewystarczające w stosunku do potrzeb inwestycyjnych, przedsiębiorstwo sięga po finansowanie zewnętrzne, preferując w pierwszej kolejności dług, natomiast emisję nowych akcji traktując jako rozwiązanie wykorzystywane w dalszej kolejności (Myers 1984, s. 581). Model Myersa i Majlufa wskazuje ponadto, że w warunkach asymetrii

informacji przedsiębiorstwo może zrezygnować z realizacji projektu inwestycyjnego o dodatniej wartości bieżącej netto (NPV), jeżeli jego sfinansowanie wymagałoby emisji akcji na warunkach niekorzystnych z punktu widzenia dotychczasowych właścicieli (Myers, Majluf 1984, ss. 187–189).

W przeciwieństwie do teorii kompromisu teoria hierarchii źródeł finansowania nie zakłada istnienia ściśle określonego, docelowego wskaźnika zadłużenia. Obserwowana struktura kapitału jest rezultatem kolejnych decyzji finansowych przedsiębiorstwa, a poziom zadłużenia odzwierciedla skumulowane zapotrzebowanie na finansowanie zewnętrzne (Myers 1984, s. 581). Przedsiębiorstwa dysponujące wystarczającymi środkami generowanymi wewnętrznie mogą w mniejszym stopniu korzystać z finansowania dłużnego, podczas gdy podmioty, których potrzeby inwestycyjne przewyższają dostępne zasoby wewnętrzne, częściej wymagają finansowania zewnętrznego.

Z punktu widzenia analizy zależności pomiędzy strukturą kapitału a rentownością teoria hierarchii źródeł finansowania ma istotne znaczenie. Przedsiębiorstwa osiągające wysoką rentowność i generujące znaczne zasoby środków wewnętrznych mogą wykazywać mniejsze zapotrzebowanie na finansowanie zewnętrzne, a w konsekwencji charakteryzować się niższym poziomem zadłużenia. Myers wskazuje, że w ujęciu zmodyfikowanej teorii hierarchii przedsiębiorstwo o wysokiej rentowności i relatywnie niewielkich możliwościach wzrostu może osiągnąć niższy wskaźnik zadłużenia niż przeciętny dla danej branży (Myers 1984, s. 589). Oznacza to, że stwierdzona empirycznie zależność pomiędzy zadłużeniem a rentownością powinna być interpretowana ostrożnie – nie musi ona oznaczać wyłącznie oddziaływania zadłużenia na rentowność, lecz może również odzwierciedlać wpływ zdolności przedsiębiorstwa do generowania środków wewnętrznych na zapotrzebowanie na kapitał obcy.

Kolejną koncepcją istotną dla wyjaśnienia decyzji dotyczących struktury finansowania jest teoria kosztów agencji, której podstawy w odniesieniu do problematyki struktury własności i finansowania przedsiębiorstwa przedstawili Jensen i Meckling (1976, ss. 305–310). Teoria ta opiera się na założeniu występowania konfliktów interesów pomiędzy poszczególnymi grupami uczestników przedsiębiorstwa. Szczególne znaczenie mają relacje pomiędzy właścicielami a menedżerami oraz pomiędzy właścicielami a wierzycielami. Rozdzielenie własności od zarządzania sprawia, że interesy menedżerów i właścicieli nie muszą być w pełni zbieżne, a podejmowane przez zarządzających decyzje nie zawsze prowadzą do maksymalizacji korzyści właścicieli (Jensen, Meckling 1976, ss. 308–309).

Koszty agencji obejmują koszty monitorowania ponoszone przez właściciela (pryncypała), koszty mechanizmów stosowanych przez agenta w celu ograniczenia działań mogących naruszać interes pryncypała oraz stratę rezydualną wynikającą

z rozbieżności pomiędzy decyzjami agenta a decyzjami maksymalizującymi korzyści pryncypała. Jensen i Meckling wykazali ponadto, że koszty agencji mogą być związane zarówno z wykorzystaniem zewnętrznego kapitału własnego, jak i finansowania dłużnego, a zatem sposób finansowania przedsiębiorstwa może wpływać na skalę i charakter konfliktów interesów pomiędzy poszczególnymi grupami interesariuszy (Jensen, Meckling 1976, ss. 308–309).

Wykorzystanie długu może jednocześnie pełnić funkcję dyscyplinującą wobec kadry zarządzającej. Konieczność przeznaczania części przepływów pieniężnych na obsługę zadłużenia ogranicza zasób środków pozostających w swobodnej dyspozycji menedżerów, zmniejszając możliwość ich wykorzystania na przedsięwzięcia, które nie zwiększają wartości przedsiębiorstwa. Z drugiej strony wzrost zadłużenia może nasilać konflikty pomiędzy właścicielami a wierzycielami. Właściciele mogą być skłonni do podejmowania bardziej ryzykownych projektów, których potencjalne korzyści przypadają przede wszystkim właścicielom, podczas gdy część ryzyka ponoszą wierzyciele. W celu ograniczenia tego rodzaju zachowań wierzyciele mogą stosować odpowiednie postanowienia umowne oraz mechanizmy monitorowania działalności przedsiębiorstwa, których stosowanie również wiąże się z określonymi kosztami (Jensen, Meckling 1976, ss. 333–337).

Przedstawione koncepcje teoretyczne wskazują, że związek struktury kapitału z sytuacją ekonomiczno-finansową przedsiębiorstwa ma charakter złożony. Teoria Modiglianiego i Millera tworzy podstawę analizy znaczenia sposobu finansowania dla wartości przedsiębiorstwa, teoria kompromisu koncentruje się na równoważeniu korzyści i kosztów związanych z wykorzystaniem zadłużenia, teoria hierarchii źródeł finansowania akcentuje znaczenie asymetrii informacji oraz kolejności wykorzystywania poszczególnych źródeł kapitału, natomiast teoria kosztów agencji zwraca uwagę na konflikty interesów występujące pomiędzy właścicielami, menedżerami i wierzycielami.

Z punktu widzenia przedmiotu niniejszego badania szczególne znaczenie mają teoria kompromisu oraz teoria hierarchii źródeł finansowania. Teoria kompromisu wskazuje na występowanie zarówno korzyści, jak i kosztów związanych z wykorzystaniem zadłużenia, natomiast teoria hierarchii źródeł finansowania pozwala uwzględnić możliwość, że obserwowana zależność pomiędzy zadłużeniem a rentownością może wynikać również ze zdolności bardziej rentownych przedsiębiorstw do finansowania działalności ze środków generowanych wewnętrznie. Uwzględnienie obu mechanizmów jest istotne dla właściwej interpretacji wyników empirycznej analizy zależności pomiędzy poziomem zadłużenia a rentownością przedsiębiorstw z sektora budowlanego notowanych na GPW.

Struktura kapitału a rentowność przedsiębiorstwa

Struktura kapitału może pozostawać w związku z osiąganymi przez przedsiębiorstwo wynikami finansowymi, ponieważ sposób finansowania działalności wiąże się z poziomem kosztów finansowych, ryzykiem finansowym oraz możliwością wykorzystania mechanizmu dźwigni finansowej. Relacja pomiędzy zadłużeniem a rentownością nie ma jednak charakteru jednoznacznego. W określonych warunkach wykorzystanie kapitału obcego może sprzyjać zwiększeniu rentowności kapitału własnego, jednocześnie wzrost zadłużenia wiąże się z koniecznością ponoszenia kosztów jego obsługi oraz zwiększeniem ryzyka finansowego.

Rentowność stanowi jedną z podstawowych kategorii wykorzystywanych do oceny efektywności działalności przedsiębiorstwa. Pozwala określić jego zdolność do generowania wyniku finansowego w relacji do zaangażowanych zasobów. W analizie zależności pomiędzy strukturą kapitału a rentownością szczególne znaczenie mają wskaźnik rentowności aktywów (ROA) oraz wskaźnik rentowności kapitału własnego (ROE). ROA pozwala ocenić rentowność majątku zaangażowanego w działalność przedsiębiorstwa, natomiast ROE określa rentowność kapitału zaangażowanego przez jego właścicieli (Sierpińska, Jachna 2006, ss. 201–204).

Z punktu widzenia struktury kapitału istotne jest, że wykorzystanie finansowania obcego może wiązać się z kosztami jego pozyskania i obsługi. Koszty finansowe wpływają na poziom wyniku netto przedsiębiorstwa, a tym samym mogą znajdować odzwierciedlenie w osiąganych wskaźnikach rentowności. Zależność ta jest jednak uwarunkowana sposobem wykorzystania pozyskanych środków. Jeżeli kapitał pochodzący ze źródeł obcych jest wykorzystywany efektywnie i przyczynia się do osiągania odpowiednio wysokich wyników działalności, zadłużenie może wspierać rozwój przedsiębiorstwa. W sytuacji, gdy uzyskiwane efekty nie rekompensują kosztów finansowania, zwiększenie zadłużenia może natomiast niekorzystnie oddziaływać na wynik finansowy.

Wyniki badań empirycznych wskazują na występowanie zależności pomiędzy rentownością przedsiębiorstw a poziomem ich zadłużenia. Rajan i Zingales, analizując determinanty struktury kapitału przedsiębiorstw z państw grupy G7, stwierdzili ujemną zależność pomiędzy rentownością a poziomem dźwigni finansowej (Rajan, Zingales 1995, ss. 1421–1460). Również Frank i Goyal wskazali rentowność jako jeden z istotnych czynników związanych ze strukturą kapitału, stwierdzając, że przedsiębiorstwa osiągające wyższe zyski wykazują tendencję do niższego poziomu zadłużenia (Frank, Goyal 2009, ss. 1–37). Wyniki te można interpretować w świetle teorii hierarchii źródeł finansowania, zgodnie z którą przedsiębiorstwa generujące

większe zasoby środków wewnętrznych wykazują mniejsze zapotrzebowanie na finansowanie zewnętrzne.

Przy interpretacji wyników badań empirycznych należy jednak zachować ostrożność w określaniu kierunku analizowanej zależności. Stwierdzenie ujemnej korelacji pomiędzy zadłużeniem a rentownością nie oznacza automatycznie, że wzrost zadłużenia powoduje obniżenie rentowności. Możliwy jest również mechanizm odwrotny, zgodnie z którym wyższa rentowność i związana z nią większa zdolność do generowania środków wewnętrznych ograniczają zapotrzebowanie przedsiębiorstwa na finansowanie zewnętrzne. Rozróżnienie tych mechanizmów ma szczególne znaczenie przy interpretacji wyników badań wykorzystujących analizę korelacji i regresji.

Znaczenie struktury kapitału jest szczególnie widoczne w odniesieniu do rentowności kapitału własnego. Zwiększenie udziału kapitału obcego w finansowaniu działalności umożliwia finansowanie określonej wartości aktywów przy relatywnie mniejszym zaangażowaniu kapitału własnego. Jeżeli efekty ekonomiczne osiągane dzięki wykorzystaniu kapitału obcego są odpowiednio wysokie w stosunku do kosztów jego pozyskania, zadłużenie może prowadzić do zwiększenia stopy zwrotu osiąganej przez właścicieli. Mechanizm ten określany jest mianem dźwigni finansowej.

Działanie dźwigni finansowej może mieć zarówno charakter pozytywny, jak i negatywny. Jeżeli efektywność wykorzystania kapitału zaangażowanego w działalność przedsiębiorstwa przewyższa koszt wykorzystanego kapitału obcego, zastosowanie zadłużenia może sprzyjać wzrostowi rentowności kapitału własnego. W sytuacji odwrotnej obciążenia związane z obsługą zadłużenia mogą prowadzić do pogorszenia wyniku finansowego i obniżenia ROE. Wykorzystanie kapitału obcego stwarza zatem możliwość zwiększenia korzyści osiąganych przez właścicieli, ale jednocześnie wiąże się ze wzrostem ponoszonego przez nich ryzyka finansowego.

Wraz ze wzrostem udziału zadłużenia w strukturze finansowania zwiększa się ryzyko związane ze zdolnością przedsiębiorstwa do terminowej obsługi zobowiązań. Wzrost zadłużenia zwiększa również ryzyko ponoszone przez właścicieli, co zgodnie z drugim twierdzeniem Modiglianiego i Millera znajduje odzwierciedlenie we wzroście oczekiwanej stopy zwrotu z kapitału własnego (Modigliani, Miller 1958, ss. 271–272). Zwiększanie udziału kapitału obcego nie może być zatem traktowane jako mechanizm prowadzący bezwarunkowo do poprawy rentowności przedsiębiorstwa.

Analizując zależność pomiędzy strukturą kapitału a rentownością, należy uwzględnić różnice pomiędzy wskaźnikiem rentowności aktywów (ROA) a wskaźnikiem rentowności kapitału własnego (ROE). ROA odzwierciedla rentowność aktywów przedsiębiorstwa i jest relatywnie mniej bezpośrednio związany ze strukturą jego finansowania, chociaż w przypadku wykorzystania wyniku netto pozostaje pod wpływem kosztów

finansowych. ROE odnosi natomiast wynik finansowy bezpośrednio do wartości kapitału własnego, dlatego zmiany struktury finansowania mogą silniej oddziaływać na jego poziom. Wysoka wartość ROE nie powinna być zatem automatycznie utożsamiana z wysoką efektywnością ekonomiczną przedsiębiorstwa, ponieważ może częściowo wynikać z wysokiego udziału finansowania obcego oraz relatywnie niewielkiej wartości kapitału własnego.

W przypadku przedsiębiorstw z sektora budowlanego problem struktury finansowania nabiera dodatkowego znaczenia ze względu na specyfikę prowadzonej działalności. Sektor ten charakteryzuje się między innymi długimi cyklami realizacji projektów oraz znaczną kapitałochłonnością, co zwiększa znaczenie właściwego zarządzania kapitałem obrotowym i źródłami jego finansowania. Specyfika działalności budowlanej powoduje zatem, że decyzje dotyczące finansowania mogą mieć istotne znaczenie zarówno dla osiąganej rentowności, jak i dla poziomu ryzyka przedsiębiorstwa.

Z teoretycznego punktu widzenia można zatem przyjąć, że zależność pomiędzy strukturą kapitału a rentownością przedsiębiorstwa jest uwarunkowana między innymi poziomem zadłużenia, efektywnością wykorzystania pozyskanych środków oraz kosztem finansowania obcego. Wykorzystanie zadłużenia może pozostawać w związku z rentownością kapitału własnego poprzez mechanizm dźwigni finansowej, jednocześnie jednak wiąże się z kosztami finansowymi i wzrostem ryzyka finansowego. Teoretyczne przesłanki nie pozwalają jednoznacznie przyjąć, że wzrost zadłużenia będzie w każdych warunkach związany ze zmianą rentowności w tym samym kierunku. Uzasadnia to empiryczną weryfikację kierunku i siły zależności pomiędzy poziomem zadłużenia a rentownością aktywów (ROA) oraz rentownością kapitału własnego (ROE) przedsiębiorstw z sektora budowlanego notowanych na GPW.

Metodyka badania własnego

Cel i hipotezy badawcze

Strukturę kapitału oceniono na podstawie wskaźnika zadłużenia ogólnego (WZO), natomiast rentowność przedsiębiorstw – za pomocą wskaźnika rentowności aktywów (ROA) oraz wskaźnika rentowności kapitału własnego (ROE).

Główny problem badawczy sformułowano w postaci pytania: czy pomiędzy poziomem zadłużenia a rentownością przedsiębiorstw z sektora budowlanego notowanych

na GPW występuje statystycznie istotna zależność, a jeżeli tak, to jaki jest jej kierunek i jaka jest jej siła?

Na podstawie przeprowadzonych rozważań teoretycznych sformułowano następującą hipotezę główną:

- H1: Pomiędzy poziomem zadłużenia a rentownością przedsiębiorstw z sektora budowlanego notowanych na GPW występuje statystycznie istotna zależność.

Hipotezę główną rozwinięto w dwie hipotezy szczegółowe:

- H1a: Pomiędzy poziomem zadłużenia a rentownością aktywów (ROA) przedsiębiorstw z sektora budowlanego notowanych na GPW występuje statystycznie istotna zależność.
- H1b: Pomiędzy poziomem zadłużenia a rentownością kapitału własnego (ROE) przedsiębiorstw z sektora budowlanego notowanych na GPW występuje statystycznie istotna zależność.

Weryfikację hipotez przeprowadzono z wykorzystaniem analizy korelacji oraz regresji liniowej, umożliwiających określenie kierunku, siły i istotności statystycznej zależności pomiędzy poziomem zadłużenia a wskaźnikami rentowności ROA i ROE.

Charakterystyka próby badawczej

Badaniem objęto przedsiębiorstwa notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, których podstawowy profil działalności jest bezpośrednio związany z wykonawstwem budowlanym i infrastrukturalnym lub z segmentami okołobudowlanymi, obejmującymi produkcję i dystrybucję materiałów oraz wyrobów wykorzystywanych w budownictwie. Dobór próby miał charakter celowy. Kryteriami kwalifikacji były związek profilu działalności z szeroko rozumianym sektorem budowlanym oraz dostępność kompletnych i porównywalnych danych finansowych za lata 2020–2024. Takie ujęcie pozwoliło objąć analizą zarówno przedsiębiorstwa wykonawcze, jak i podmioty funkcjonujące w bezpośrednim otoczeniu branży budowlanej.

Źródłem danych empirycznych były roczne sprawozdania finansowe badanych spółek za lata 2020–2024 (zob. bibliografia). W przypadku podmiotów sporządzających skonsolidowane sprawozdania finansowe wykorzystano dane dotyczące grup kapitałowych, zachowując jednolite podejście w całym okresie analizy. Zgromadzone informacje finansowe stanowiły podstawę do obliczenia wskaźników wykorzystanych w dalszej części badania. Charakterystykę przedsiębiorstw zakwalifikowanych do próby badawczej przedstawiono w tabeli 1.

Tabela 1. Charakterystyka przedsiębiorstw objętych badaniem

Lp.	Nazwa spółki	Podstawowy profil działalności
1	Budimex S.A. (BDX)	budownictwo infrastrukturalne, kubaturowe i przemysłowe
2	Mostostal Warszawa S.A.	budownictwo ogólne, infrastrukturalne i przemysłowe
3	Mirbud S.A.	budownictwo kubaturowe i infrastrukturalne
4	Mostostal Płock S.A.	budownictwo przemysłowe i konstrukcje stalowe
5	Dekpol S.A.	budownictwo kubaturowe, działalność deweloperska i produkcyjna
6	Torpol S.A.	budownictwo infrastruktury kolejowej i tramwajowej
7	ERBUD S.A.	budownictwo kubaturowe, przemysłowe i energetyczne
8	Unibep S.A.	budownictwo kubaturowe, infrastrukturalne i modułowe
9	Ferro S.A.	produkcja i dystrybucja armatury sanitarnej i instalacyjnej
10	Compremum S.A.	budownictwo i usługi wykonawcze, w tym infrastruktura kolejowa
11	Trakcja S.A.	budownictwo infrastruktury kolejowej, tramwajowej i drogowej
12	Śnieżka S.A.	produkcja i dystrybucja farb, lakierów i wyrobów chemii budowlanej
13	Decora S.A.	produkcja i dystrybucja materiałów wykończeniowych i podłogowych
14	Zakłady Magnezytowe „Ropczyce" S.A.	produkcja materiałów ogniotrwałych dla przemysłu
15	Ekobox S.A.	budownictwo elektroenergetyczne i instalacje elektryczne

Źródło: opracowanie własne.

Metody badawcze

Realizacja celu badawczego oraz weryfikacja przyjętych hipotez wymagały zastosowania metod umożliwiających ocenę struktury kapitału i rentowności badanych przedsiębiorstw oraz identyfikację zależności występujących pomiędzy analizowanymi zmiennymi. W badaniu wykorzystano analizę literatury przedmiotu, analizę wskaźnikową, metody statystyki opisowej, analizę korelacji liniowej Pearsona oraz analizę regresji liniowej.

Badanie przeprowadzono na podstawie danych finansowych 15 przedsiębiorstw z sektora budowlanego notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2020–2024. Przy kompletnych danych dla wszystkich podmiotów i okresów badawczych zbiór obejmował 75 obserwacji typu spółka–rok. Materiał empiryczny stanowiły dane pochodzące z rocznych sprawozdań finansowych badanych przedsiębiorstw.

Analiza literatury przedmiotu posłużyła do przedstawienia teoretycznych podstaw kształtowania struktury kapitału oraz identyfikacji mechanizmów wyjaśniających jej związek z rentownością przedsiębiorstwa. Uwzględniono polskie i zagraniczne publikacje naukowe dotyczące struktury kapitału, zadłużenia, rentowności oraz dźwigni finansowej.

W części empirycznej zastosowano analizę wskaźnikową. Strukturę kapitału oceniono za pomocą wskaźnika zadłużenia ogólnego (WZO), określającego udział zobowiązań ogółem w finansowaniu aktywów przedsiębiorstwa:

$$\mathrm{WZO}=\frac{zobowiązania\ ogółem}{aktywa\ ogółem}\times 100\%$$

Rentowność przedsiębiorstw oceniono przy wykorzystaniu wskaźnika rentowności aktywów (ROA) oraz wskaźnika rentowności kapitału własnego (ROE):

$$\mathrm{ROA}=\frac{wynik\ finansowy\ netto}{aktywa\ ogółem}\times 100\%$$

$$\mathrm{ROE}=\frac{wynik\ finansowy\ netto}{kapitał\ własny}\times 100\%$$

Wskaźnik ROA wykorzystano do oceny rentowności aktywów zaangażowanych w działalność przedsiębiorstwa, natomiast ROE posłużył do oceny rentowności kapitału własnego. Zastosowanie jednolitego sposobu obliczania wskaźników dla wszystkich przedsiębiorstw i okresów umożliwiło zachowanie porównywalności uzyskanych wyników.

W celu syntetycznej charakterystyki badanych zmiennych zastosowano podstawowe miary statystyki opisowej: średnią arytmetyczną, medianę, wartość minimalną, wartość maksymalną oraz odchylenie standardowe. Pozwoliło to na określenie przeciętnego poziomu oraz zróżnicowania zadłużenia, rentowności aktywów i rentowności kapitału własnego w badanej próbie.

W kolejnym etapie przeprowadzono analizę korelacji liniowej Pearsona w celu określenia kierunku i siły zależności pomiędzy poziomem zadłużenia a rentownością

badanych przedsiębiorstw. Współczynniki korelacji wyznaczono dla dwóch relacji: WZO–ROA oraz WZO–ROE. Istotność statystyczną uzyskanych współczynników oceniono przy poziomie istotności α = 0,05. Za statystycznie istotne uznano zależności, dla których wartość *p* była niższa od 0,05.

Następnie zastosowano analizę regresji liniowej, która umożliwiła pogłębioną ocenę zależności pomiędzy poziomem zadłużenia a rentownością. Oszacowano dwa modele regresji, w których zmiennymi objaśnianymi były odpowiednio ROA oraz ROE, natomiast zmienną objaśniającą był wskaźnik zadłużenia ogólnego:

$$\mathrm{ROA}_{it} = \alpha + \beta_1 \mathrm{WZO}_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\mathrm{ROE}_{it} = \alpha + \beta_1 \mathrm{WZO}_{it} + \varepsilon_{it}$$

gdzie: i – przedsiębiorstwo, t – rok obserwacji, α – wyraz wolny, β_1 – współczynnik regresji określający kierunek i skalę zależności pomiędzy poziomem zadłużenia a rentownością, natomiast ε_{it} – składnik losowy.

Modele oszacowano na podstawie połączonego zbioru obserwacji typu spółka–rok. Interpretacji wyników dokonano na podstawie wartości i znaku współczynnika β_1, jego istotności statystycznej oraz wartości współczynnika determinacji R^2. Dodatnia wartość β_1 wskazuje na dodatnią zależność pomiędzy poziomem zadłużenia a rentownością, natomiast wartość ujemna oznacza zależność ujemną. Za statystycznie istotne uznano współczynniki, dla których wartość *p* była niższa od przyjętego poziomu istotności 0,05.

Zastosowana procedura badawcza umożliwiła ocenę poziomu i zróżnicowania zadłużenia oraz rentowności badanych przedsiębiorstw, a następnie określenie kierunku, siły i istotności statystycznej występujących pomiędzy nimi zależności. Uzyskane wyniki stanowiły podstawę weryfikacji hipotezy głównej H1 oraz hipotez szczegółowych H1a i H1b. Stwierdzonych zależności statystycznych nie należy utożsamiać z bezpośrednim związkiem przyczynowo-skutkowym.

Analiza struktury kapitału badanych przedsiębiorstw

Pierwszym etapem analizy empirycznej była ocena struktury kapitału przedsiębiorstw objętych badaniem. W tym celu przeanalizowano poziom zadłużenia 15 spółek w latach 2020–2024, wykorzystując wskaźnik zadłużenia ogólnego (WZO), określający udział zobowiązań ogółem w finansowaniu aktywów przedsiębiorstwa. Analiza

umożliwiła ocenę zróżnicowania poziomu zadłużenia pomiędzy poszczególnymi podmiotami oraz identyfikację zmian zachodzących w strukturze ich finansowania w badanym okresie. Wartości wskaźnika zadłużenia ogólnego dla poszczególnych przedsiębiorstw przedstawiono w tabeli 2.

Tabela 2. Wskaźnik zadłużenia ogólnego badanych przedsiębiorstw w latach 2020–2024 (w %)

Spółka	Wskaźnik zadłużenia ogółem (w %)				
	2020	2021	2022	2023	2024
Budimex S.A. (BDX)	84,09	80,17	82,41	81,35	83,58
Mostostal Warszawa S.A.	59,36	62,24	61,98	62,19	77,85
Mirbud S.A.	70,01	71,46	69,66	65,25	54,63
Mostostal Płock S.A.	41,18	40,15	22,61	54,42	72,18
Dekpol S.A.	69,22	71,46	65,61	62,54	61,91
Torpol S.A.	75,98	69,53	58,35	55,14	56,16
ERBUD S.A.	74,12	62,65	67,00	65,81	68,98
Unibep S.A.	73,05	75,33	78,82	88,21	83,84
Ferro S.A.	38,72	43,73	41,06	40,70	39,42
Compremum S.A.	57,67	52,98	55,46	52,45	61,90
Trakcja S.A.	77,19	76,78	84,91	83,33	77,12
Śnieżka S.A.	54,02	58,41	59,54	54,31	49,70
Decora S.A.	24,02	33,56	44,46	35,50	29,03
Zakłady Magnezytowe „Ropczyce" S.A.	28,70	35,49	39,33	41,41	32,14
Ekobox S.A.	44,24	31,88	53,59	54,88	27,70

Źródło: opracowanie własne na podstawie rocznych sprawozdań finansowych badanych przedsiębiorstw za lata 2020–2024 (zob. bobliografia).

Analiza wartości wskaźnika zadłużenia ogólnego wskazuje na znaczne zróżnicowanie struktury finansowania badanych spółek w latach 2020–2024. Do podmiotów charakteryzujących się najwyższym udziałem zobowiązań w finansowaniu aktywów należały przede wszystkim Budimex S.A., Trakcja S.A. oraz Unibep S.A. W przypadku Budimeksu WZO utrzymywał się w całym okresie na stosunkowo stabilnym poziomie przekraczającym 80%, natomiast w Unibepie obserwowano jego wzrost z 73,05% w 2020 roku do 88,21% w 2023 roku, a następnie niewielki spadek do 83,84% w 2024 roku. Trakcja S.A. również charakteryzowała się wysokim poziomem zadłużenia, przy czym najwyższą wartość wskaźnika – 84,91% – odnotowano w 2022 roku.

Odmienny kierunek zmian wystąpił w przypadku Mirbudu S.A. oraz Torpolu S.A. W Mirbudzie, po osiągnięciu 71,46% w 2021 roku, WZO systematycznie obniżał się, osiągając 54,63% w 2024 roku. W Torpolu wskaźnik zmniejszył się z 75,98% w 2020 roku do 56,16% w 2024 roku. Tendencję spadkową po 2021 roku odnotowano również w Dekpolu S.A., gdzie wartość WZO obniżyła się z 71,46% do 61,91%.

Relatywnie niskim poziomem zadłużenia charakteryzowały się Decora S.A., Zakłady Magnezytowe „Ropczyce" S.A. oraz Ferro S.A. W przypadku Decory WZO kształtował się w przedziale 24,02–44,46%, w Ropczycach wynosił od 28,70% do 41,41%, natomiast w Ferro pozostawał stosunkowo stabilny i mieścił się w przedziale 38,72–43,73%.

Na szczególną uwagę zasługują Mostostal Płock S.A. oraz Ekobox S.A., w których występowały znaczne wahania badanego wskaźnika. W Mostostalu Płock wartość WZO zmniejszyła się do 22,61% w 2022 roku, po czym wzrosła do 72,18% w 2024 roku. Z kolei w Ekoboksie S.A. wskaźnik osiągnął najwyższą wartość 54,88% w 2023 roku, aby w kolejnym roku obniżyć się do 27,70%.

Uzyskane wyniki wskazują, że w badanej grupie przedsiębiorstw nie występował jednolity kierunek zmian poziomu zadłużenia. Część podmiotów utrzymywała względnie stabilną strukturę finansowania, w części obserwowano ograniczenie udziału zobowiązań w finansowaniu aktywów, natomiast w innych wystąpił wzrost lub znaczne wahania WZO. Zróżnicowanie to uzasadnia przeprowadzenie dalszej analizy zmierzającej do określenia, czy poziom zadłużenia pozostaje w statystycznie istotnej zależności z rentownością badanych przedsiębiorstw. Analizę poszczególnych spółek uzupełniono oceną poziomu i zróżnicowania zadłużenia w całej badanej grupie.

Tabela 3. Statystyki opisowe wskaźnika zadłużenia ogólnego badanych przedsiębiorstw w latach 2020–2024 (w %)

Rok	Wskaźnik zadłużenia ogólnego (WZO) (w %)				
	Średnia	Mediana	Minimum	Maksimum	Odchylenie standardowe
2020	58,10	59,36	24,02	84,09	18,90
2021	57,72	62,24	31,88	80,17	16,93
2022	58,99	59,54	22,61	84,91	17,17
2023	59,83	55,14	35,50	88,21	15,48
2024	58,41	61,90	27,70	83,84	19,43

Źródło: opracowanie własne na podstawie rocznych sprawozdań finansowych badanych przedsiębiorstw za lata 2020–2024 (zob. bibliografia).

Analiza statystyk opisowych wskaźnika zadłużenia ogólnego wskazuje na względną stabilność przeciętnego poziomu zadłużenia badanych przedsiębiorstw w latach 2020–2024. Średnia wartość WZO kształtowała się w stosunkowo wąskim przedziale od 57,72% w 2021 roku do 59,83% w 2023 roku. Oznacza to, że pomimo zmian zachodzących w strukturze finansowania poszczególnych przedsiębiorstw przeciętny udział zobowiązań w finansowaniu aktywów całej badanej grupy pozostawał na zbliżonym poziomie. W 2024 roku średnia wartość wskaźnika wyniosła 58,41%, a więc była jedynie nieznacznie wyższa niż w 2020 roku, kiedy osiągnęła 58,10%.

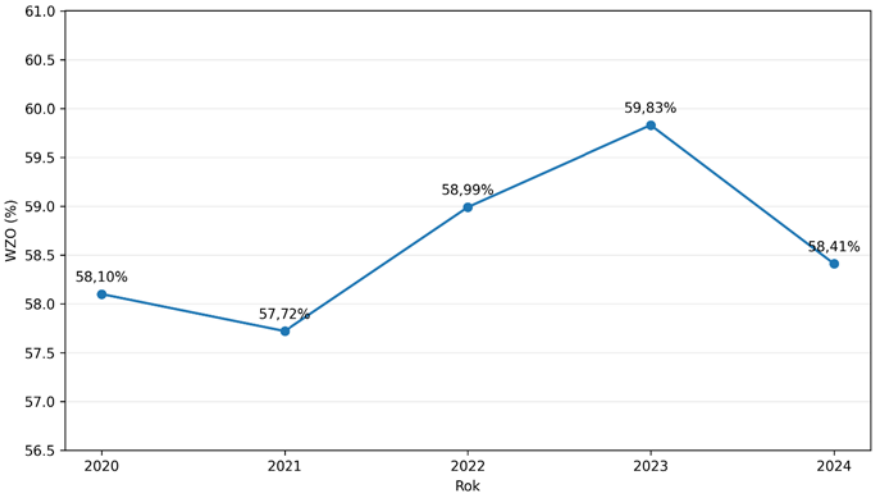
Wartości mediany wykazywały większą zmienność niż wartości średniej i mieściły się w przedziale od 55,14% w 2023 roku do 62,24% w 2021 roku. Różnice pomiędzy średnią a medianą wskazują na wpływ skrajnych wartości WZO występujących w niektórych przedsiębiorstwach. Szczególnie widoczne było to w 2023 roku, kiedy średnia wynosiła 59,83%, natomiast mediana 55,14%, co oznacza, że relatywnie wysokie wartości WZO części podmiotów podwyższały średnią dla całej próby.

Znaczne zróżnicowanie struktury finansowania potwierdza również rozpiętość pomiędzy minimalnymi i maksymalnymi wartościami wskaźnika. Najniższy WZO w całym analizowanym zbiorze rocznych obserwacji wyniósł 22,61% w 2022 roku, natomiast najwyższy 88,21% w 2023 roku. W każdym z analizowanych lat różnica pomiędzy minimalnym a maksymalnym poziomem zadłużenia była znaczna, co wskazuje na występowanie odmiennych struktur finansowania w przedsiębiorstwach objętych badaniem.

Odchylenie standardowe WZO kształtowało się w przedziale od 15,48 punktu procentowego w 2023 roku do 19,43 punktu procentowego w 2024 roku. Najniższa wartość tego miernika w 2023 roku wskazuje na relatywnie mniejsze zróżnicowanie poziomu zadłużenia przedsiębiorstw w tym roku, natomiast wzrost odchylenia standardowego do 19,43 punktu procentowego w 2024 roku świadczy o ponownym zwiększeniu różnic pomiędzy badanymi podmiotami.

Uzyskane wyniki wskazują zatem, że stabilności przeciętnego poziomu zadłużenia całej badanej grupy towarzyszyło znaczne zróżnicowanie WZO pomiędzy poszczególnymi przedsiębiorstwami. Oznacza to, że analiza wyłącznie wartości średnich nie odzwierciedla w pełni heterogeniczności struktur finansowania występujących w badanej próbie. Zidentyfikowane zróżnicowanie stanowi podstawę do dalszej analizy zależności pomiędzy poziomem zadłużenia a rentownością przedsiębiorstw.

Rysunek 1. Średni poziom wskaźnika zadłużenia ogólnego badanych przedsiębiorstw w latach 2020–2024 (w %)



Źródło: opracowanie własne na podstawie wyników przeprowadzonych badań.

Przebieg średniej wartości WZO potwierdza względną stabilność przeciętnego poziomu zadłużenia badanych przedsiębiorstw. W latach 2020–2024 średnia wartość wskaźnika oscylowała wokół 58–60%, a różnica pomiędzy jego najniższym poziomem, odnotowanym w 2021 roku (57,72%), a najwyższym, osiągniętym w 2023 roku (59,83%), wyniosła jedynie 2,11 punktu procentowego. Oznacza to, że na poziomie całej próby nie wystąpiła wyraźna tendencja wzrostowa ani spadkowa w zakresie udziału zobowiązań w finansowaniu aktywów.

Analiza rentowności przedsiębiorstw

Kolejnym etapem badania jest analiza rentowności przedsiębiorstw objętych próbą badawczą. Jej przeprowadzenie umożliwia ocenę efektywności wykorzystania posiadanych zasobów oraz kapitału własnego, a także identyfikację zróżnicowania wyników osiąganych przez poszczególne podmioty w analizowanym okresie.

Uzyskane wartości wskaźników poddano analizie porównawczej w ujęciu podmiotowym i czasowym, co umożliwiło określenie kierunku i skali zmian rentowności badanych przedsiębiorstw. Wyniki tej części badania stanowią podstawę do dalszej

oceny zależności pomiędzy strukturą kapitału, mierzoną wskaźnikiem zadłużenia ogólnego, a rentownością badanych podmiotów.

Tabela 4. Wskaźnik rentowności aktywów (ROA) badanych przedsiębiorstw w latach 2020–2024 (w %)

Spółka	Wskaźnik rentowności aktywów (ROA) (w%)				
	2020	2021	2022	2023	2024
Budimex S.A. (BDX)	6,32	14,37	7,42	8,86	7,98
Mostostal Warszawa S.A.	3,26	3,65	4,80	–4,99	–13,11
Mirbud S.A.	3,78	6,27	5,30	5,93	5,03
Mostostal Płock S.A.	4,92	14,05	4,38	–11,92	–6,21
Dekpol S.A.	5,53	5,58	5,69	5,86	5,75
Torpol S.A.	4,66	8,04	18,79	8,99	5,64
ERBUD S.A.	4,20	1,16	0,55	1,18	–0,85
Unibep S.A.	3,03	3,08	1,76	–8,66	5,45
Ferro S.A.	12,15	15,40	8,80	8,76	9,70
Compremum S.A.	5,48	4,91	0,58	4,56	–10,58
Trakcja S.A.	–7,44	–0,84	–22,34	3,78	2,14
Śnieżka S.A.	12,15	8,01	5,20	10,20	9,18
Decora S.A.	22,80	18,84	8,59	14,32	16,31
Zakłady Magnezytowe „Ropczyce" S.A.	6,40	6,03	7,19	2,30	–0,18
Ekobox S.A.	4,79	3,99	3,90	9,79	12,06

Źródło: opracowanie własne na podstawie rocznych sprawozdań finansowych badanych przedsiębiorstw za lata 2020–2024 (zob. bibliografia).

Analiza wartości wskaźnika rentowności aktywów wskazuje na znaczne zróżnicowanie efektywności wykorzystania majątku przez badane przedsiębiorstwa w latach 2020–2024. Różnice występowały zarówno pomiędzy poszczególnymi podmiotami, jak i w ujęciu czasowym, przy czym w części przedsiębiorstw obserwowano relatywnie stabilne wartości ROA, natomiast w innych występowały znaczne wahania, w tym również wartości ujemne.

Na tle badanej grupy wysoką rentownością aktywów wyróżniała się Decora S.A. W całym analizowanym okresie spółka osiągała dodatnie wartości ROA, a najwyższą odnotowano w 2020 roku – 22,80%. Pomimo spadku do 8,59% w 2022 roku w kolejnych

latach nastąpiła poprawa rentowności aktywów, do 16,31% w 2024 roku. Relatywnie wysokie wartości wskaźnika osiągała również Ferro S.A., dla której ROA mieścił się w przedziale od 8,76% do 15,40%. Dodatnią rentowność aktywów we wszystkich analizowanych latach odnotowano również m.in. w Budimeksie S.A., Mirbudzie S.A. oraz Dekpolu S.A.

W części przedsiębiorstw widoczna była natomiast znaczna zmienność rentowności. Szczególnym przypadkiem była Trakcja S.A., która w latach 2020–2022 osiągała ujemne wartości ROA, przy czym w 2022 roku wskaźnik wyniósł –22,34%, co stanowiło najniższą wartość w badanej grupie w całym analizowanym okresie. W latach 2023–2024 nastąpiła poprawa wyników i powrót do dodatniej rentowności aktywów. Znaczne wahania odnotowano również w Mostostalu Płock S.A. – po osiągnięciu ROA na poziomie 14,05% w 2021 roku wskaźnik obniżył się do –11,92% w 2023 roku, a w 2024 roku nadal pozostawał ujemny.

Pogorszenie rentowności w końcowej części badanego okresu wystąpiło także w Mostostalu Warszawa S.A. W latach 2020–2022 spółka osiągała dodatnie wartości ROA, natomiast w 2023 roku wskaźnik obniżył się do –4,99%, a w 2024 roku do –13,11%. Ujemną rentowność aktywów w wybranych latach odnotowano ponadto w spółkach Unibep S.A., Compremum S.A., ERBUD S.A. oraz Zakłady Magnezytowe „Ropczyce" S.A.

Na szczególną uwagę zasługuje Dekpol S.A., w którym ROA pozostawał wyjątkowo stabilny i w całym analizowanym okresie mieścił się w przedziale 5,53–5,86%. Stabilność ta kontrastuje z dużą zmiennością rentowności obserwowaną w części pozostałych przedsiębiorstw. W przypadku Torpolu S.A. wyróżniał się natomiast 2022 rok, kiedy ROA osiągnął 18,79%, podczas gdy w pozostałych latach był wyraźnie niższy.

Przeprowadzona analiza wskazuje, że badane przedsiębiorstwa charakteryzowały się znacznym zróżnicowaniem zdolności do generowania wyniku finansowego w relacji do posiadanych aktywów. Jednocześnie nie można na podstawie samego zestawienia wartości ROA przesądzić, czy obserwowane różnice w rentowności pozostają w związku z poziomem zadłużenia przedsiębiorstw. Ocena charakteru, kierunku i siły tej zależności wymaga przeprowadzenia dalszej analizy statystycznej z wykorzystaniem wskaźnika zadłużenia ogólnego oraz mierników rentowności.

Tabela 5. Wskaźnik rentowności kapitału własnego (ROE) badanych przedsiębiorstw w latach 2020–2024 (w %)

Spółka	Wskaźnik rentowności kapitału własnego (ROE) (w%)				
	2020	2021	2022	2023	2024
Budimex S.A. (BDX)	39,70	72,48	42,18	47,51	48,59
Mostostal Warszawa S.A.	8,02	9,66	12,63	–13,20	–59,20
Mirbud S.A.	12,61	21,98	17,48	17,06	11,08
Mostostal Płock S.A.	17,96	44,62	7,29	–47,58	–34,84
Dekpol S.A.	17,98	19,56	16,54	15,64	15,10
Torpol S.A.	19,38	26,39	45,12	20,04	12,86
ERBUD S.A.	16,22	3,12	1,65	3,45	–2,73
Unibep S.A.	11,23	12,50	8,30	–73,42	33,72
Ferro S.A.	19,82	27,37	14,93	14,78	16,01
Compremum S.A.	12,94	10,44	1,29	9,59	–27,78
Trakcja S.A.	–32,63	–3,62	–148,08	22,67	9,33
Śnieżka S.A.	26,42	19,27	12,85	22,31	18,25
Decora S.A.	30,01	28,36	15,47	22,20	22,98
Zakłady Magnezytowe „Ropczyce" S.A.	8,97	9,35	11,85	3,92	–0,26
Ekobox S.A.	9,29	6,10	8,51	21,74	16,68

Źródło: opracowanie własne na podstawie rocznych sprawozdań finansowych badanych przedsiębiorstw za lata 2020–2024 (zob. bibliografia).

Analiza wartości wskaźnika rentowności kapitału własnego wskazuje na znaczne zróżnicowanie efektywności wykorzystania kapitału własnego przez badane przedsiębiorstwa w latach 2020–2024. Zróżnicowanie to występowało zarówno pomiędzy poszczególnymi podmiotami, jak i w kolejnych latach badanego okresu. W porównaniu z rentownością aktywów wartości ROE charakteryzowały się większą rozpiętością, co wynika między innymi ze zróżnicowanego udziału kapitału własnego w strukturze finansowania przedsiębiorstw.

Na tle badanej grupy wysokimi wartościami ROE wyróżniał się Budimex S.A. W całym analizowanym okresie rentowność kapitału własnego pozostawała dodatnia i wynosiła od 39,70% w 2020 roku do 72,48% w 2021 roku. W kolejnych latach utrzymywała się na relatywnie wysokim poziomie, osiągając 48,59% w 2024 roku. Dodatnią rentownością kapitału własnego w całym okresie charakteryzowały się również m.in. Dekpol S.A., Ferro S.A., Śnieżka S.A. oraz Decora S.A. W przypadku Dekpolu S.A.

uwagę zwraca relatywna stabilność wskaźnika – ROE kształtował się w przedziale od 15,10% do 19,56%.

Znacznie większą zmienność odnotowano w przypadku Torpolu S.A. Wskaźnik ROE wzrósł z 19,38% w 2020 roku do 45,12% w 2022 roku, po czym obniżył się do 12,86% w 2024 roku. Z kolei Ekobox S.A. odnotował wzrost ROE z 8,51% w 2022 roku do 21,74% w 2023 roku, a następnie spadek do 16,68% w ostatnim roku analizy.

Najniższe wartości ROE wystąpiły w przedsiębiorstwach, które w poszczególnych latach poniosły straty netto. Szczególnie wyróżniała się Trakcja S.A., dla której w 2022 roku wskaźnik osiągnął –148,08%. W latach 2023–2024 nastąpiła jednak wyraźna poprawa sytuacji i powrót do dodatniej rentowności kapitału własnego. Znaczne pogorszenie odnotowano również w Unibepie S.A., gdzie ROE w 2023 roku wyniósł –73,42%, po czym w 2024 roku wzrósł do 33,72%.

Niekorzystne tendencje wystąpiły także w Mostostalu Warszawa S.A. Po dodatnich wartościach ROE w latach 2020–2022 wskaźnik spadł do –13,20% w 2023 roku oraz –59,20% w 2024 roku. Podobną zmianę kierunku rentowności zaobserwowano w Mostostalu Płock S.A., dla którego ROE wyniósł –47,58% w 2023 roku i –34,84% w 2024 roku. Ujemne wartości wskaźnika w wybranych latach wystąpiły również w spółkach ERBUD S.A., Compremum S.A. oraz Zakłady Magnezytowe „Ropczyce" S.A.

Uzyskane wyniki potwierdzają znaczne zróżnicowanie rentowności kapitału własnego w badanej grupie przedsiębiorstw. Jednocześnie duża rozpiętość wartości ROE wskazuje, że efektywność wykorzystania kapitału własnego może pozostawać w związku ze strukturą źródeł finansowania poszczególnych podmiotów. Na tym etapie analizy nie pozwala to jednak na określenie kierunku ani siły tej zależności. Rozstrzygnięcie tej kwestii wymaga zestawienia wyników rentowności z poziomem zadłużenia oraz przeprowadzenia analizy statystycznej.

W celu uzupełnienia analizy rentowności badanych przedsiębiorstw oraz syntetycznej oceny zróżnicowania wartości wskaźnika ROA w poszczególnych latach wyznaczono podstawowe statystyki opisowe. Uwzględniono średnią arytmetyczną, medianę, wartość minimalną i maksymalną oraz odchylenie standardowe. Zestawienie tych miar pozwala określić przeciętny poziom rentowności aktywów w badanej grupie, a także skalę zróżnicowania wyników pomiędzy przedsiębiorstwami.

Tabela 6. Statystyki opisowe wskaźnika ROA badanych przedsiębiorstw w latach 2020–2024 (w %)

Statystyka	Wskaźnik rentowności aktywów (ROA) (w %)				
	2020	2021	2022	2023	2024
Średnia	6,14	7,50	4,04	3,93	3,22
Mediana	4,92	6,03	5,20	5,86	5,45
Minimum	–7,44	–0,84	–22,34	–11,92	–13,11
Maksimum	22,80	18,84	18,79	14,32	16,31
Odchylenie standardowe	6,37	5,68	8,51	7,38	8,22

Źródło: opracowanie własne na podstawie rocznych sprawozdań finansowych badanych przedsiębiorstw za lata 2020–2024 (zob. bibliografia).

Tabela 7. Statystyki opisowe wskaźnika ROE badanych przedsiębiorstw w latach 2020–2024 (w %)

Statystyka	Wskaźnik rentowności kapitału własnego (ROE) (w %)				
	2020	2021	2022	2023	2024
Średnia	14,53	20,51	4,53	5,78	5,32
Mediana	16,22	19,27	12,63	15,64	12,86
Minimum	–32,63	–3,62	–148,08	–73,42	–59,20
Maksimum	39,70	72,48	45,12	47,51	48,59
Odchylenie standardowe	15,66	18,77	44,03	30,28	27,48

Źródło: opracowanie własne na podstawie rocznych sprawozdań finansowych badanych przedsiębiorstw za lata 2020–2024 (zob. bibliografia).

Analiza statystyk opisowych wskaźników ROA i ROE potwierdza znaczne zróżnicowanie rentowności przedsiębiorstw objętych badaniem. W przypadku rentowności aktywów najwyższą średnią wartość ROA odnotowano w 2021 roku (7,50%). W 2022 roku średnia obniżyła się do 4,04%, a w 2023 roku do 3,93%. W 2024 roku wyniosła 3,22%, co wskazuje na utrzymywanie się przeciętnej rentowności aktywów na niższym poziomie niż w pierwszych dwóch latach analizy. Jednocześnie mediana ROA w latach 2023–2024 (odpowiednio 5,86% i 5,45%) była wyższa od średniej, co wskazuje, że na poziom średniej oddziaływały przedsiębiorstwa osiągające ujemne wartości wskaźnika.

Znacznie większe zróżnicowanie wystąpiło w przypadku rentowności kapitału własnego. Średnia wartość ROE wzrosła z 14,53% w 2020 roku do 20,51% w 2021 roku,

po czym w 2022 roku obniżyła się do 4,53%. W latach 2023–2024 pozostawała na relatywnie niskim poziomie, wynosząc odpowiednio 5,78% i 5,32%. Jednocześnie wartości mediany były w tych latach wyraźnie wyższe od średnich, co wskazuje na występowanie obserwacji o silnie ujemnej rentowności, obniżających przeciętny poziom ROE w badanej grupie.

Szczególnie duże zróżnicowanie rentowności kapitału własnego wystąpiło w 2022 roku, kiedy odchylenie standardowe ROE osiągnęło 44,03 punktu procentowego. Wartość minimalna wyniosła wówczas –148,08%, natomiast maksymalna 45,12%. Tak znaczna rozpiętość była w dużej mierze związana z bardzo niską wartością ROE Trakcji S.A. Również w latach 2023 i 2024 odchylenie standardowe pozostawało wysokie i wynosiło odpowiednio 30,28 oraz 27,48 punktu procentowego. Dla porównania zmienność ROA była mniejsza – odchylenie standardowe tego wskaźnika kształtowało się w analizowanym okresie w przedziale od 5,68 do 8,51 punktu procentowego.

Porównanie statystyk opisowych obu mierników wskazuje zatem, że ROE charakteryzował się zdecydowanie większą zmiennością niż ROA. Wynika to z konstrukcji wskaźnika ROE, którego wartość jest uzależniona nie tylko od osiąganego wyniku finansowego, lecz również od wielkości kapitału własnego. W przedsiębiorstwach o relatywnie niskim poziomie kapitału własnego zarówno zysk, jak i strata mogą prowadzić do uzyskania wysokich bezwzględnych wartości ROE. Z tego względu przy dalszej analizie zależności pomiędzy strukturą kapitału a rentownością należy uwzględnić występowanie obserwacji skrajnych.

Uzyskane wyniki wskazują, że sama analiza średnich wartości wskaźników nie jest wystarczająca do oceny rentowności badanej grupy. Znaczne różnice pomiędzy średnią a medianą oraz wysokie wartości odchylenia standardowego, szczególnie w przypadku ROE, uzasadniają przeprowadzenie dalszej analizy zależności pomiędzy poziomem zadłużenia a rentownością przedsiębiorstw.

Ocena zależności między strukturą kapitału a rentownością

Korelacja

W celu określenia kierunku i siły zależności pomiędzy strukturą kapitału a rentownością badanych przedsiębiorstw przeprowadzono analizę korelacji. Jako miernik struktury kapitału przyjęto wskaźnik zadłużenia ogólnego (WZO), natomiast rentowność

oceniono za pomocą wskaźnika rentowności aktywów (ROA) oraz wskaźnika rentowności kapitału własnego (ROE).

Do oceny zależności pomiędzy analizowanymi zmiennymi zastosowano współczynnik korelacji liniowej Pearsona. Jego wartości mieszczą się w przedziale od –1 do 1, przy czym znak współczynnika wskazuje na kierunek zależności, natomiast jego wartość bezwzględna pozwala ocenić jej siłę. Wartości zbliżone do zera wskazują na słabą zależność liniową, natomiast wartości zbliżone do –1 lub 1 oznaczają silną zależność liniową.

Tabela 8. Wyniki analizy korelacji pomiędzy WZO a wskaźnikami rentowności

Zależność	Współczynnik korelacji Pearsona (r)	Wartość *p*	Kierunek i siła zależności	Istotność przy α = 0,05
WZO – ROA	–0,460	0,000033	umiarkowana ujemna	istotna statystycznie
WZO – ROE	–0,176	0,130	słaba ujemna	nieistotna statystycznie

Źródło: opracowanie własne na podstawie rocznych sprawozdań finansowych badanych przedsiębiorstw za lata 2020–20024 (zob. bibliografia).

Analiza korelacji wykazała zróżnicowany charakter zależności pomiędzy poziomem zadłużenia a rentownością badanych przedsiębiorstw. W przypadku relacji pomiędzy wskaźnikiem zadłużenia ogólnego (WZO) a rentownością aktywów (ROA) współczynnik korelacji Pearsona wyniósł r = –0,460, co wskazuje na umiarkowaną ujemną zależność pomiędzy analizowanymi zmiennymi. Oznacza to, że wyższym wartościom wskaźnika zadłużenia ogólnego towarzyszyły przeciętnie niższe wartości rentowności aktywów. Otrzymana zależność była istotna statystycznie ($p < 0,001$) przy przyjętym poziomie istotności α = 0,05.

Odmienne wyniki uzyskano w przypadku zależności pomiędzy wskaźnikiem zadłużenia ogólnego a rentownością kapitału własnego. Współczynnik korelacji Pearsona wyniósł r = –0,176, wskazując na słabą ujemną zależność pomiędzy WZO a ROE. Wartość $p = 0,130$ była jednak wyższa od przyjętego poziomu istotności α = 0,05, co oznacza, że stwierdzona zależność nie była istotna statystycznie. Na podstawie przeprowadzonej analizy nie można zatem potwierdzić występowania statystycznie istotnej liniowej zależności pomiędzy poziomem zadłużenia a rentownością kapitału własnego w badanej próbie.

Uzyskane wyniki wskazują, że zależność pomiędzy strukturą kapitału a rentownością nie jest jednakowa dla obu zastosowanych mierników rentowności. W przypadku ROA stwierdzono statystycznie istotną zależność ujemną, natomiast w odniesieniu

do ROE zależność była słaba i nieistotna statystycznie. Wyniki te sugerują, że wzrost udziału zobowiązań w finansowaniu aktywów może współwystępować z niższą efektywnością wykorzystania majątku przedsiębiorstw, jednak nie dają podstaw do analogicznego wniosku w odniesieniu do rentowności kapitału własnego.

Regresja

W celu pogłębienia oceny zależności pomiędzy strukturą kapitału a rentownością badanych przedsiębiorstw przeprowadzono analizę regresji liniowej. Jako zmienną objaśniającą przyjęto wskaźnik zadłużenia ogólnego (WZO), natomiast zmiennymi objaśnianymi były kolejno wskaźnik rentowności aktywów (ROA) oraz wskaźnik rentowności kapitału własnego (ROE). Oszacowano zatem dwa odrębne modele regresji, umożliwiające określenie kierunku zależności pomiędzy poziomem zadłużenia a poszczególnymi miernikami rentowności.

Tabela 9. Wyniki analizy regresji liniowej zależności między wskaźnikiem zadłużenia ogólnego a rentownością badanych przedsiębiorstw

Model	Wynik estymacji i oceny modelu				
	Wyraz wolny	Współczynnik przy WZO	R^2	Wartość *p*	Istotność przy α = 0,05
WZO – ROA	16,417	–0,195	0,212	< 0,001	istotny statystycznie
WZO – ROE	27,530	–0,297	0,031	0,130	nieistotny statystycznie

Źródło: opracowanie własne na podstawie rocznych sprawozdań finansowych badanych przedsiębiorstw za lata 2020–2024 (zob. bibliografia).

Przeprowadzona analiza regresji liniowej wykazała odmienne znaczenie wskaźnika zadłużenia ogólnego dla kształtowania rentowności aktywów i rentowności kapitału własnego badanych przedsiębiorstw. W przypadku modelu, w którym zmienną objaśnianą był wskaźnik ROA, współczynnik regresji przy WZO wyniósł –0,195. Oznacza to, że wzrost wskaźnika zadłużenia ogólnego o 1 punkt procentowy był związany przeciętnie ze spadkiem rentowności aktywów o około 0,195 punktu procentowego, przy pozostałych założeniach modelu. Ujemny znak parametru wskazuje zatem na odwrotny kierunek zależności pomiędzy poziomem zadłużenia a rentownością aktywów.

Współczynnik determinacji dla modelu ROA wyniósł $R^2 = 0{,}212$, co oznacza, że około 21,2% zróżnicowania rentowności aktywów w badanej próbie było wyjaśniane przez liniową zależność z poziomem wskaźnika zadłużenia ogólnego. Pozostała część zmienności ROA związana była z czynnikami nieuwzględnionymi w modelu. Jednocześnie parametr przy WZO był istotny statystycznie ($p < 0{,}001$), co pozwala stwierdzić występowanie statystycznie istotnej ujemnej zależności pomiędzy WZO a ROA w badanej próbie.

W przypadku modelu, w którym zmienną objaśnianą był wskaźnik ROE, współczynnik regresji przy WZO również przyjął wartość ujemną i wyniósł –0,297. Wzrost WZO o 1 punkt procentowy wiązał się zatem przeciętnie ze spadkiem ROE o około 0,297 punktu procentowego. Wynik ten należy jednak interpretować ostrożnie, ponieważ współczynnik determinacji wyniósł zaledwie $R^2 = 0{,}031$, co oznacza, że model wyjaśnia około 3,1% zróżnicowania rentowności kapitału własnego. Ponadto parametr przy WZO nie był istotny statystycznie ($p = 0{,}130 > 0{,}05$). Nie ma zatem podstaw do potwierdzenia statystycznie istotnej liniowej zależności pomiędzy poziomem zadłużenia a ROE na podstawie oszacowanego modelu.

Wyniki analizy regresji są zgodne z rezultatami uzyskanymi w analizie korelacji. Wskazują one, że w badanej grupie przedsiębiorstw wyższemu poziomowi zadłużenia towarzyszyła istotnie niższa rentowność aktywów, natomiast w przypadku rentowności kapitału własnego nie stwierdzono statystycznie istotnej zależności. Oznacza to, że znaczenie struktury kapitału dla rentowności może różnić się w zależności od zastosowanego miernika efektywności finansowej.

Uzyskane rezultaty stanowią podstawę do weryfikacji przyjętych hipotez badawczych dotyczących zależności pomiędzy strukturą kapitału a rentownością przedsiębiorstw.

Weryfikacja hipotez badawczych

Na podstawie wyników przeprowadzonej analizy korelacji oraz regresji liniowej dokonano weryfikacji przyjętych hipotez badawczych dotyczących zależności pomiędzy poziomem zadłużenia a rentownością badanych przedsiębiorstw. Wnioskowanie przeprowadzono przy poziomie istotności $\alpha = 0{,}05$.

- Hipoteza H1a: Istnieje statystycznie istotna zależność pomiędzy poziomem zadłużenia a rentownością aktywów (ROA).

Przeprowadzone badanie pozwala na potwierdzenie hipotezy H1a. Współczynnik korelacji Pearsona pomiędzy wskaźnikiem zadłużenia ogólnego (WZO)

a wskaźnikiem rentowności aktywów (ROA) wyniósł r = −0,460, co wskazuje na umiarkowaną ujemną zależność pomiędzy analizowanymi zmiennymi. Zależność ta była statystycznie istotna ($p < 0,001$). Wyniki analizy regresji potwierdziły kierunek i istotność stwierdzonej zależności. Współczynnik regresji przy zmiennej WZO wyniósł −0,195, natomiast współczynnik determinacji $R^2 = 0,212$. Oznacza to, że wyższym wartościom wskaźnika zadłużenia ogólnego towarzyszyły przeciętnie niższe wartości rentowności aktywów. Tym samym uzyskane wyniki dostarczają podstaw do przyjęcia hipotezy H1a.

Hipoteza H1b: Istnieje statystycznie istotna zależność pomiędzy poziomem zadłużenia a rentownością kapitału własnego (ROE).

Wyniki przeprowadzonych analiz nie pozwalają na potwierdzenie hipotezy H1b. Współczynnik korelacji Pearsona pomiędzy WZO a ROE wyniósł r = −0,176, co wskazuje na słabą ujemną zależność, która nie była jednak istotna statystycznie ($p = 0,130$). Analogiczne rezultaty uzyskano w analizie regresji. Współczynnik przy zmiennej WZO wyniósł −0,297, jednak nie był statystycznie istotny, a wartość współczynnika determinacji $R^2 = 0,031$ wskazuje, że model wyjaśniał jedynie 3,1% zróżnicowania rentowności kapitału własnego. W konsekwencji brak jest wystarczających podstaw statystycznych do przyjęcia hipotezy H1b.

Przeprowadzona weryfikacja hipotez wskazuje zatem, że zależność pomiędzy strukturą kapitału a rentownością badanych przedsiębiorstw jest uzależniona od zastosowanego miernika rentowności. Statystycznie istotną ujemną zależność stwierdzono w odniesieniu do rentowności aktywów, natomiast nie wykazano statystycznie istotnej zależności pomiędzy poziomem zadłużenia a rentownością kapitału własnego. Wyniki wskazują jednocześnie, że rentowność przedsiębiorstw, szczególnie rentowność kapitału własnego, może być kształtowana przez szereg innych czynników nieuwzględnionych w przyjętych modelach.

Zakończenie

Celem artykułu była ocena zależności pomiędzy strukturą kapitału a rentownością przedsiębiorstw sektora budowlanego notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Badaniem objęto 15 przedsiębiorstw w latach 2020–2024. Strukturę kapitału oceniono z wykorzystaniem wskaźnika zadłużenia ogólnego (WZO), natomiast do pomiaru rentowności zastosowano wskaźniki rentowności aktywów (ROA) oraz rentowności kapitału własnego (ROE). W części empirycznej wykorzystano statystyki opisowe, analizę korelacji liniowej Pearsona oraz regresję liniową.

Przeprowadzone badanie wykazało znaczne zróżnicowanie zarówno poziomu zadłużenia, jak i rentowności analizowanych przedsiębiorstw. Różnice występowały pomiędzy poszczególnymi podmiotami oraz w kolejnych latach badanego okresu. Szczególnie duża zmienność dotyczyła rentowności kapitału własnego, co znalazło odzwierciedlenie w wysokich wartościach odchylenia standardowego oraz znacznej rozpiętości pomiędzy minimalnymi i maksymalnymi wartościami ROE.

Wyniki analizy korelacji wskazały na występowanie umiarkowanej ujemnej zależności pomiędzy wskaźnikiem zadłużenia ogólnego a rentownością aktywów. Współczynnik korelacji Pearsona wyniósł r = −0,460, a zależność była statystycznie istotna ($p < 0,001$). Rezultaty analizy regresji potwierdziły ten kierunek zależności. Współczynnik regresji przy WZO wyniósł −0,195, natomiast współczynnik determinacji $R^2 = 0,212$. Oznacza to, że w badanej próbie wyższemu poziomowi zadłużenia towarzyszyła przeciętnie niższa rentowność aktywów.

Odmienne rezultaty uzyskano w odniesieniu do rentowności kapitału własnego. Współczynnik korelacji pomiędzy WZO a ROE wyniósł r = −0,176, wskazując na słabą ujemną zależność, która nie była jednak istotna statystycznie ($p = 0,130$). Również analiza regresji nie dostarczyła podstaw do stwierdzenia statystycznie istotnej zależności pomiędzy analizowanymi zmiennymi. Niska wartość współczynnika determinacji ($R^2 = 0,031$) wskazuje ponadto, że poziom zadłużenia w niewielkim stopniu wyjaśniał zróżnicowanie rentowności kapitału własnego badanych przedsiębiorstw.

Uzyskane rezultaty pozwoliły na potwierdzenie hipotezy H1a, zakładającej występowanie statystycznie istotnej zależności pomiędzy poziomem zadłużenia a rentownością aktywów. Jednocześnie nie uzyskano podstaw do potwierdzenia hipotezy H1b, dotyczącej statystycznie istotnej zależności pomiędzy poziomem zadłużenia a rentownością kapitału własnego. Wyniki wskazują zatem, że charakter zależności pomiędzy strukturą kapitału a rentownością jest uzależniony od przyjętego miernika rentowności.

Otrzymane wyniki wpisują się w niejednoznaczny obraz zależności pomiędzy strukturą kapitału a rentownością prezentowany w literaturze. Badania empiryczne nie prowadzą w tym zakresie do jednolitych wniosków, a kierunek i siła obserwowanych zależności mogą być uwarunkowane m.in. sposobem pomiaru struktury kapitału, charakterystyką przedsiębiorstw, branżą oraz zastosowaną metodą badawczą.

Przeprowadzone badanie podlega jednak pewnym ograniczeniom. Analizą objęto 15 przedsiębiorstw reprezentujących jedną branżę w okresie pięciu lat, dlatego uzyskanych wyników nie należy bezpośrednio uogólniać na wszystkie przedsiębiorstwa notowane na GPW. Ponadto w modelach uwzględniono jedną zmienną opisującą strukturę kapitału, podczas gdy rentowność przedsiębiorstw może być

determinowana również przez wielkość podmiotu, dynamikę przychodów, strukturę aktywów, płynność finansową, warunki makroekonomiczne oraz specyficzne cechy działalności poszczególnych przedsiębiorstw. Ograniczeniem jest również zastosowanie prostych modeli liniowych do danych obejmujących wielokrotne obserwacje tych samych przedsiębiorstw.

Dalsze badania mogłyby zatem obejmować dłuższy horyzont czasowy, większą liczbę przedsiębiorstw oraz dodatkowe mierniki struktury finansowania i rentowności. Zasadne byłoby również zastosowanie modeli regresji wielorakiej oraz metod właściwych dla danych panelowych, umożliwiających uwzględnienie indywidualnych cech przedsiębiorstw i zmian zachodzących w czasie. Pozwoliłoby to na pełniejszą identyfikację czynników determinujących zależność pomiędzy strukturą kapitału a efektywnością finansową przedsiębiorstw.

Bibliografia

Compremum S.A. (2022), *Skonsolidowane Sprawozdanie Finansowe Grupy za rok 2021*, https://compremum.pl/skonsolidowane-sprawozdanie-finansowe-grupy-za-rok-2021/, dostęp: 14.09.2026.

Compremum S.A. (2023), *Skonsolidowane Sprawozdanie Finansowe Grupy za rok 2022*, https://compremum.pl/skonsolidowane-sprawozdanie-finansowe-grupy-za-rok-2022/, dostęp: 14.09.2026.

Compremum S.A. (2024), *Skonsolidowane Sprawozdanie Finansowe Grupy za rok 2023*, https://compremum.pl/skonsolidowane-sprawozdanie-finansowe-grupy-za-rok-2023/, dostęp: 14.09.2026.

Compremum S.A. (2025), *Skonsolidowane Sprawozdanie Finansowe Grupy za rok 2024 – KOREKTA*, https://compremum.pl/skonsolidowane-sprawozdanie-finansowe-grupy-za-rok-2024-korekta/, dostęp: 14.09.2026.

DECORA S.A. (2021), *GK DECORA SA sprawozdanie finansowe 2020*, https://decora.pl/pl/raporty-okresowe?filters%5Byear%5D%5B%5D=2020, dostęp: 14.09.2026.

DECORA S.A. (2022), *Sprawozdanie skonsolidowane GK Decora SA za 2021 rok*, https://decora.pl/pl/raporty-okresowe?filters%5Byear%5D%5B%5D=2021, dostęp: 14.09.2026.

DECORA S.A. (2023), *Sprawozdanie skonsolidowane GK Decora SA za 2022 rok*, https://decora.pl/pl/raporty-okresowe?filters%5Byear%5D%5B%5D=2022, dostęp: 14.09.2026.

DECORA S.A. (2024), *Sprawozdanie skonsolidowane GK Decora SA za 2023 rok*, https://decora.pl/pl/raporty-okresowe?filters%5Byear%5D%5B%5D=2023, dostęp: 14.09.2026.

DECORA S.A. (2025), *Sprawozdanie skonsolidowane GK Decora za 2024 rok*, https://decora.pl/pl/raporty-okresowe?filters%5Byear%5D%5B%5D=2024, dostęp: 14.09.2026.

DEKPOL S.A. (2021), *Skonsolidowane sprawozdanie finansowe Grupy Kapitałowej DEKPOL za okres od 01.01.2020 do 31.12.2020 (korekta)*, https://dekpol.pl/raporty-okresowe/?type=Skonsolidowane&year_id=9951, dostęp: 14.09.2026.

DEKPOL S.A. (2022), *Skonsolidowane sprawozdanie finansowe Grupy Kapitałowej DEKPOL za okres od 01.01.2021 do 31.12.2021*, https://dekpol.pl/raporty-okresowe/?type=Skonsolidowane&year_id=11022, dostęp: 14.09.2026.

DEKPOL S.A. (2023), *Skonsolidowane sprawozdanie finansowe Grupy Kapitałowej Dekpol S.A. za rok zakończony 31 grudnia 2022 r.*, https://dekpol.pl/raporty-okresowe/?type=Skonsolidowane&year_id=11611, dostęp: 14.09.2026.

DEKPOL S.A. (2024), *Raport Roczny 2023 Skonsolidowany*, https://dekpol.pl/raporty-okresowe/?type=Skonsolidowane&year_id=12272, dostęp: 14.09.2026.

DEKPOL S.A. (2025), *Raport Roczny 2024 Skonsolidowany*, https://dekpol.pl/raporty-okresowe/?type=Skonsolidowane&year_id=13018, dostęp: 14.09.2026.

EKOBOX S.A. (2021), *Skonsolidowany Raport Roczny za 2020 rok Grupy Kapitałowej EKOBOX S.A.*, https://www.parkiet.com/komunikaty-ebi/art32700861-ekobox-skonsolidowany-raport-roczny-za-2020-rok-grupy-kapitalowej-ekobox-s-a, dostęp: 14.09.2026.

EKOBOX S.A. (2022), *Skonsolidowany Raport Roczny za 2021 rok Grupy Kapitałowej EKOBOX S.A.*, https://www.parkiet.com/komunikaty-ebi/art36280181-ekobox-skonsolidowany-raport-roczny-za-2021-rok-grupy-kapitalowej-ekobox-s-a, dostęp: 14.09.2026.

EKOBOX S.A. (2023), *Skonsolidowany Raport Roczny za 2022 rok Grupy Kapitałowej EKOBOX S.A.*, https://www.ekobox.pl/relacje-inwestorskie/raporty-gieldowe/468-11032023, dostęp: 14.09.2026.

EKOBOX S.A. (2024), *Skonsolidowany Raport Roczny za 2023 rok Grupy Kapitałowej EKOBOX S.A.*, https://www.ekobox.pl/relacje-inwestorskie/raporty-gieldowe/486-skonsolidowany--raport-roczny-za-2023-rok-grupy-kapitalowej-ekobox-sa, dostęp: 14.09.2026.

EKOBOX S.A. (2025), *Skonsolidowany Raport Roczny za 2024 rok Grupy Kapitałowej EKOBOX S.A.*, https://www.ekobox.pl/relacje-inwestorskie/raporty-gieldowe/511-09052025, dostęp: 14.09.2026.

ERBUD S.A. (2021), *Skonsolidowany raport roczny – 2020*, https://www.erbud.pl/skonsolidowany-raport-roczny-2020-1, dostęp: 14.09.2026.

ERBUD S.A. (2022), *Skonsolidowany raport roczny – 2021*, https://www.erbud.pl/skonsolidowany-raport-roczny-2021, dostęp: 14.09.2026.

ERBUD S.A. (2023), *Skonsolidowany raport roczny – 2022*, https://www.erbud.pl/skonsolidowany-raport-roczny-2022, dostęp: 14.09.2026.

ERBUD S.A. (2024), *Skonsolidowany raport roczny – 2023*, https://www.erbud.pl/skonsolidowany-raport-roczny-2023, dostęp: 14.09.2026.

ERBUD S.A. (2025), *Raport okresowy roczny skonsolidowany SRR za 2024 rok*, https://pap--mediaroom.pl/biznes-i-finanse/erbud-sa-raport-okresowy-roczny-skonsolidowany-srr-2, dostęp: 14.09.2026.

Fabryka Farb i Lakierów Śnieżka S.A. (2021), *Skonsolidowane Sprawozdanie Finansowe 2020*, https://sniezkagroup.com/raporty_okresowe/raport-roczny-2020/, dostęp: 14.09.2026.

Fabryka Farb i Lakierów Śnieżka S.A. (2022), *Skonsolidowany Raport Roczny 2021*, https://sniezkagroup.com/raporty_okresowe/skonsolidowany-raport-roczny-2021/, dostęp: 14.09.2026.

Fabryka Farb i Lakierów Śnieżka S.A. (2023), *Skonsolidowany Raport Roczny 2022*, https://sniezkagroup.com/raporty_okresowe/raport-roczny-2022/, dostęp: 14.09.2026.

Fabryka Farb i Lakierów Śnieżka S.A. (2024), *Skonsolidowany Raport Roczny 2023*, https://sniezkagroup.com/raporty_okresowe/skonsolidowany-raport-roczny-2023/, dostęp: 14.09.2026.

Fabryka Farb i Lakierów Śnieżka S.A. (2025), *Skonsolidowany Raport Roczny 2024*, https://sniezkagroup.com/raporty_okresowe/raport-roczny-2024/, dostęp: 14.09.2026.

FERRO S.A. (2021), *Skonsolidowany raport roczny za 2020 r.*, https://ferro-group.pl/relacje-inwestorskie/dane-finansowe/?report=raporty-finansowe&type=raporty, dostęp: 14.09.2026.

FERRO S.A. (2022), *Skonsolidowany raport roczny za 2021 r.*, https://ferro-group.pl/relacje-inwestorskie/dane-finansowe/?report=raporty-finansowe&type=raporty, dostęp: 14.09.2026.

FERRO S.A. (2023), *Skonsolidowany raport roczny za 2022 r.*, https://ferro-group.pl/relacje-inwestorskie/dane-finansowe/?report=raporty-finansowe&type=raporty, dostęp: 14.09.2026.

FERRO S.A. (2024), *Skonsolidowany raport roczny za 2023 r.*, https://ferro-group.pl/relacje-inwestorskie/dane-finansowe/?report=raporty-finansowe&type=raporty, dostęp: 14.09.2026.

FERRO S.A. (2025), *Skonsolidowany raport roczny za 2024 r.*, https://ferro-group.pl/relacje-inwestorskie/dane-finansowe/?report=raporty-finansowe&type=raporty, dostęp: 14.09.2026.

Frank M.Z., Goyal V.K. (2009), *Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important?*,„Financial Management", *38*(1), 1–37, https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2009.01026.x.

Grupa Budimex (2021), *Skonsolidowane sprawozdanie finansowe za rok zakończony 31 grudnia 2020 roku sporządzone zgodnie z Międzynarodowymi Standardami Sprawozdawczości Finansowej zatwierdzonymi przez Unię Europejską*, https://budimex.pl/relacje-inwestorskie/raporty/raporty-okresowe/, dostęp: 14.09.2026.

Grupa Budimex (2022), *Skonsolidowane sprawozdanie finansowe za rok zakończony 31 grudnia 2021 roku sporządzone zgodnie z Międzynarodowymi Standardami Sprawozdawczości Finansowej zatwierdzonymi przez Unię Europejską*, https://budimex.pl/relacje-inwestorskie/raporty/raporty-okresowe/, dostęp: 14.09.2026.

Grupa Budimex (2023), *Skonsolidowane sprawozdanie finansowe za rok zakończony 31 grudnia 2022 roku sporządzone zgodnie z Międzynarodowymi Standardami Sprawozdawczości Finansowej zatwierdzonymi przez Unię Europejską*, https://budimex.pl/relacje-inwestorskie/raporty/raporty-okresowe/, dostęp: 14.09.2026.

Grupa Budimex (2024), *Skonsolidowane sprawozdanie finansowe za rok zakończony 31 grudnia 2023 roku sporządzone zgodnie z Międzynarodowymi Standardami Sprawozdawczości Finansowej zatwierdzonymi przez Unię Europejską*, https://budimex.pl/relacje-inwestorskie/raporty/raporty-okresowe/, dostęp: 14.09.2026.

Grupa Budimex (2025), *Skonsolidowane sprawozdanie finansowe za rok zakończony 31 grudnia 2024 roku sporządzone zgodnie z Międzynarodowymi Standardami Sprawozdawczości Finansowej zatwierdzonymi przez Unię Europejską*, https://budimex.pl/relacje-inwestorskie/raporty/raporty-okresowe/, dostęp: 14.09.2026.

Ickiewicz J. (2011), *Pozyskiwanie, koszt i struktura kapitału w przedsiębiorstwach*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.

Jensen M.C., Meckling W.H. (1976), *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, „Journal of Financial Economics", *3*(4), 305–360, https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X.

Kordela D., Pawłowski M. (2018), *Gospodarka finansowa przedsiębiorstwa. Długoterminowe decyzje finansowe*, edu-Libri, Kraków–Legionowo.

MIRBUD S.A. (2021), *Skonsolidowany raport GK MIRBUD za 2020 rok*, https://relacje.mirbud.pl/raporty-okresowe?type=4&y=2020, dostęp: 14.09.2026.

MIRBUD S.A. (2022), *Skonsolidowany raport GK MIRBUD za 2021 rok*, https://relacje.mirbud.pl/raporty-okresowe?type=4&y=2021, dostęp: 14.09.2026.

MIRBUD S.A. (2023), *Skonsolidowany raport GK MIRBUD za 2022 rok*, https://relacje.mirbud.pl/raporty-okresowe?type=4&y=2022, dostęp: 14.09.2026.

MIRBUD S.A. (2024), *Skonsolidowany raport GK MIRBUD za 2023 rok*, https://relacje.mirbud.pl/raporty-okresowe?type=4&y=2023, dostęp: 14.09.2026.

MIRBUD S.A. (2025), *Skonsolidowany raport GK MIRBUD za 2024 rok*, https://relacje.mirbud.pl/raporty-okresowe?type=4&y=2024, dostęp: 14.09.2026.

Modigliani F., Miller M.H. (1958), *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, „The American Economic Review", *48*(3), 261–297, https://www.jstor.org/stable/1809766.

Modigliani F., Miller M.H. (1963), *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*, „The American Economic Review", *53*(3), 433–443, https://www.jstor.org/stable/1809167.

Mostostal Płock S.A. (2021), *Raport roczny 2020 raport jednostkowy*, https://www.mostostal-plock.pl/relacje-inwestorskie/raporty/okresowe,1, dostęp: 14.09.2026.

Mostostal Płock S.A. (2022), *Raport roczny 2021 raport jednostkowy*, https://www.mostostal-plock.pl/relacje-inwestorskie/raporty/okresowe,1, dostęp: 14.09.2026.

Mostostal Płock S.A. (2023), *Raport roczny 2022 raport jednostkowy*, https://www.mostostal-plock.pl/relacje-inwestorskie/raporty/okresowe, dostęp: 14.09.2026.

Mostostal Płock S.A. (2024), *Raport roczny 2023 raport jednostkowy*, https://www.mostostal-plock.pl/relacje-inwestorskie/raporty/okresowe, dostęp: 14.09.2026.

Mostostal Płock S.A. (2025), *Raport roczny 2024 raport jednostkowy*, https://www.mostostal-plock.pl/relacje-inwestorskie/raporty/okresowe, dostęp: 14.09.2026.

Mostostal Warszawa S.A. (2021), *Roczny 2020 skonsolidowany*, https://www.mostostal.waw.pl/relacje-inwestorskie/raporty/okresowe-skonsolidowane,1, dostęp: 14.09.2026.

Mostostal Warszawa S.A. (2022), *Raport roczny 2021 – skonsolidowany*, https://www.mostostal.waw.pl/relacje-inwestorskie/raporty/okresowe-skonsolidowane,1, dostęp: 14.09.2026.

Mostostal Warszawa S.A. (2023), *Raport roczny 2022 – skonsolidowany*, https://www.mostostal.waw.pl/relacje-inwestorskie/raporty/okresowe-skonsolidowane, dostęp: 14.09.2026.

Mostostal Warszawa S.A. (2024), *Raport roczny 2023 – skonsolidowany*, https://www.mostostal.waw.pl/relacje-inwestorskie/raporty/okresowe-skonsolidowane, dostęp: 14.09.2026.

Mostostal Warszawa S.A. (2025), *Raport roczny 2024 – skonsolidowany*, https://www.mostostal.waw.pl/relacje-inwestorskie/raporty/okresowe-skonsolidowane, dostęp: 14.09.2026.

Myers S.C. (1984), *The Capital Structure Puzzle*, „The Journal of Finance", *39*(3), 574–592, https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x.

Myers S.C., Majluf N.S. (1984), *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*, „Journal of Financial Economics", *13*(2), 187–221, https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0.

POZBUD S.A. (obecnie Compremum S.A.) (2021), *Skonsolidowane Sprawozdanie Finansowe za rok 2020*, https://compremum.pl/sprawozdanie-finansowe-za-rok-2020/, dostęp: 14.09.2026.

Rajan R.G., Zingales L. (1995), *What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data*, „The Journal of Finance", *50*(5), 1421–1460, https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x.

Sierpińska M., Jachna T. (2006), *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

Skowronek-Mielczarek A. (2003), *Małe i średnie przedsiębiorstwa. Źródła finansowania*, C.H. Beck, Warszawa.

Szyszko L., Szczepański J. (red.) (2003), *Finanse przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa.

TORPOL S.A. (2021), *Raport roczny 2020 (skonsolidowany i jednostkowy) część skonsolidowana*, https://www.torpol.pl/report/raport-roczny-2020-skonsolidowany-i-jednostkowy/, dostęp: 14.09.2026.

TORPOL S.A. (2022), *Raport roczny 2021 (skonsolidowany i jednostkowy) część skonsolidowana*, https://www.torpol.pl/report/raport-roczny-2021-skonsolidowany-i-jednostkowy/, dostęp: 14.09.2026.

TORPOL S.A. (2023), *Raport roczny 2022 (skonsolidowany i jednostkowy) część skonsolidowana*, https://www.torpol.pl/report/raport-roczny-2022-skonsolidowany-i-jednostkowy/, dostęp: 14.09.2026.

TORPOL S.A. (2024), *Raport roczny 2023 (skonsolidowany i jednostkowy) część skonsolidowana*, https://www.torpol.pl/report/raport-roczny-2023-skonsolidowany-i-jednostkowy/, dostęp: 14.09.2026.

TORPOL S.A. (2025), *Raport roczny 2024 (skonsolidowany i jednostkowy) część skonsolidowana*, https://www.torpol.pl/report/raport-roczny-2024-skonsolidowany-i-jednostkowy/, dostęp: 14.09.2026.

Trakcja S.A. (2021), *Skonsolidowany raport roczny za 2020 rok*, https://grupatrakcja.com/relacje-inwestorskie/raporty/raporty-okresowe/, dostęp: 14.09.2026.

Trakcja S.A. (2022), *Skonsolidowany raport roczny za 2021 rok*, https://grupatrakcja.com/relacje-inwestorskie/raporty/raporty-okresowe/, dostęp: 14.09.2026.

Trakcja S.A. (2023), *Skonsolidowany raport roczny za 2022 rok*, https://grupatrakcja.com/relacje-inwestorskie/raporty/raporty-okresowe/, dostęp: 14.09.2026.

Trakcja S.A. (2024), *Skonsolidowany raport roczny za 2023 rok*, https://grupatrakcja.com/relacje-inwestorskie/raporty/raporty-okresowe/, dostęp: 14.09.2026.

Trakcja S.A. (2025), *Skonsolidowany raport roczny za 2024 rok*, https://grupatrakcja.com/relacje-inwestorskie/raporty/raporty-okresowe/, dostęp: 14.09.2026.

UNIBEP S.A. (2021), *Raport roczny skonsolidowany 2020*, https://unibep.pl/relacje-inwestorskie/raporty/raporty-roczne/181-2020/3777-roczny-raport-roczny-skonsolidowany-2020.html, dostęp: 14.09.2026.

UNIBEP S.A. (2022), *Raport roczny skonsolidowany 2021*, https://unibep.pl/relacje-inwestorskie/raporty/raporty-roczne/180-2021/4050-raport-roczny-skonsolidowany-2021.html, dostęp: 14.09.2026.

UNIBEP S.A. (2023), *Raport roczny skonsolidowany 2022*, https://unibep.pl/relacje-inwestorskie/raporty/raporty-roczne/179-2022/4604-raport-roczny-skonsolidowany-2022.html, dostęp: 14.09.2026.

UNIBEP S.A. (2024), *Raport roczny skonsolidowany 2023*, https://unibep.pl/relacje-inwestorskie/raporty/raporty-roczne/294-2023/4894-raport-roczny-skonsolidowany-2023.html, dostęp: 14.09.2026.

UNIBEP S.A. (2025), *Raport roczny skonsolidowany 2024*, https://unibep.pl/relacje-inwestorskie/raporty/raporty-roczne/306-2024/5160-raport-roczny-skonsolidowany-2024.html, dostęp: 14.09.2026.

Zakłady Magnezytowe ROPCZYCE S.A. (2021), *Skonsolidowany raport roczny 2020*, https://ropczyce.com.pl/relacje-inwestorskie/raporty/raporty-okresowe/, dostęp: 14.09.2026.

Zakłady Magnezytowe ROPCZYCE S.A. (2022), *Skonsolidowany raport roczny 2021*, https://ropczyce.com.pl/relacje-inwestorskie/raporty/raporty-okresowe/, dostęp: 14.09.2026.

Zakłady Magnezytowe ROPCZYCE S.A. (2023), *Skonsolidowany raport roczny 2022*, https://ropczyce.com.pl/relacje-inwestorskie/raporty/raporty-okresowe/, dostęp: 14.09.2026.

Zakłady Magnezytowe ROPCZYCE S.A. (2024), *Skonsolidowany raport roczny 2023*, https://ropczyce.com.pl/relacje-inwestorskie/raporty/raporty-okresowe/, dostęp: 14.09.2026.

Zakłady Magnezytowe ROPCZYCE S.A. (2025), *Skonsolidowany raport roczny za 2024 rok*, https://ropczyce.com.pl/relacje-inwestorskie/raporty/raporty-okresowe/, dostęp: 14.09.2026.

PRZEDSIĘBIORCZOŚĆ I ZARZĄDZANIE 2026
Wydawnictwo SAN | ISSN 2543-8190
Tom **XXVI** | Zeszyt **1** | ss. 145–158

Mariusz Nyk
Politechnika Warszawska
ORCID: 0000-0002-9967-6427
mnyk@interia.pl

Mikroekonomiczne uwarunkowania rozwoju spółek komunalnych – głos w dyskusji

Microeconomic Determinants of the Development of Municipal Companies: A Contribution to the Discussion

Abstract

The development of municipal companies is determined by numerous factors, among which microeconomic conditions play a particularly significant role. These include, among others, management efficiency, cost structure, investment levels, access to capital, service quality, innovation, competitiveness, and the ability to manage available resources rationally. Such factors influence both the economic performance of municipal enterprises and their capacity to carry out public tasks effectively and in line with stakeholder expectations.

The aim of this study is to identify and assess the impact of microeconomic conditions on the operations and development potential of municipal companies in Poland.

Keywords: municipal company, innovation, local development, competitiveness, local community needs

Wstęp

Spółki komunalne odgrywają istotną rolę w funkcjonowaniu jednostek samorządu terytorialnego, odpowiadając za realizację zadań użyteczności publicznej, takich jak dostarczanie wody, odbiór odpadów, transport publiczny, gospodarka mieszkaniowa czy zaopatrzenie w energię cieplną. Ich działalność ma bezpośredni wpływ na jakość życia mieszkańców oraz poziom rozwoju lokalnego i regionalnego. Rozwój spółek komunalnych jest determinowany przez wiele czynników, wśród których szczególne znaczenie mają uwarunkowania mikroekonomiczne. Obejmują one między innymi efektywność zarządzania, strukturę kosztów, poziom inwestycji, dostęp do kapitału, jakość świadczonych usług, innowacyjność, konkurencyjność oraz zdolność do racjonalnego gospodarowania posiadanymi zasobami. Czynniki te wpływają zarówno na wyniki ekonomiczne przedsiębiorstw komunalnych, jak i na ich zdolność do realizacji zadań publicznych w sposób efektywny i zgodny z oczekiwaniami interesariuszy.

Celem niniejszego opracowania jest identyfikacja i omówienie najważniejszych uwarunkowań mikroekonomicznych rozwoju spółek komunalnych w Polsce oraz ich wpływu na funkcjonowanie i możliwości rozwojowe. W pracy przedstawiono również specyfikę działalności spółek komunalnych, ich rolę w gospodarce lokalnej oraz wyzwania wynikające ze zmieniającego się otoczenia gospodarczego, prawnego i społecznego. Analiza pozwoli na ocenę znaczenia poszczególnych determinant mikroekonomicznych dla efektywności i trwałego rozwoju spółek komunalnych. Diagnoza, analiza i ocena uwarunkowań zostaną dokonane na podstawie dostępnych wyników badań i przeglądu literatury.

Miejsce spółek komunalnych w gospodarce

Spółki komunalne stanowią istotny element współczesnego systemu gospodarowania majątkiem publicznym na poziomie lokalnym. Ich powstanie wiąże się z procesami decentralizacji władzy publicznej oraz poszukiwaniem efektywnych form realizacji zadań własnych jednostek samorządu terytorialnego. Geneza tych podmiotów sięga przemian ustrojowych końca XX wieku, kiedy to w wielu państwach europejskich, w tym w Polsce, nastąpiło odejście od centralnie zarządzanej gospodarki na rzecz modelu rynkowego, przy jednoczesnym wzmocnieniu roli samorządów lokalnych. W Polsce szczególne znaczenie dla rozwoju spółek komunalnych miała reforma samorządowa z 1990 roku, która przywróciła gminom osobowość prawną oraz wyposażyła je w szeroki zakres kompetencji w zakresie zaspokajania zbiorowych potrzeb wspólnoty lokalnej.

Wraz z przekazaniem majątku komunalnego pojawiła się konieczność wypracowania efektywnych mechanizmów zarządzania nim. Początkowo dominującą formą realizacji zadań były zakłady budżetowe, jednak z czasem zaczęto dostrzegać ograniczenia tej formy, zwłaszcza w kontekście efektywności ekonomicznej i elastyczności działania. W odpowiedzi na te wyzwania zaczęto wykorzystywać konstrukcję spółek prawa handlowego, w szczególności spółek z ograniczoną odpowiedzialnością oraz spółek akcyjnych, jako narzędzia realizacji zadań publicznych. Umożliwiały one prowadzenie działalności w sposób bardziej zbliżony do sposobu działania podmiotów rynkowych, przy jednoczesnym zachowaniu kontroli właścicielskiej przez jednostki samorządu terytorialnego. W ten sposób wykształcił się model spółki komunalnej jako podmiotu łączącego elementy sektora publicznego i prywatnego.

Istota spółek komunalnych polega na realizacji zadań o charakterze użyteczności publicznej przy wykorzystaniu form organizacyjno-prawnych właściwych dla prawa handlowego. Do podstawowych obszarów działalności tych spółek należą m.in. gospodarka wodno-kanalizacyjna, transport publiczny, gospodarka odpadami, energetyka lokalna czy zarządzanie nieruchomościami komunalnymi. Ich funkcjonowanie opiera się na zasadzie odpłatności za świadczone usługi, co odróżnia je od jednostek budżetowych, jednak nadrzędnym celem pozostaje zaspokajanie potrzeb społeczności lokalnej, a nie maksymalizacja zysku.

Spółki komunalne charakteryzują się specyficznym statusem prawnym. Z jednej strony działają na podstawie przepisów Kodeksu spółek handlowych, co oznacza, że podlegają zasadom typowym dla podmiotów gospodarczych, takim jak samodzielność majątkowa czy odpowiedzialność za zobowiązania. Z drugiej strony ich działalność jest silnie powiązana z sektorem publicznym, co przejawia się m.in. w kontroli sprawowanej przez organy samorządu terytorialnego, obowiązku realizacji zadań publicznych oraz podleganiu określonym regulacjom z zakresu finansów publicznych czy zamówień publicznych.

Tabela 1. Spółka komunalna a spółka komercyjna – różnice

Cecha ekonomiczna	Spółka komunalna (gminna)	Klasyczna spółka komercyjna (sp. z o.o. / S.A.)
Cel główny	Zaspokajanie potrzeb mieszkańców (misja publiczna)	Maksymalizacja zysku finansowego dla właścicieli
Polityka cenowa	Taryfy regulowane prawnie, ceny kalkulowane „po kosztach"	Ceny rynkowe, zależne od popytu i strategii marżowej
Główne źródło finansowania	Przychody z taryf, rekompensaty publiczne, dotacje UE	Kapitał własny, kredyty komercyjne, zyski zatrzymane
Struktura rynku	Monopol naturalny (np. wodociągi, ciepłownictwo)	Wolna i rozwinięta konkurencja rynkowa
Ryzyko bankructwa	Bardzo niskie (gmina gwarantuje ciągłość działania)	Wysokie (zależne od płynności i wyników finansowych)

Źródło: opracowanie własne na podstawie Dolewka (2023).

Istotnym aspektem funkcjonowania spółek komunalnych jest ich rola w zapewnianiu efektywności świadczenia usług publicznych. Dzięki wykorzystaniu mechanizmów rynkowych możliwe jest zwiększenie konkurencyjności, racjonalizacja kosztów oraz podniesienie jakości usług. Jednocześnie jednak pojawiają się wyzwania związane z koniecznością zachowania równowagi między efektywnością ekonomiczną a realizacją interesu publicznego. W praktyce oznacza to, że spółki komunalne często działają w warunkach ograniczonej konkurencji oraz pod presją społeczną dotyczącą dostępności i cen usług. W literaturze przedmiotu podkreśla się również znaczenie nadzoru właścicielskiego nad spółkami komunalnymi. Jednostki samorządu terytorialnego jako właściciele udziałów lub akcji są odpowiedzialne za kształtowanie strategii działania spółek, powoływanie organów zarządzających oraz kontrolę ich działalności. Efektywność tego nadzoru ma kluczowe znaczenie dla prawidłowego funkcjonowania spółek oraz realizacji celów publicznych. Spółki komunalne stanowią ważny instrument realizacji zadań publicznych w warunkach gospodarki rynkowej. Ich geneza związana jest z procesami decentralizacji i transformacji ustrojowej, natomiast istota polega na łączeniu mechanizmów rynkowych z realizacją interesu publicznego. Pomimo licznych zalet, takich jak elastyczność działania czy możliwość zwiększenia efektywności, ich funkcjonowanie wiąże się również z wyzwaniami, w szczególności w zakresie nadzoru, przejrzystości oraz równoważenia celów ekonomicznych i społecznych.

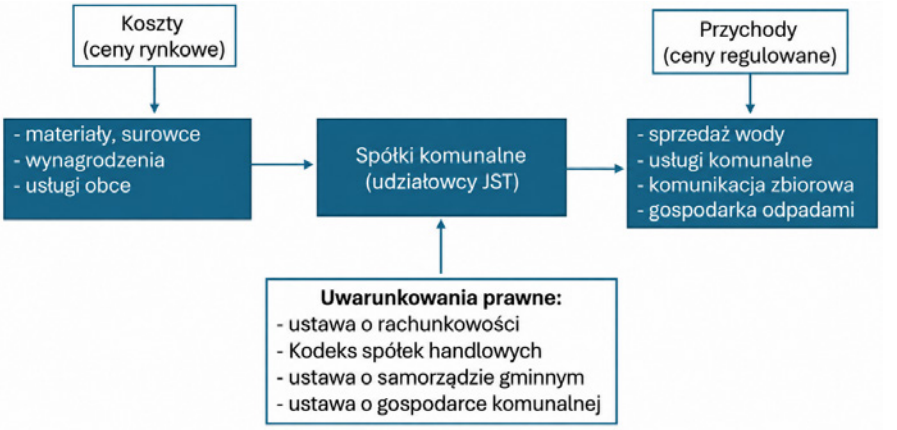
Spółki komunalne stanowią istotny element struktury organizacyjnej gospodarki publicznej, będąc jednocześnie narzędziem realizacji zadań własnych jednostek samorządu terytorialnego. Ich funkcjonowanie wpisuje się w szerszy kontekst decentralizacji władzy publicznej oraz wzrostu znaczenia samorządu terytorialnego w zarządzaniu sprawami lokalnymi. W polskim porządku prawnym spółki komunalne funkcjonują

na styku prawa publicznego i prywatnego, co determinuje ich specyficzny charakter oraz sposób działania.

Podstawy prawne działalności spółek komunalnych wynikają przede wszystkim z przepisów ustawy z dnia 8 marca 1990 r. o samorządzie gminnym (t.j. Dz. U. z 2023 r. poz. 40 ze zm.), ustawy z dnia 20 grudnia 1996 r. o gospodarce komunalnej (t.j. Dz. U. z 2021 r. poz. 679) oraz Kodeksu spółek handlowych (t.j. Dz. U. z 2022 r. poz. 1467 ze zm.). Ustawa o samorządzie gminnym określa zakres zadań własnych gminy, które obejmują m.in. zaspokajanie zbiorowych potrzeb wspólnoty, takich jak zaopatrzenie w wodę, gospodarka odpadami, transport publiczny czy utrzymanie infrastruktury komunalnej. Realizacja tych zadań może odbywać się zarówno w formie bezpośredniej, jak i pośredniej, w tym poprzez powoływanie spółek prawa handlowego. Ustawa o gospodarce komunalnej doprecyzowuje zasady prowadzenia działalności gospodarczej przez jednostki samorządu terytorialnego, wskazując, że może ona być prowadzona w formie zakładów budżetowych lub spółek prawa handlowego. W praktyce dominującą formą są spółki z ograniczoną odpowiedzialnością oraz spółki akcyjne, co wynika z ich większej elastyczności organizacyjnej oraz możliwości funkcjonowania na zasadach rynkowych. Jednocześnie ustawodawca wprowadza ograniczenia dotyczące zakresu działalności gospodarczej samorządów, wskazując, że powinna ona koncentrować się na sferze użyteczności publicznej, chyba że spełnione są szczególne przesłanki rozszerzające ten zakres (Kulesza 2012, s. 14).

Kodeks spółek handlowych reguluje natomiast kwestie ustrojowe i organizacyjne spółek komunalnych, w tym zasady ich tworzenia, funkcjonowania oraz odpowiedzialności organów. Spółki komunalne, mimo że realizują zadania publiczne, podlegają w tym zakresie ogólnym regułom prawa handlowego, co oznacza m.in. obowiązek działania w interesie spółki oraz stosowania zasad racjonalnego gospodarowania.

Schemat 1. Warunki formalnoprawne, w jakich funkcjonują spółki komunalne



Źródło: opracowanie własne.

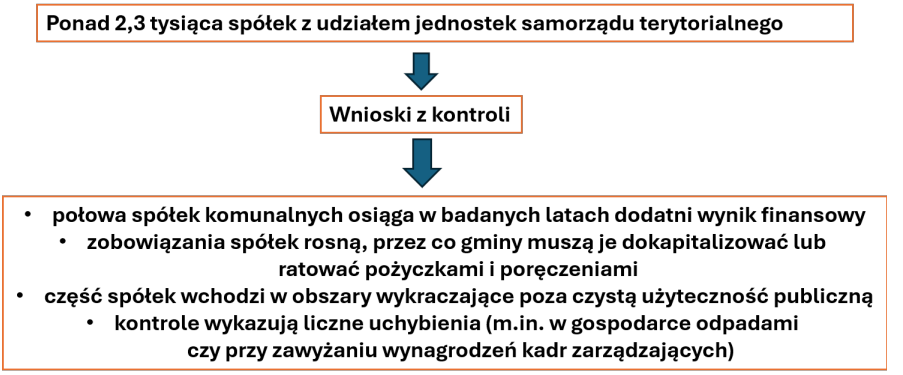
Istotnym zagadnieniem jest również relacja między właścicielską funkcją jednostki samorządu terytorialnego a autonomią spółki jako podmiotu prawa handlowego. Gmina, jako właściciel lub współwłaściciel spółki, wykonuje swoje uprawnienia poprzez organy spółki, w szczególności zgromadzenie wspólników lub walne zgromadzenie. Jednocześnie nie może ingerować w bieżące zarządzanie spółką w sposób sprzeczny z zasadami prawa handlowego, co prowadzi do konieczności zachowania równowagi między interesem publicznym a efektywnością ekonomiczną. Miejsce spółek komunalnych w gospodarce należy analizować w kontekście ich funkcji oraz roli, jaką pełnią w systemie świadczenia usług publicznych. Spółki te są jednym z podstawowych instrumentów realizacji gospodarki komunalnej, umożliwiając świadczenie usług o charakterze użyteczności publicznej w sposób bardziej elastyczny i efektywny niż tradycyjne formy organizacyjne. Dzięki wykorzystaniu mechanizmów rynkowych mogą one lepiej dostosowywać się do zmieniających się warunków ekonomicznych oraz potrzeb mieszkańców.

Jednocześnie spółki komunalne pełnią funkcję stabilizującą w gospodarce lokalnej, zapewniając ciągłość świadczenia usług niezależnie od wahań koniunktury gospodarczej. Ich działalność ma charakter infrastrukturalny i długoterminowy, co sprawia, że są one mniej podatne na krótkookresowe zmiany rynkowe. W tym sensie stanowią one element bezpieczeństwa ekonomicznego społeczności lokalnych. Nie można jednak pominąć kontrowersji związanych z funkcjonowaniem spółek komunalnych. W literaturze podnosi się problem ryzyka upolitycznienia zarządzania, braku przejrzystości działania czy ograniczonej konkurencji na rynku usług publicznych (Dolnicki 2024,

s. 28). Z drugiej strony wskazuje się, że odpowiednio zarządzane spółki komunalne mogą skutecznie łączyć cele społeczne z efektywnością ekonomiczną, przyczyniając się do rozwoju lokalnego.

Przedsiębiorstwa komunalne stanowią ważny element systemu gospodarczego, łącząc w sobie cechy podmiotów publicznych i prywatnych. Ich funkcjonowanie opiera się na złożonych podstawach prawnych, które umożliwiają realizację zadań publicznych przy jednoczesnym wykorzystaniu mechanizmów rynkowych. Współcześnie ich rola w gospodarce lokalnej stale rośnie, co wynika zarówno z potrzeb społecznych, jak i dążenia do zwiększenia efektywności świadczenia usług publicznych. Spółki komunalne stanowią istotny element lokalnych systemów gospodarczych, pełniąc funkcje zarówno ekonomiczne, jak i społeczne. Ich działalność wpisuje się w szerszy kontekst gospodarki publicznej, gdzie nadrzędnym celem nie jest maksymalizacja zysku, lecz realizacja zadań użyteczności publicznej przy zachowaniu efektywności ekonomicznej.

Schemat 2. Podstawowe wnioski z raportu Najwyższej Izby Kontroli



Źródło: opracowanie własne na podstawie materiału Najwyższej Izby Kontroli (2022).

Podstawową funkcją ekonomiczną spółek komunalnych jest zapewnienie ciągłości świadczenia usług publicznych, takich jak dostawa wody, gospodarka odpadami, transport zbiorowy czy zarządzanie zasobami mieszkaniowymi. W tym zakresie pełnią one rolę stabilizatora lokalnej gospodarki, gwarantując dostęp do dóbr i usług o charakterze podstawowym niezależnie od koniunktury rynkowej (Hausner 2008, s. 9). Jednocześnie spółki te działają często w warunkach ograniczonej konkurencji, co wynika z naturalnych monopoli w sektorach infrastrukturalnych, takich jak wodociągi czy ciepłownictwo (Sadowy 2010, s. 18). W konsekwencji ich działalność podlega

szczególnej regulacji oraz nadzorowi właścicielskiemu ze strony jednostek samorządu terytorialnego.

Kolejną istotną funkcją ekonomiczną jest racjonalne gospodarowanie majątkiem komunalnym. Spółki komunalne zarządzają infrastrukturą o wysokiej wartości kapitałowej, co wymaga długoterminowego planowania inwestycyjnego oraz optymalizacji kosztów eksploatacji (Zalewski 2007, s. 19). W tym kontekście ważne jest także pozyskiwanie środków zewnętrznych, w tym funduszy unijnych, co pozwala na modernizację infrastruktury i zwiększenie efektywności operacyjnej.

Obok funkcji ekonomicznych spółki komunalne pełnią istotne funkcje społeczne. Przede wszystkim przyczyniają się do realizacji polityki społecznej na poziomie lokalnym poprzez zapewnienie powszechnego dostępu do usług publicznych, w tym dla grup defaworyzowanych (Kożuch 2004, s. 38). Przykładem może być utrzymywanie taryf na poziomie akceptowalnym społecznie, nawet kosztem niższej rentowności. Ponadto spółki te wpływają na poziom zatrudnienia w regionie, będąc często znaczącym pracodawcą na lokalnym rynku pracy.

Ważnym aspektem działalności spółek komunalnych jest również ich rola w kształtowaniu zrównoważonego rozwoju. Poprzez inwestycje w infrastrukturę ekologiczną, taką jak systemy gospodarki odpadami czy odnawialne źródła energii, przyczyniają się do realizacji celów środowiskowych oraz poprawy jakości życia mieszkańców (Bury 2002, s. 47). Pomimo licznych funkcji spółki komunalne stoją przed szeregiem wyzwań. Jednym z najważniejszych jest napięcie pomiędzy efektywnością ekonomiczną a realizacją celów społecznych. Dążenie do obniżenia kosztów może kolidować z koniecznością utrzymania wysokiej jakości usług oraz dostępności cenowej dla mieszkańców (Koralewski 2026, s. 12). Kolejnym wyzwaniem jest ograniczona przejrzystość zarządzania oraz ryzyko upolitycznienia decyzji właścicielskich, co może negatywnie wpływać na efektywność działania spółek.

Istotnym problemem jest także konieczność dostosowania się do zmieniającego się otoczenia regulacyjnego i technologicznego. Transformacja energetyczna, cyfryzacja usług publicznych czy rosnące wymagania środowiskowe wymuszają na spółkach komunalnych podejmowanie kosztownych inwestycji oraz zmian organizacyjnych (OECD 2024). Dodatkowo ograniczenia finansowe jednostek samorządu terytorialnego mogą utrudniać realizację tych procesów. Podmioty komunalne odgrywają kluczową rolę w funkcjonowaniu lokalnych gospodarek, łącząc funkcje ekonomiczne i społeczne. Ich działalność wymaga jednak ciągłego balansowania pomiędzy efektywnością a interesem publicznym, co w obliczu współczesnych wyzwań stanowi istotne pole dla dalszych badań i analiz.

Identyfikacja czynników ekonomicznych determinujących działalność spółek komunalnych – przegląd wyników badań

Jak wspomniano wcześniej, spółki komunalne stanowią istotny instrument realizacji zadań publicznych przez jednostki samorządu terytorialnego, funkcjonując na styku sektora publicznego i mechanizmów rynkowych. Na ich działalność wpływają zarówno czynniki mikroekonomiczne, jak i makroekonomiczne, takie jak inflacja, wysokość stóp procentowych czy tempo wzrostu gospodarczego. Wzrost inflacji prowadzi do zwiększenia kosztów operacyjnych, natomiast zmiany stóp procentowych oddziałują na koszty obsługi zadłużenia. W warunkach niestabilności gospodarczej spółki komunalne muszą dostosowywać swoje strategie finansowe, co może wiązać się z koniecznością ograniczenia inwestycji (Zalewski 2007, s. 39; Narodowy Bank Polski 2026). Ze względu na przedmiot opracowania dalsze rozważania zostaną jednak skoncentrowane na identyfikacji czynników mikroekonomicznych i ocenie ich znaczenia. Wśród najważniejszych z nich należy wymienić (Wojciechowski 2022, s. 39):

- specyfikę ekonomiczną spółek komunalnych,
- strukturę kosztów i efektywność operacyjną,
- źródła finansowania i dostęp do kapitału,
- regulacje taryfowe i politykę cenową,
- otoczenie instytucjonalne i nadzór właścicielski.

Spółki komunalne działają w warunkach ograniczonej konkurencji, często posiadając cechy monopolu naturalnego, zwłaszcza w sektorach infrastrukturalnych, takich jak gospodarka wodno-kanalizacyjna czy transport publiczny. Ich działalność podporządkowana jest nie tylko kryteriom efektywności ekonomicznej, lecz także obowiązkowi realizacji interesu publicznego, co prowadzi do występowania tzw. dualizmu celów. W literaturze podkreśla się, że napięcie pomiędzy rentownością a dostępnością usług stanowi jedno z kluczowych wyzwań zarządczych w tych podmiotach (Wojciechowski 2022, s. 47).

Kolejnym z podstawowych czynników ekonomicznych determinujących działalność spółek komunalnych jest struktura kosztów. Wysoki udział kosztów stałych, wynikający z kapitałochłonności infrastruktury technicznej, ogranicza elastyczność finansową tych podmiotów. Efektywność operacyjna spółek komunalnych zależy w dużej mierze od skali działalności oraz poziomu wykorzystania infrastruktury (Kulesza 2012). Zjawisko to określane jest jako efekt skali, który sprzyja obniżaniu jednostkowych kosztów świadczenia usług. Jednocześnie wskazuje się na znaczenie zarządzania

kosztami operacyjnymi, w tym kosztami pracy oraz energii, które stanowią istotną część wydatków bieżących spółek. W warunkach rosnących cen energii oraz presji płacowej czynniki te nabierają szczególnego znaczenia dla stabilności finansowej przedsiębiorstw komunalnych (Biliński i in. 2020, s. 40).

Dostęp do finansowania stanowi kolejną kluczową determinantę działalności spółek komunalnych. Podmioty te korzystają zarówno z kapitału własnego jednostek samorządu terytorialnego, jak i z finansowania zewnętrznego, w tym kredytów bankowych oraz środków unijnych. Badania wskazują, że zdolność inwestycyjna spółek komunalnych jest silnie uzależniona od sytuacji finansowej ich właścicieli, czyli gmin i innych jednostek samorządu terytorialnego (Swianiewicz 2023, s. 79). Istotną rolę odgrywają również mechanizmy wsparcia publicznego, w tym dotacje oraz rekompensaty za świadczenie usług w ogólnym interesie gospodarczym (UOIG) (decyzja Komisji (UE) 2025/2630 z dnia 16 grudnia 2025 r.). Ograniczenia wynikające z przepisów o pomocy publicznej wpływają jednak na zakres i formy finansowania działalności spółek komunalnych.

W wielu sektorach działalności spółek komunalnych ceny usług podlegają regulacji administracyjnej. Przykładem jest sektor wodociągowo-kanalizacyjny, w którym taryfy zatwierdzane są przez odpowiednie organy regulacyjne. Ogranicza to możliwość swobodnego kształtowania przychodów i wpływa na poziom rentowności spółek. Z badań wynika, że polityka cenowa stanowi jeden z kluczowych instrumentów równoważenia celów ekonomicznych i społecznych (Klimek, Pietras 2018, s. 176). Zbyt niskie ceny mogą prowadzić do niedoinwestowania infrastruktury, natomiast zbyt wysokie – do ograniczenia dostępności usług dla mieszkańców.

Funkcjonowanie spółek komunalnych jest silnie uzależnione od jakości nadzoru właścicielskiego sprawowanego przez jednostki samorządu terytorialnego. Badania wskazują, że efektywność ekonomiczna tych podmiotów koreluje z profesjonalizacją zarządzania oraz przejrzystością struktur właścicielskich. Niedostateczny nadzór może prowadzić do nieefektywności, nadmiernych kosztów oraz ograniczonej innowacyjności. Otoczenie instytucjonalne obejmuje także regulacje prawne, które wpływają na zakres działalności spółek oraz ich obowiązki sprawozdawcze. Stabilność i przewidywalność regulacji stanowią istotny czynnik sprzyjający długoterminowemu planowaniu inwestycji (Zalewski 2007, s. 37).

Przegląd wyników badań wskazuje, że działalność spółek komunalnych determinowana jest przez złożony zestaw czynników ekonomicznych, obejmujących zarówno uwarunkowania wewnętrzne, jak i zewnętrzne. Wśród mikroekonomicznych determinant kluczowe znaczenie mają struktura kosztów, dostęp do finansowania, regulacje taryfowe oraz jakość nadzoru właścicielskiego. Zrozumienie tych determinant jest

niezbędne dla efektywnego zarządzania spółkami komunalnymi oraz dla kształtowania polityki publicznej sprzyjającej ich stabilnemu rozwojowi.

Zakończenie

Rozwój spółek komunalnych stanowi istotny element funkcjonowania współczesnej gospodarki lokalnej, a ich działalność znajduje się na styku mechanizmów rynkowych oraz realizacji zadań publicznych. Analiza mikroekonomicznych aspektów funkcjonowania tych podmiotów wskazuje, że spółki komunalne pełnią szczególną rolę w zapewnianiu ciągłości i dostępności usług o charakterze użyteczności publicznej, jednocześnie podlegając presji związanej z efektywnością ekonomiczną, racjonalnym gospodarowaniem zasobami oraz koniecznością dostosowania się do zmieniających się warunków gospodarczych.

Przeprowadzone rozważania pokazują, że jednym z kluczowych wyzwań stojących przed spółkami komunalnymi jest pogodzenie celów społecznych z wymogami ekonomicznymi. W przeciwieństwie do przedsiębiorstw działających wyłącznie w warunkach konkurencji rynkowej podmioty komunalne nie kierują się jedynie maksymalizacją zysku, lecz przede wszystkim zapewnieniem mieszkańcom dostępu do podstawowych usług, takich jak transport publiczny, gospodarka wodno-kanalizacyjna, gospodarka odpadami czy dostarczanie energii. Nie oznacza to jednak rezygnacji z zasad efektywności mikroekonomicznej. Wręcz przeciwnie, skuteczne zarządzanie kosztami, optymalizacja procesów operacyjnych oraz odpowiednie wykorzystanie posiadanych zasobów stanowią warunek stabilnego i długookresowego rozwoju tych jednostek.

Istotnym czynnikiem wpływającym na rozwój spółek komunalnych jest sposób zarządzania oraz zdolność do wdrażania nowoczesnych metod organizacji działalności. Profesjonalizacja zarządzania, wykorzystanie analiz ekonomicznych, cyfryzacja procesów oraz inwestowanie w innowacyjne rozwiązania pozwalają zwiększać konkurencyjność i poprawiać jakość świadczonych usług. Jednocześnie szczególnego znaczenia nabiera kontrola kosztów oraz efektywne planowanie inwestycji, ponieważ ograniczone zasoby finansowe jednostek samorządu terytorialnego wymagają podejmowania decyzji opartych na rachunku ekonomicznym.

Mikroekonomiczna perspektywa rozwoju spółek komunalnych uwidacznia również znaczenie relacji pomiędzy właścicielem publicznym a przedsiębiorstwem. Samorząd jako właściciel powinien zapewniać odpowiednie warunki funkcjonowania spółek, jednocześnie sprawując skuteczny nadzór nad ich działalnością. Zachowanie równowagi pomiędzy kontrolą publiczną a autonomią zarządczą jest jednym

z najważniejszych czynników determinujących efektywność tych podmiotów. Nadmierna ingerencja w decyzje operacyjne może ograniczać sprawność działania, natomiast brak odpowiedniego nadzoru może prowadzić do obniżenia efektywności ekonomicznej.

W perspektywie przyszłości spółki komunalne będą musiały sprostać nowym wyzwaniom wynikającym między innymi ze zmian technologicznych, rosnących oczekiwań społecznych oraz wymogów związanych ze zrównoważonym rozwojem. Konieczność transformacji energetycznej, ograniczania kosztów działalności oraz podnoszenia jakości usług będzie wymagała od tych podmiotów większej elastyczności i zdolności adaptacyjnych. Rozwój kompetencji zarządczych, inwestycje w innowacje oraz poszukiwanie nowych modeli współpracy mogą stać się kluczowymi elementami wzmacniającymi pozycję spółek komunalnych w lokalnej gospodarce.

Podsumowując, mikroekonomiczne aspekty rozwoju spółek komunalnych wskazują, że ich skuteczne funkcjonowanie wymaga połączenia misji publicznej z zasadami efektywnego zarządzania ekonomicznego. Spółki te nie powinny być postrzegane wyłącznie jako narzędzia realizacji zadań samorządu, lecz jako wyspecjalizowane organizacje gospodarcze, które poprzez odpowiednie zarządzanie mogą przyczyniać się do wzrostu jakości życia mieszkańców oraz trwałego rozwoju lokalnych społeczności. Osiągnięcie tego celu wymaga ciągłego doskonalenia procesów zarządczych, racjonalnego wykorzystania zasobów oraz dostosowywania działalności do dynamicznie zmieniającego się otoczenia gospodarczego.

Bibliografia

Biliński M., Gonet W., Wolska H. (2020), *Gospodarka komunalna. Problematyka realizacji zadań publicznych*, Wolters Kluwer, Warszawa.

Bury P. (2002), *Finanse lokalne z elementami finansów państwa,* Wyższa Szkoła Umiejętności, Kielce.

Decyzja Komisji (UE) 2025/2630 z dnia 16 grudnia 2025 r. w sprawie stosowania art. 106 ust. 2 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej do pomocy państwa w formie rekompensaty z tytułu świadczenia usług publicznych, przyznawanej przedsiębiorstwom zobowiązanym do wykonywania usług świadczonych w ogólnym interesie gospodarczym, i uchylająca decyzję 2012/21/UE, Dz. Urz. UE L, 2025/2630, z 19.12.2025.

Dolewka Z. (2023), *Spółki spółek komunalnych. Nowe zagrożenie dla samorządów*, Opinie i Komentarze FRDL, 22/2023, Fundacja Rozwoju Demokracji Lokalnej im. Jerzego Regulskiego, Warszawa.

Dolnicki B. (2024), *Samorząd terytorialny,* Wolters Kluwer, Warszawa.

Hausner J. (2008), *Zarządzanie publiczne*, Wydawnictwo Naukowe Scholar, Warszawa.

Klimek D., Pietras A. (red.) (2018), *Zarządzanie w spółkach komunalnych*, Wydawnictwo Politechniki Łódzkiej, Łódź.

Koralewski M. (2026), *Spółki Komunalne. Praktyczny poradnik*, ODDK, Gdańsk.

Kożuch B. (2004), *Zarządzanie publiczne w teorii i praktyce polskich organizacji*, Wydawnictwo Placet, Warszawa.

Kulesza M. (2012), *Gospodarka komunalna – podstawy i mechanizmy prawne*, „Samorząd Terytorialny", 7–8, 7–24.

Najwyższa Izba Kontroli (17 maja 2022), *Spółki gminne: jeszcze komunalne czy już komercyjne?*, https://www.nik.gov.pl/najnowsze-informacje-o-wynikach-kontroli/spolki-komunalne--pomorskie-i-zachodniopomorskie.html.

Narodowy Bank Polski (2026), *Raport o inflacji, Lipiec 2026*, NBP, Warszawa, https://nbp.pl/wp-content/uploads/2026/07/Raport-o-inflacji-PL-lipiec-2026-PL.pdf.

OECD (2024), *OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises* 2024, OECD Publishing, Paris, https://doi.org/10.1787/18a24f43-en.

Sadowy M. (2010), *Podstawy ekonomiki przedsiębiorstwa komunalnego*, Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania, Siedlce.

Swianiewicz P. (2023), *Wzrost i regres polskiej decentralizacji (w perspektywie europejskiej)*, [w:] C. Trutkowski, J. Podgórska-Rykała (red.), *Potrzeba zmian w samorządzie terytorialnym* (ss. 73–86), Wydawnictwo Scholar, Warszawa.

Ustawa z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych, t.j. Dz. U. z 2022 r., poz. 1467 ze zm.

Ustawa z dnia 20 grudnia 1996 r. o gospodarce komunalnej, t.j. Dz. U. z 2021 r., poz. 679.

Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, Dz. U. z 1994 r., Nr 121, poz. 591 ze zm.

Ustawa z dnia 8 marca 1990 r. o samorządzie gminnym, t.j. Dz. U. z 2023 r., poz. 40 ze zm.

Wojciechowski E. (2022), *Przedsiębiorstwa komunalne w teorii i praktyce. Efektywność a cele społeczne*, PWN, Warszawa.

Zalewski A. (red.) (2007), *Nowe zarządzanie publiczne w polskim samorządzie terytorialnym*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.

PRZEDSIĘBIORCZOŚĆ I ZARZĄDZANIE 2026
Wydawnictwo SAN | ISSN 2543-8190
Tom **XXVI** | Zeszyt **1** | ss. 159–171

Grzegorz Ignatowski
Społeczna Akademia Nauk
ORCID: 0000-0002-4432-8476
gignatowski@san.edu.pl

Kultura języka w perspektywie pracy menedżera

Language Culture from a Manager's Perspective

Abstract

A manager is a person responsible for leading and organizing the work of the team entrusted to them, as well as for developing standards within a given organization. One of the most important tools in their work is the language necessary for effective communication. However, effectiveness cannot be the sole measure of a manager's language skills. A manager will be a respected authority when they understand the principles of language culture and apply them. The term „language culture" is a concept from the field of linguistics and is used in various ways. Language culture is determined by linguistic correctness and fluency, ethics, and aesthetics. A manager's ability to utilize all four of these elements contributes to making them not only effective but also credible.

Keywords: culture, linguistic culture, manager, effective manager, polite speech

Wstęp

Podejmowane w artykule zagadnienie związane jest bezpośrednio z kulturą języka, która stanowi przedmiot badań z zakresu językoznawstwa. Rozpatrujemy je w perspektywie pracy menedżera. Jak dobrze wiadomo, menedżer jest osobą odpowiadającą za nadzorowanie pracy i kierowanie pracą zespołu osób. Do jego obowiązków należy planowanie oraz utrzymywanie organizacji pracy, procedur i zasad, które umożliwiają i wspierają optymalne wykorzystanie potencjału pracowników oraz spożytkowanie innych zasobów w ramach danej jednostki organizacyjnej (Uzuegbu, Nnadozie 2015, ss. 59–68; Łukasiewicz 2025, ss. 33–34). Menedżer powinien posiadać szeroką i pogłębioną wiedzę niezbędną do zarządzania w dynamicznie zmieniających się społeczeństwach i w warunkach szybkiego rozwoju nowoczesnych technologii. To ostatnie zjawisko znacznie się nasiliło wraz z wprowadzeniem ograniczeń w kontaktach międzyludzkich związanych z wybuchem pandemii COVID-19 (Vahdat 2022). Istnieją jednak ciągle pewne fundamentalne cechy, które powinien posiadać menedżer niezależnie od szczebla zarządzania i które umożliwiają mu bycie osobą skuteczną, zdolną do wykorzystania potencjału tkwiącego w człowieku.

Menedżer pozostanie skuteczny w swoich działaniach, kiedy będzie dotrzymywał terminów i motywował podwładnych do realizacji celów organizacji. Zarządzając zespołem ludzi, musi nieustannie uczyć się na własnych błędach. Dzięki temu zyskuje szacunek i zaufanie kierowanego zespołu. Samoświadomość menedżera stanowi istotny element skutecznego zarządzania. Oznacza ona, że powinien znać zarówno własne mocne i słabe strony, jak i zalety i wady podwładnych (Batool i in. 2016, ss. 108–111). Dobry przywódca zna swoich podwładnych i doskonale wie, jak angażować ich w działania przynoszące wartościowe rezultaty.

Najnowsze publikacje dotyczące skutecznego menedżera podkreślają konieczność prezentowania otwartej i autentycznej postawy. Powinien on zrozumieć, co motywuje drugą osobę i co jest dla niej ważne. Wobec migracji ludzi oraz zmieniającej się w związku z tym struktury kulturowej osób zatrudnionych menedżerowie są zobowiązani do zrozumienia odmiennych kultur i tradycji. Chodzi o to, że obowiązkiem osób zarządzających zespołem jest poznanie i zrozumienie wartości oraz przekonań światopoglądowych osób wywodzących się z różnych kręgów kulturowych. Wiedza taka uzmysłowi, że pewne rozwiązania zarządcze sprawdzające się w jednej kulturze niekoniecznie będą równie skuteczne w innej. Pomijamy w tym miejscu fakt, że coraz więcej przedsiębiorstw funkcjonuje w skali globalnej, często wykraczając ze swoją działalnością poza granice wielu krajów (Fisher 2011, ss. 995–996).

Menedżerowie nie osiągną zamierzonych celów bez dobrej i profesjonalnej znajomości zasad przekazywania informacji o obowiązkach. Jasna, precyzyjna i skuteczna wymiana informacji ma kluczowe znaczenie dla efektywnego zarządzania, niezależnie od tego, czy odbywa się przez telefon, za pomocą komputera czy w bezpośrednim kontakcie (Hargie i in. 2004, ss. 7–8). Tam, gdzie dobrze funkcjonuje wymiana informacji, pracownicy są efektywni i czują się komfortowo. Nie wolno zapominać, że przekaz wiedzy w organizacji przebiega dwukierunkowo. Naturalnie profesjonalni menedżerowie potrafią dobrze informować pracowników o celach organizacji i o wyznaczonych zadaniach. Powinni jednak także przywiązywać należytą wagę do pomysłów swoich podwładnych. Pracownicy konsultują się z menedżerami oraz szukają u nich pomocy i wsparcia, także w dążeniu do osiągnięcia celów indywidualnych i osobistych (Batool i in. 2016, ss. 108–111).

W niniejszej wypowiedzi koncentrujemy uwagę na kulturze języka menedżera, która stanowi emanację kultury osobistej. Mianowicie pytamy, czym jest kultura języka i jakie ma znaczenie w pracy menedżera. To właśnie język, niezależnie od zmieniających się sytuacji i rozwoju nowoczesnych technologii, stanowi najważniejsze narzędzie w procesie zarządzania zasobami ludzkimi.

Kultura i kultura języka a komunikacja w organizacji

Język stanowi narzędzie służące ludziom do wzajemnej komunikacji, rozwijania talentów (co prowadzi do kreatywności, innowacyjności i powstawania nowatorskich rozwiązań), do wymiany i przekazywania doświadczeń oraz – ogólnie rzecz biorąc – do kształtowania społeczeństwa. Istnieje bardzo ścisła zależność między językiem a kulturą, ponieważ kultura wywiera bezpośredni wpływ na język, a język na kulturę. Poza pojedynczymi wypadkami nie ma możliwości przekazywania kultury bez korzystania z języka. Język może dostarczyć cennych informacji na temat ludzi oraz – w szerszym ujęciu – kultury (Mazari, Derraz 2015, s. 350; Berger, Packard 2022, s. 525). Język jest nieodzownym elementem nie tylko w pracy menedżera, lecz także w przekazie kultury. Stanowi ona duchowy i materialny dorobek określonej społeczności żyjącej na danym terenie i w pewnym określonym czasie. Do dziedzictwa i zasobów kultury zaliczymy także ogół wyznawanych przez daną społeczność wartości i zasad, które są niezbędne do współżycia. Kultura, jak zasygnalizowano powyżej, jest ściśle związana z językiem. Można jednak wyobrazić sobie przekazywanie niektórych jej elementów bez użycia słów, chociażby w pracy rzeźbiarza lub rzemieślnika wyplatającego kosze wiklinowe

(Tektigul i in. 2023, s. 204). Menedżer nie może obejść się bez języka. To, jak będzie korzystał z tego narzędzia, zależy głównie od znajomości fundamentów kultury i od jego kultury osobistej.

Zagadnienia dotyczące zarówno kultury osobistej, jak i kultury języka nie są spotykane w encyklopediach i słownikach z zakresu zarządzania (Helms 2006; Kessler 2013; Clubb 2005; Penc 2008). Istnieją natomiast hasła dotyczące komunikacji. Efektywne zarządzanie wymaga przekazu informacji w dół (do podwładnych), w górę (do przełożonych) oraz poziomo (do współpracowników z innych działów). Aby skutecznie pełnić swoje funkcje, menedżerowie muszą posiadać i potrafić strategicznie wykorzystywać różnorodne umiejętności komunikacyjne, dostosowane do rozmaitych zadań zarządczych. Zadania te mogą wymagać posługiwania się komunikacją niewerbalną, umiejętności przygotowania i poprowadzenia prezentacji czy też zdolności sprawnego pisania – na przykład podczas kontaktów z innymi osobami, w czasie wystąpień na spotkaniach czy też podczas sporządzania raportów dla klientów lub przełożonych wyższego szczebla. Efektywne wykorzystanie języka wymaga od menedżerów znajomości źródeł informacji oraz zrozumienia dostępnych kanałów komunikacyjnych (Helms 2006, ss. 84–85).

Wśród kwestii, których nie wolno pominąć w refleksji o komunikacji, trzeba wymienić wybór środków gwarantujących osiągnięcie zamierzonych celów. Menedżer ma dzisiaj do wyboru narzędzia uważane za tradycyjne. Należą do nich spotkania bezpośrednie, zarówno z pojedynczymi osobami, jak i z całym zespołem, ogłoszenia zamieszczane w dostępnych miejscach, a także inne formy drukowane. Do narzędzi nowoczesnych, którymi dysponuje menedżer, zaliczymy mailing, aplikacje, blogi, mikroblogi, newslettery itd. W naukach o zarządzaniu uważa się, że najważniejszymi kryteriami, którymi powinien kierować się menedżer przy wyborze narzędzi, są skuteczność przekazu informacji, charakter organizacji oraz cechy grupy docelowej (Werenowska 2025, ss. 194–195).

Interesujące jest, że w kwestii komunikacji pomija się osobiste zdolności menedżera, jego kulturę osobistą oraz kulturę języka, którym się posługuje. Przez kulturę osobistą rozumiemy w tym miejscu sposób bycia, a więc postawy i okazywane wartości wyrażane szczególnie za pomocą języka. Ten sposób bycia sprawia, że menedżer jest uważany za osobę uprzejmą i dobrze wychowaną. Możemy powiedzieć, że kultura osobista nie jest niczym innym jak sposobem stosownego zachowania wobec innych ludzi, który obejmuje zasadniczo zarówno sposób komunikacji, jak i umiejętność dobrego zachowania, które wynika z wychowania. Kultura stanowi ważną część życia społecznego i skuteczność przekazu nie może dyskredytować kultury oraz kultury osobistej. Ponadto nie można w tym względzie pomijać gestów czy też miejsc przekazu informacji (Valsiner 2007, s. 59; Kiley, Vaisey 2020).

O kulturze osobistej i kulturze języka menedżera decydują również wyznawane i manifestowane przez niego wartości i postawy. W dotychczasowej literaturze podkreślano ich stabilność, a trwałe zmiany w kulturze osobistej uważano za rzadkość. Mamy jednak coraz większą liczbę dowodów wskazujących na zmiany w kulturze osobistej, szczególnie pośród młodszego pokolenia menedżerów (Lersch 2023, ss. 220–225).

Termin „kultura języka" jest określeniem z zakresu językoznawstwa. Literatura przedmiotu pokazuje, że jest on obecnie używany w kilku znaczeniach. Mając na względzie zdolności komunikacyjne, powiemy, że kultura języka jest umiejętnością „mówienia i pisania poprawnego i sprawnego, czyli zgodnego z przyjętymi w danej społeczności regułami (normami) językowymi i wzorcami stylistycznymi" (Mikosińska 2019, s. 20). Nie trzeba nikogo przekonywać, że owa kultura jest zdecydowaną wartością dodatnią. Analiza interesującego nas pojęcia pokazuje, że kultury języka nie można ograniczać do sprawnego przygotowania przez menedżera porywającego przemówienia lub intrygującej prezentacji (Smolarz 2025).

Mimo wyznawanych i zmieniających się w społeczeństwach wartości istnieje kilka zasadniczych elementów decydujących o tym, czym jest kultura języka. Markowski (2018, ss. 18–19) wymienia w tym względzie poprawność językową, sprawność językową, etykę słowa oraz estetykę.

Poprawność językowa jest często, lecz niesłusznie, utożsamiana z kulturą języka w ogóle. Nie zmienia to faktu, że należy ona do podstawowych warunków posługiwania się językiem. Rzecz dotyczy znajomości reguł i zasad gramatycznych nie tylko obowiązujących ogólnie, lecz również stosowanych w praktyce. Pozwalają one uznać, że język jest wolny od błędów gramatycznych lub leksykalnych.

Oczywiście mamy dzisiaj narzędzia pozwalające na precyzyjne zweryfikowanie poprawności językowej. Nie chodzi przy tym jedynie o wyspecjalizowane firmy zajmujące się korektą wystąpień biznesowych, książek lub artykułów naukowych. Istnieją bowiem dostępne w internecie darmowe korektory tekstów zaliczane do szeroko rozumianych narzędzi sztucznej inteligencji. Niestety, trudno wyobrazić sobie menedżera, który w rozmowie z pracownikami lub w trakcie prowadzenia poważnych negocjacji biznesowych posługuje się narzędziami sztucznej inteligencji.

Z drugiej zaś strony należy powiedzieć, że nowoczesne technologie mogą stanowić i stanowią zagrożenie dla zachowania poprawności językowej. Wymieńmy kilka narzędzi stosowanych w praktykach menedżerskich, takich jak maile, komunikatory wewnętrzne, aplikacje, blogi, newslettery (Werenowska 2025, s. 194). Powszechne używanie w korespondencji służbowej poczty elektronicznej coraz częściej skłania do pomijania zwrotów grzecznościowych dobrze znanych z tradycyjnych listów. Co więcej, istnieją organizacje, które w ramach obowiązków służbowych domagają się od

zatrudnionych regularnego czytania wysłanych informacji. Przekazywanie wiadomości za pomocą SMS-ów coraz częściej skłania użytkowników do pomijania polskich znaków diakrytycznych, a więc liter modyfikowanych przez ogonki, kreski, kropki lub przekreślenia. Zachowanie poprawności językowej w komunikacji, tym razem osobistej, jest utrudnione przez wykorzystywanie emoji (różnokolorowych obrazków ludzkiej twarzy, postaci zwierząt i roślin), klasycznych emotikonów (znaków układających się w buźkę), a także kaomoji (japońskich minek z liter i symboli).

Stosowanie zasad języka i gramatyki nie jest łatwe w przestrzeni marketingowej. Mamy bowiem wiele przykładów świadczących o tym, że obchodzone są zasady pisowni w hasłach reklamowych, których zadaniem jest dotarcie do jak największego grona odbiorców i klientów, bez względu na to, czy dany slogan jest zgodny z zasadami kultury języka (Hajok, Miladi 2025).

Sprawność językowa dotyczy doboru środków językowych, za pomocą których chcemy dotrzeć do odbiorcy przekazu z informacją i wywołać u niego pożądaną przez nas reakcję. Nie zawsze chodzi przy tym tylko o przekazanie informacji, lecz niekiedy także o wyrażenie emocji, osobistych przeżyć lub nawet uczuć. Pisząc o skutecznym menedżerze, Bogacki (2014, s. 32) stwierdził, że siła menedżera ma swoje źródło w kompetencjach. Najlepszym narzędziem w tym względzie jest skuteczna komunikacja z pracownikami. W swojej taktyce – napisał Bogacki – menedżer powinien posługiwać się metaforą, opowieściami i anegdotami, używać intrygujących kontrastów. Dynamiki wypowiedziom liderów nadają zadawane przez nich pytania retoryczne.

Warto w tym miejscu zapytać o dopuszczalność stosowania w komunikacji menedżerskiej porównań i metafor. Jak wiadomo, metafora łączy ze sobą pojęcia w nową całość, odbiegając niekiedy od norm i zasad językowych. Metafory wykraczają poza dosłowne znaczenie konkretnej frazy, co umożliwia przekazanie informacji w sposób nie tylko głęboki, ale i poruszający. Z jednej strony metafory zazwyczaj odbiegają od norm i zasad językowych, tracąc swoje dosłowne znaczenie i nadając nowy, przenośny sens zespołowi słów. Z drugiej strony stanowią one zespół określeń stosowanych w danym kręgu kulturowym, w grupie społecznej, a nawet zawodowej. Stosowanie metafor jest skutecznym narzędziem upraszczającym komunikację z innymi ludźmi (Wiśniewski 2021).

Postawmy kilka pytań i podajmy kilka przykładów. W jakim zakresie menedżer może powiedzieć o sobie samym do zarządzanej grupy, że ma „złote serce"? Tłumacząc, że nie może dać podwładnym podwyżki, stwierdzi, że „ma związane ręce" uchwałą zarządu. Zachęcając do realizacji trudnego do osiągnięcia celu, powie do grupy: „Musimy chwycić byka za rogi". Czy możemy przedstawić nowego pracownika zespołowi, stwierdzając, że jest to „złota rączka"? Zapytajmy na koniec, czy można

byłoby powiedzieć pracownikowi oferującemu serię nierealistycznych pomysłów do zrealizowania, że zamiast „zakasać rękawy i wziąć się do roboty", ciągle „chodzi z głową w chmurach".

Etyka słowa, czyli etyka językowego porozumiewania się, jest związana ze stosowaniem manipulacji w komunikacji i wzajemnych kontaktach. Ma ona dwa wymiary. Pierwszym z nich jest, jak zauważa Markowski (2018, s. 19), postawa nadawcy informacji wobec odbiorcy, a drugim stosunek odbiorcy tekstu do nadawcy. Fundamentem moralności w kulturze języka jest podmiotowe, a nie instrumentalne traktowanie odbiorcy. Nie jest ono uzależnione od osobistych, społecznych, religijnych lub politycznych postaw i przekonań. Wymaga natomiast przekazania informacji rzetelnej i sprawdzonej, wyrażonej w sposób przyjazny dla odbiorcy.

Konieczność zachowania etyki słowa w relacjach biznesowych stanowić może dla menedżera poważne wyzwanie. Chcąc osiągnąć zamierzony sukces, może on w swoich wypowiedziach odwoływać się nie tylko do argumentów racjonalnych, ale także do różnego rodzaju chwytów erystycznych, mających zazwyczaj podłoże opresyjne. Zaliczymy do nich stanowcze żądania, groźby, a nawet zastraszanie (Bunner i in. 2020, ss. 383–384). Warto w tym miejscu odnotować, że pojęcie „erystyka" obejmuje swoim zasięgiem również inne wypowiedzi, opierające się na bardziej subtelnych, ale zawsze podejrzanych z moralnego punktu widzenia formach rozumowania. Literatura przedmiotu pokazuje, że argumenty erystyczne nie mają na celu dążenia do prawdy, ale chodzi w nich o osiągnięcie sukcesu, realizację wyznaczonego planu bez szacunku dla oponenta (van Laar 2010, s. 389; Kurdoglu, Islam 2024, s. 3262). Prowadzone na ten temat badania wykazują, że menedżerowie znają chwyty erystyczne i je stosują, zdając sobie sprawę, że są one nieetyczne (Ignatowski 2024).

Ostatnim, czwartym elementem kultury języka jest estetyka słowa. Rzecz dotyczy tego, czy dana wypowiedź jest ładna i harmonijna. Mówiąc odwrotnie, pytamy w tym względzie, kiedy i dlaczego język wypowiedzi jest brzydki lub nawet ordynarny.

Mając na względzie język menedżerski, rozważmy w tym miejscu dwie kwestie: estetykę wypowiedzi oraz wulgaryzację języka. Skuteczność wypowiedzi zależy właśnie od estetyki. Szuplat (2026, ss. 238–252), wieloletni twórca przemówień amerykańskich prezydentów, przedstawiając praktyczne porady konieczne do skutecznego przemawiania, zauważa, że w kontaktach z innymi ludźmi należy posługiwać się zrozumiałym językiem. A jednocześnie, od czasu do czasu, warto wzbogacić daną wypowiedź o „odrobinę elegancji". Wytworność sprawia, że wypowiedź zostaje wzbogacona o niespodziewane efekty. Ponieważ mogą one zaskakiwać, na długo zapadają w pamięć. Szykowność dla Szuplata polega na stosowaniu słów melodyjnych. Pomocne w tym względzie będą nowoczesne technologie. Mianowicie, przygotowując

wystąpienie, warto w internetowej wyszukiwarce lub za pomocą bota, jak sugeruje Amerykanin, poszukać synonimów takich terminów jak „urzekający", „chwalebny", „wdzięczny" czy też „cudowny". Zdaniem Szuplata oficjalne wypowiedzi powinny być tak skonstruowane, aby posiadały odpowiednią rytmikę. Amerykanin stwierdza, że „podobnie jak dobra piosenka, dobre przemówienie może mieć refren – wers lub frazę, które się powtarzają i budują rytm" (Szuplat 2026, s. 247). Do estetyki kultury języka zaliczymy także wprowadzone do wypowiedzi „momenty ciszy oraz pauzy".

Z estetyką ludzkiej mowy wiąże się bezpośrednio zagadnienie wulgaryzacji języka. Język, w którym spotykamy się z przekleństwami oraz terminami „wulgarnymi", coraz częściej przenika do debaty publicznej, a także do naszego codziennego życia. Bez wątpienia wpływa to negatywnie na ludzkie emocje i życie społeczne (Pethe 2024, s. 10). Badania pokazują jednak, że posługiwanie się wulgarnymi słowami pozwala na złagodzenie napięcia, a nawet przynosi ulgę w bólu fizycznym. Jak zauważa Byrne (2018, s. 129), przekleństwa wzmacniają więzi i konsolidują grupę. Trudno byłoby jednak wyobrazić sobie, aby menedżer w celu zjednoczenia grupy posługiwał się nawet wyrażanymi w sposób żartobliwy przekleństwami. Niezależnie od tego stwierdzamy, że przekleństwo narusza akceptowane formy grzecznościowe i jest nie do przyjęcia w życiu społecznym. Zawsze zawiera w sobie i generuje negatywny potencjał emocjonalny. Co gorsze, służy zazwyczaj do poniżenia człowieka i narusza jeden z fundamentów kultury języka (Ignatowski 2018, s. 67).

Z perspektywy menedżera oraz kultury języka należy zwrócić jeszcze uwagę na osoby chore na zespół Tourette'a. U osób dotkniętych owym zaburzeniem występują tiki oraz bezładne wypowiedzi. Do tików motorycznych zaliczymy mruganie oczami, potrząsanie głową, grymasy na twarzy lub pozbawione kontroli otwieranie ust. W czasie rozwoju choroby mogą pojawić się pomrukiwania i jęki, niekontrolowane złożone wypowiedzi, a pośród nich również przekleństwa. To właśnie owe przekleństwa zwracają na siebie uwagę i mogą prowadzić do deprecjonowania ludzi (Johnson i in. 2023). Zalecać należy zatem wszystkim osobom zajmującym się relacjami z ludźmi dużą powściągliwość w ocenie tych, którzy wypowiadają nagle przekleństwa.

Mając na względzie powyższe stwierdzenia na temat kultury języka, warto zastanowić się, jakie cechy powinna mieć mowa kulturalna (Zając b.d.). Na pewno nie powinna jej towarzyszyć agresja, co bezpośrednio wiąże się z estetyką języka i z etyką. Dzieje się tak dlatego, że skuteczność przekazu w dużej mierze, jak wykazano powyżej, zależna jest nie tylko od wytworności wypowiedzi, lecz także od traktowania partnera rozmowy jako podmiotu, a nie przedmiotu, którym można dowolnie manipulować. W dyskursie na temat kulturalnego języka podkreśla się, że mówienie powinno być grzeczne i uprzejme. Postulat ten nawiązuje nie tylko do etyki, ale także

do poprawności językowej. Wulgarność w języku zawsze prowadzi do wzrostu negatywnych emocji. Wyrazem braku podmiotowego traktowania rozmówcy w trakcie rozmowy jest przerywanie jego wypowiedzi. Menedżer powinien zawsze mieć na względzie wykształcenie rozmówcy i nie posługiwać się nazbyt obco brzmiącymi i wyszukanymi słowami. A zatem ostatni z postulatów dotyczący mowy kulturalnej wynika bezpośrednio ze sprawności językowej, stanowiącej jeden z elementów kultury języka jako takiej.

Konkluzje

W niniejszej wypowiedzi zwrócono szczególną uwagę na znaczenie kultury języka w ogóle oraz w pracy menedżera. Jego podstawowym narzędziem komunikacyjnym jest właśnie język, który niezbędny jest w realizacji zadań i wykonywaniu obowiązków. Zgółka (2017, s. 45) zauważa, że pojęcia kultury języka nie można ograniczyć „do wąskiej poprawności językowej, zwłaszcza w zakresie budowy tekstu i właściwych form gramatycznych". Faktycznie, pojęcie to obejmuje również takie zagadnienia jak sprawność językowa, etyka słowa oraz estetyka. Ze względu na wspomniane komponenty oraz rozwój nowoczesnych technologii nie jest łatwo realizować zasady kultury języka w życiu zawodowym. Tymczasem Zbróg (2020, s. 145), analizując wypowiedzi internautów, zauważa, że mają oni bardzo dobre skojarzenia z kulturą języka, której przypisują wysoką rangę społeczną. Nie zmienia to faktu, że w mediach zwanych społecznościowymi nie brak przykładów lekceważenia kultury języka właśnie. Jeśli chodzi o dobór środków językowych, za pomocą których chcemy dotrzeć do odbiorcy, trzeba mieć na względzie okoliczności sprzyjające wykorzystaniu metafory. Etyka słowa wymaga zaś traktowania odbiorcy słownego przekazu w sposób podmiotowy, a nie przedmiotowy. Wyrazem trudności w realizacji tego zadania są nasilające się oskarżenia o mobbing w organizacjach (Ożóg, Rosiak 2025). Estetyka języka wymaga stosowania (nie zawsze) w przestrzeni publicznej wzniosłych terminów. Niezależnie od tego wszystkiego trzeba pamiętać, że sprawny menedżer powinien znać zasady kultury języka i stosować je w życiu zawodowym.

Mając na uwadze dalsze badania dotyczące skutecznej komunikacji w pracy menedżera, warto zastanowić się nad znaczeniem komunikacji niewerbalnej i jej środków, takich jak ruchy ciała, dotyk, dystans, ubiór i otoczenie (Adler i in. 2016, ss. 194–208; Carnegie 2022, ss. 20–26).

Bibliografia

Adler R.B., Rosenfeld L.B., Proctor II R.F. (2016), *Relacje interpersonalne. Proces porozumiewania się*, wyd. 2 zmienione (dodruk), Dom Wydawniczy Rebis, Poznań.

Batool S., Khattak S.R., Saleem Z. (2016), *Professionalism: A Key Quality of Effective Manager*, „Journal of Managerial Sciences", *10*(1), 105–118.

Berger J., Packard G. (2022), *Using natural language processing to understand people and culture*, „American Psychologist", *77*(4), 525–537, https://doi.org/10.1037/amp0000882.

Bogacki R.St. (2014), *Charyzmatyczne przywództwo*, „Personel i Zarządzanie", 9, 31–33.

Bunner J., Prem R., Korunka C. (2020), *How do safety engineers improve their job performance? The roles of influence tactics, expert power, and management support*, „Employee Relations: The International Journal", *42*(2), 381–397, https://doi.org/10.1108/ER-04-2018-0120.

Byrne E. (2018), *Bluzgaj zdrowo. O pożytkach z przeklinania*, przeł. M. Wróbel, Grupa Wydawnicza Foksal, Warszawa.

Carnegie D. (2022), *Sztuka komunikacji. W drodze do sukcesu*, przeł. K. Krzyżanowski, Sensus, Gliwice.

Clubb C. (red.) (2005), *The Blackwell Encyclopedia of Management*, Tom 1: *Accounting*, wyd. 2, Blackwell Publishing, Oxford.

Fisher E. (2011), *What practitioners consider to be the skills and behaviours of an effective people project manager*, „International Journal of Project Management", *29*(8), 994–1002, https://doi.org/10.1016/j.ijproman.2010.09.002.

Hajok A., Miladi L. (2025), *(Prze)moc reklamy – przemoc w reklamie społecznej na przykładzie wybranych przekazów polskich i francuskich*, „Annales Universitatis Paedagogicae Cracoviensis. Studia de Cultura", *17*(2), 9–25, https://doi.org/10.24917/20837275.17.2.1.

Hargie O., Dickson D., Tourish D. (2004), *Communication Skills for Effective Management*, Palgrave Macmillan, Basingstoke-New York, https://doi.org/10.1007/978-1-4039-3893-0.

Helms M.M. (red.) (2006), *Encyclopedia of management*, wyd. 5, Thomson Gale, Farmington Hills.

Ignatowski G. (2018), *Przeklinanie – pojęcie, cele i profilaktyka*, „Pedagogika Rodziny. Family Pedagogy", 8(3), 63–75.

Ignatowski G. (2024), *Use of Eristics by Polish Managers*, „Journal of Intercultural Management", *16*(3), 58–77, https://doi.org/10.2478/joim-2024-0011.

Johnson K.A., Worbe Y., Foote K.D., Butson C.R., Gunduz A., Okun M.S. (2023), *Tourette syndrome: clinical features, pathophysiology, and treatment*, „The Lancet Neurology", 22(2), 147–158, https://doi.org/10.1016/S1474-4422(22)00303-9.

Kessler E.H. (red.) (2013), *Encyclopedia of Management Theory*, SAGE Publications, Thousand Oaks.

Kiley K., Vaisey S. (2020), *Measuring stability and change in personal culture using panel data*, „American Sociological Review", *85*(3), 477–506, https://doi.org/10.1177/0003122420921538.

Kurdoglu R.S., Islam G. (2024), *Eristic Legitimation of Controversial Managerial Decisions*, „Journal of Management Studies", *61*(7), 3260–3294, https://doi.org/10.1111/joms.13008.

Lersch P.M. (2023), *Change in Personal Culture over the Life Course*, „American Sociological Review", *88*(2), 220–251, https://doi.org/10.1177/00031224231156456.

Łukasiewicz K. (2025), *Menedżer w organizacji – istota pracy i uwarunkowania*, [w:] K. Łukasiewicz, P. Pietrzak (red.), *Podstawy zarządzania* (ss. 33–46), CeDeWu, Warszawa.

Markowski A. (2018), *Kultura języka polskiego. Teoria. Zagadnienia leksykalne*, wyd. 2, PWN, Warszawa.

Mazari A., Derraz N. (2015), *Language and culture*, „International Journal of Humanities and Cultural Studies", *2*(2), 350–359.

Mikosińska M. (2019), *Kultura języka polskiego współcześnie*, „Humanities and Cultural Studies", *1*(1), 20–26, https://doi.org/10.5604/01.3001.0013.2913.

Ożóg K., Rosiak Ł. (2025), *Mobbing a znęcanie się*, „Przegląd Policyjny", *160*(4), 72–89, https://doi.org/10.5604/01.3001.0055.5159.

Penc J. (2008), *Encyklopedia zarządzania. Podstawowe kategorie i terminy*, Wyższa Szkoła Studiów Międzynarodowych w Łodzi, Łódź.

Pethe A.K. (2024), *Czy przełamywanie tabu językowego służy czy szkodzi komunikacji społecznej? Problematyka detabuizacji, dewulgaryzacji i desensytyzacji języka mediów w świetle wypowiedzi studentów dziennikarstwa*, „Kwartalnik Pedagogiczny", 69(2), 9–26, https://doi.org/10.31338/2657-6007.kp.2024-2.1.

Smolarz A. (2025), *Kultura języka w prezentacjach biznesowych – jak mówić do zarządu i inwestorów*, „Controlling i Zarządzanie", *1*(63), 54–56.

Szuplat T. (2026), *Sztuka mówienia. Spraw, żeby cię słuchano – sekrety speechwritera Białego Domu*, Znak Horyzont, Kraków.

Tektigul Z., Bayadilova-Altybayev A., Sadykova S., Iskindirova S., Kushkimbayeva A., Zhumagul D. (2023), *Language is a symbol system that carries culture*, „International Journal of Society, Culture & Language", *11*(1), 203–214, https://doi.org/10.22034/ijscl.2022.562756.2781.

Uzuegbu C.P., Nnadozie C.O. (2015), *Henry Fayol's 14 Principles of Management: Implications for Libraries and Information Centres*, „Journal of Information Science Theory and Practice", *3*(2), 58–72, https://doi.org/10.1633/JISTaP.2015.3.2.5.

Vahdat S. (2022), *The role of IT-based technologies on the management of human resources in the COVID-19 era*, „Kybernetes", *51*(6), 2065–2088, https://doi.org/10.1108/K-04-2021-0333.

Valsiner J. (2007), *Personal culture and conduct of value*, „Journal of Social, Evolutionary, and Cultural Psychology", *1*(2), 59–65, https://doi.org/10.1037/h0099358.

van Laar J.A. (2010), *Argumentative Bluff in Eristic Discussion: An Analysis and Evaluation*, „Argumentation", *24*, 383–398, https://doi.org/10.1007/s10503-010-9184-5.

Werenowska A. (2025), *Podstawowe elementy komunikowania wewnętrznego*, [w:] K. Łukasiewicz, P. Pietrzak (red.), *Podstawy zarządzania* (ss. 187–198), CeDeWu, Warszawa.

Wiśniewski M. (2021), *Co to jest metafora? Definicja, funkcja i przykłady znanych metafor,* Humint, https://humint.pl/co-to-jest-metafora-definicja-funkcja-i-przyklady-znanych-metafor/, dostęp: 27.07.2026.

Zając Sz. (b.d.), *Zasady kulturalnej rozmowy jako klucz do efektywnej komunikacji w instytucjach publicznych*, https://witalni.pl/baza_wiedzy/zasady-kulturalnej-rozmowy-jako-klucz-do-efektywnej-komunikacji-w-instytucjach-publicznych/, dostęp: 30.07.2026.

Zbróg P. (2020), *Reprezentacja społeczna kultury języka w przestrzeni cyfrowej*, [w:] A. Hącia, K. Kłosińska, P. Zbróg (red.), *Polszczyzna w dobie cyfryzacji* (ss. 133–146), Polska Akademia Nauk, Warszawa, https://doi.org/10.24425/137351.

Zgółka T. (2017), *Retoryka a kultura języka*, „Poradnik Językowy", 2, 41–50.



WYDAWNICTWO
SPOŁECZNEJ AKADEMII NAUK

www.san.edu.pl

CLARK UNIVERSITY

www.clarkuniversity.eu

ISSN 2543-8190