

Dawid MAZUR

Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Polska

ORCID: 0009-0004-9274-9218

ZRÓWNOWAŻONA STRUKTURA BILANSU JAKO DETERMINANTA DŁUGOTERMINOWEJ STABILNOŚCI FINANSOWEJ SPÓŁEK NOTOWANYCH NA GIEŁDZIE PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W WARSZAWIE

Streszczenie

Celem opracowania jest analiza znaczenia zrównoważonej struktury bilansu w kontekście zapewnienia długoterminowej stabilności finansowej spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Struktura bilansu stanowi odzwierciedlenie strategii finansowania oraz gospodarowania majątkiem, a jej odpowiednie kształtowanie wpływa na zdolność przedsiębiorstwa do utrzymania płynności oraz odporności na zmienne warunki rynkowe. W artykule podjęto próbę identyfikacji zależności pomiędzy proporcjami aktywów trwałych i obrotowych oraz relacją kapitału własnego do zobowiązań a poziomem stabilności wyników finansowych. Analiza empiryczna została przeprowadzona na podstawie danych finansowych spółek przemysłowych i energetycznych notowanych na GPW w Warszawie w latach 2021-2024. Uzyskane wyniki badań własnych potwierdzają, że utrzymanie równowagi strukturalnej w bilansie sprzyja większej stabilności finansowej oraz ogranicza ryzyko utraty zdolności operacyjnej, co wskazuje na znaczenie polityki bilansowej jako elementu zarządzania strategicznego w spółkach publicznych. W literaturze przedmiotu podkreśla się, że nieadekwatna struktura finansowania aktywów może ograniczać elastyczność finansową i zwiększać ryzyko operacyjne przedsiębiorstwa.

Słowa kluczowe: struktura bilansu, stabilność finansowa, spółki giełdowe, płynność finansowa, kapitał własny, zadłużenie, rentowność.

BALANCE SHEET STRUCTURE AS A DETERMINANT OF THE LONG-TERM FINANCIAL STABILITY OF COMPANIES LISTED ON THE WARSAW STOCK EXCHANGE

Summary

The study investigates the relationship between balance-sheet structure and financial performance in industrial and energy companies listed on the Warsaw Stock Exchange over the period 2021-2024. The analysis focuses on the role of long-term asset intensity, capital structure, working capital, and liability dynamics in shaping enterprise stability and profitability. Using correlation analysis and sectoral comparisons, the study demonstrates that financial structure continues to constitute a key determinant of economic resilience, although the strength and direction of these relationships vary across industries. Industrial companies exhibit more stable associations between financing structure and profitability, whereas energy companies display weaker and more heterogeneous relationships, reflecting their capital-intensive nature and regulatory constraints. An additional analysis of simultaneous changes in liabilities and net profit reveals

no systematic patterns, suggesting limited use of liabilities as a short-term earnings management tool. Overall, the findings confirm that maintaining an appropriate alignment between long-term assets and stable financing sources, together with sound working-capital management, is essential for sustaining financial stability and long-term performance.

Keywords: balance sheet structure, financial stability, listed companies, financial liquidity, equity capital, debt, profitability.

Wprowadzenie

Struktura bilansu stanowi fundament strategii finansowania przedsiębiorstwa i zarządzania jego zasobami majątkowymi. Polityka spółki w zakresie kształtowania struktury bilansu – rozumiana jako świadome decyzje dotyczące udziału aktywów trwałych i obrotowych oraz relacji między kapitałem własnym a zobowiązaniami – odgrywa kluczową rolę w budowaniu długoterminowej stabilności finansowej dla spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. W literaturze podkreśla się, że nierównowaga bilansowa, np. wysoki udział aktywów trwałych finansowanych obcym kapitałem czy nadmierne zobowiązania krótkoterminowe, może ograniczać elastyczność finansowania i zwiększać podatność na negatywne wstrząsy rynkowe (Scott, 2015; Poniatowska, 2016). W warunkach intensyfikacji globalnych ryzyk makroekonomicznych i rosnących oczekiwań inwestorów na utrzymanie przewidywalnych oraz oczekiwanych wyników finansowych, stabilność finansowa spółek zyskuje na znaczeniu nie tylko dla zarządzających, lecz także dla audytorów finansowych oraz uczestników rynku kapitałowego (Sadowska, 2018). Badania wskazują, że istnieje związek między strukturą bilansu a odpornością przedsiębiorstw na wahania rynkowe czy zmiany koniunktury (Davis, 2013). W literaturze rachunkowości oraz finansów akcentuje się, że nadmierny udział aktywów trwałych finansowanych długiem lub dominująca rola zobowiązań krótkoterminowych mogą ograniczać elastyczność finansową przedsiębiorstwa i zwiększać jego ryzyko operacyjne.

Dotychczasowe badania wskazują, że struktura bilansu przedsiębiorstw odgrywa kluczową rolę w kształtowaniu ich stabilności finansowej i odporności na wahania koniunkturalne (Brigham, Ehrhardt, 2022; Walińska i in., 2011). Zróżnicowanie między branżami w zakresie poziomu zadłużenia, udziału kapitału własnego czy struktury aktywów trwałych i obrotowych wynika zarówno z odmiennych modeli biznesowych, jak i przyjętej polityki zarządzania finansami przedsiębiorstwa (Sierpińska, Jachna, 2017). W konsekwencji, relacje pomiędzy poszczególnymi pozycjami bilansu mogą w istotny sposób wpływać na zdolność jednostki do utrzymania płynności, finansowania rozwoju i ograniczania ryzyka utraty wypłacalności. Zrównoważona struktura bilansu, rozumiana jako proporcjonalne kształtowanie relacji między poszczególnymi pozycjami aktywów i pasywów, stanowi kluczowy element zapewnienia długookresowej stabilności finansowej jednostki. Odpowiedni dobór źródeł finansowania i sposób lokowania kapitału wpływają nie tylko na bieżącą płynność przedsiębiorstwa, ale także na jego odporność na wahania rynkowe i ryzyko utraty wartości aktywów (Grabiński, 2016). Struktura bilansowa jest zatem odzwierciedleniem strategii finansowej i operacyjnej jednostki, a jednocześnie jednym z głównych narzędzi zarządzania ryzykiem oraz efektywnością ekonomiczną.

Zgodnie z Ustawą z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz.U. z 2023 r., poz. 120) oraz Międzynarodowymi Standardami Sprawozdawczości Finansowej, w tym szczególnie MSR 1 Prezentacja sprawozdań finansowych, jednostki zobowiązane są do prezentowania informacji w sposób rzetelny i umożliwiający ocenę ich zdolności do kontynuacji działalności (MSR 1, 2022). Układ i struktura bilansu nie są więc jedynie technicznym zapisem danych finansowych, lecz odzwierciedlają faktyczną kondycję oraz politykę finansową przedsiębiorstwa. W literaturze podkreśla się, że zachowanie równowagi pomiędzy kapitałem własnym a obcym, aktywami trwałymi i obrotowymi, stanowi jeden z kluczowych warunków utrzymania trwałej stabilności finansowej (Scott, 2015; Walińska i in., 2011). W tym kontekście ocena struktury bilansowej może stanowić nie tylko narzędzie diagnostyczne, ale też prognostyczne, pozwalając na identyfikację potencjalnych zagrożeń dla płynności, wypłacalności i zdolności inwestycyjnej jednostki.

Analiza struktury bilansowej stanowi więc istotny element oceny bezpieczeństwa finansowego spółek, a jej równowaga – rozumiana jako właściwe proporcje pomiędzy kapitałem własnym, zobowiązaniami oraz majątkiem przedsiębiorstwa – jest jednym z kluczowych warunków długoterminowej stabilności finansowej (Kabalski, 2019). Badanie zależności między strukturą bilansu a zdolnością do utrzymania stabilnej pozycji finansowej wydaje się uzasadnione zarówno z perspektywy teorii rachunkowości, jak i praktyki zarządzania finansami przedsiębiorstw notowanych na rynku regulowanym.

Celem niniejszego opracowania jest ocena, w jakim stopniu zrównoważona struktura bilansu stanowi czynnik determinujący długoterminową stabilność finansową spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Analiza empiryczna zostanie przeprowadzona z wykorzystaniem wybranych danych finansowych spółek z różnych sektorów gospodarki w latach 2021-2024, co umożliwi identyfikację różnicowań branżowych oraz ocenę wpływu decyzji strukturalnych na zdolność przedsiębiorstw do utrzymania stabilności finansowej.

1. Podstawy teoretyczne

Struktura bilansowa przedsiębiorstwa stanowi syntetyczny obraz jego sytuacji finansowej, prezentując relacje między aktywami a źródłami ich finansowania. Bilans jest nie tylko narzędziem sprawozdawczym, lecz także odzwierciedleniem decyzji strategicznych w zakresie gospodarowania kapitałem, zarządzania ryzykiem i utrzymania płynności finansowej. Zrównoważona struktura bilansu oznacza taki układ aktywów oraz pasywów, który zapewnia jednostce zdolność do realizacji zobowiązań w krótkim i długim okresie, przy jednoczesnym utrzymaniu rentowności i stabilności ekonomicznej. Utrzymanie tej równowagi stanowi podstawę trwałej zdolności do kontynuacji działalności, co jest jednym z kluczowych założeń sprawozdawczości finansowej (Lichota, 2024).

W świetle Ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz.U. z 2023 r., poz. 120), sprawozdanie finansowe jednostki powinno w sposób rzetelny i jasny przedstawiać jej sytuację majątkową oraz finansową, a także wynik finansowy (Ustawa o rachunkowości, 2023). Oznacza to, że jednostka powinna kształtować strukturę bilansową zgodnie z zasadą ostrożności i współmierności przychodów oraz kosztów. Kluczowym aspektem jest zapewnienie odpowiedniego dopasowania między terminami

wymagalności zobowiązań a płynnością aktywów, co minimalizuje ryzyko utraty zdolności płatniczej. Zrównoważenie struktury bilansu wymaga też uwzględnienia relacji między kapitałem własnym a obcym, gdyż zbyt wysoki udział zobowiązań może zwiększać ryzyko finansowe, a nadmierny udział kapitału własnego może ograniczać efektywność wykorzystania zasobów (Damodaran, 2014).

Z punktu widzenia teorii finansów, decyzje dotyczące struktury bilansowej ściśle wiążą się z koncepcją optymalnej struktury kapitału. W ramach tej koncepcji zakłada się, że istnieje taki poziom zadłużenia, przy którym koszt kapitału całkowitego jest minimalny, a jednocześnie maksymalizowana jest wartość przedsiębiorstwa. Zrównoważona struktura bilansu nie sprowadza się jednak wyłącznie do proporcji pomiędzy długiem a kapitałem własnym – obejmuje również sposób finansowania poszczególnych grup aktywów oraz ich dopasowanie do źródeł finansowania pod względem terminów i ryzyka. Utrzymanie równowagi strukturalnej pozwala na stabilne generowanie dodatnich przepływów pieniężnych, a także ogranicza wpływ wahań koniunkturalnych na sytuację finansową przedsiębiorstwa. Znaczenie zrównoważonej struktury bilansu wzrasta szczególnie w przypadku spółek publicznych, które funkcjonują w warunkach wysokiej przejrzystości informacyjnej i podlegają ocenie ze strony inwestorów, instytucji finansowych oraz biegłych rewidentów. Stabilność finansowa spółek giełdowych jest istotnym elementem oceny ich wiarygodności, a równowaga bilansowa stanowi jeden z podstawowych wskaźników zdolności do generowania trwałej wartości dla akcjonariuszy. W literaturze zwraca się uwagę, że zrównoważony bilans sprzyja nie tylko bezpieczeństwu finansowemu, ale również zwiększa odporność przedsiębiorstwa na zmiany otoczenia rynkowego, w tym wahania stóp procentowych, kosztów finansowania i dostępności kapitału (Myers, 2001).

W praktyce gospodarczej zrównoważenie struktury bilansu można rozpatrywać w kontekście kilku grup wskaźników, obejmujących m.in. relację aktywów trwałych do kapitału stałego, wskaźniki zadłużenia ogólnego i długoterminowego, a także miary płynności finansowej. Analiza tych proporcji pozwala ocenić, czy przedsiębiorstwo zachowuje równowagę między stabilnością a efektywnością finansową. Zachwianie tej równowagi – niezależnie od przyczyny – może prowadzić do wzrostu kosztów finansowania, utraty zaufania interesariuszy, a w konsekwencji do pogorszenia pozycji konkurencyjnej czy nawet zagrożenia kontynuacji działalności.

2. Materiał i metodyka badań własnych

Celem badań była ocena zależności między strukturą bilansową a długoterminową stabilnością finansową przedsiębiorstw funkcjonujących w wybranych sektorach gospodarki. Analizie poddano spółki reprezentujące dwie branże – przemysłową oraz energetyczną – które należą do kluczowych obszarów polskiego rynku kapitałowego. Wybór tych sektorów uzasadniono ich znaczeniem dla rozwoju gospodarki krajowej, odmienną strukturą majątku i źródeł finansowania, a także zróżnicowanym poziomem ekspozycji na ryzyka rynkowe i operacyjne. Wszystkie podmioty ujęte w badaniu to spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW), co zapewnia porównywalność danych, jak również wysoki poziom ich wiarygodności sprawozdawczej.

Zakres czasowy badań obejmował 4 kolejne lata obrotowe – od 2021 do 2024 roku. Uwzględnienie kilkuletniego horyzontu analizy umożliwiło obserwację zarówno aktualnego stanu struktury bilansowej, jak i zmian zachodzących w czasie, pozwalając na ocenę dynamiki zjawisk finansowych w badanych jednostkach. Dane źródłowe pochodziły ze sprawozdań finansowych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, zaś ich raporty podlegają jednolitym wymogom sprawozdawczości jednostek zainteresowania publicznego (JZP).

Próba badawcza objęła 20 spółek, po 10 z każdej branży, co w 4-letnim okresie analizy dało łącznie 80 obserwacji ($N=80$). Dobór próby miał charakter celowy, z uwzględnieniem kryteriów takich jak: kompletność danych finansowych, porównywalna wielkość aktywów i stabilność prowadzonej działalności. W procesie selekcji dążono do zapewnienia wysokiego stopnia reprezentatywności próby w odniesieniu do potencjału ekonomicznego analizowanych sektorów w ramach rynku kapitałowego w Polsce. W przypadku branży energetycznej do badania włączono większość kluczowych podmiotów notowanych na GPW, kształtujących ten segment rynku. W sektorze przemysłowym wyłoniono natomiast jednostki o wiodącej pozycji rynkowej oraz dominującym udziale w kapitalizacji giełdowej tego sektora, co pozwala uznać przyjętą grupę za reprezentatywną dla identyfikacji ogólnych prawidłowości finansowych wśród spółek giełdowych w obu obszarach. Tak ukształtowana próba umożliwiła dokonanie porównań międzysektorowych przy zachowaniu wewnętrznej spójności badanej grupy.

Zakres merytoryczny badań obejmował analizę zależności pomiędzy strukturą aktywów i pasywów a wynikami finansowymi przedsiębiorstw. Ocenie poddano udział aktywów trwałych w sumie bilansowej i relację kapitału stałego do aktywów trwałych, stanowiącą miarę równowagi finansowej jednostki. Uwzględniono również wskaźniki zadłużenia – zarówno ogólnego, jak i długoterminowego – które odzwierciedlają stopień wykorzystania kapitału obcego w finansowaniu działalności i poziom bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstw. W dalszej części analizy przeanalizowano wskaźniki płynności bieżącej, szybkiej oraz natychmiastowej, umożliwiające ocenę zdolności jednostek do regulowania zobowiązań krótkoterminowych.

W celu kompleksowej oceny efektywności działalności finansowej zastosowano wskaźniki podstawowych miar rentowności, takich jak ROA (*Return on Assets*), ROE (*Return on Equity*) oraz ROS (*Return on Sales*). Dodatkowo wykorzystano wskaźnik stabilności finansowej, informujący o stopniu finansowania majątku kapitałem własnym i długoterminowym, co umożliwia ocenę trwałości struktury bilansowej przedsiębiorstw.

Do identyfikacji siły i kierunku zależności między analizowanymi zmiennymi zastosowano współczynnik korelacji liniowej Pearsona. Metoda ta pozwala na określenie związku między zmiennymi o charakterze ciągłym, umożliwiając interpretację zarówno kierunku, jak i intensywności powiązań. Analizy korelacyjne przeprowadzono odrębnie dla każdej branży oraz w ujęciu dynamicznym – dla poszczególnych lat objętych badaniem – co pozwoliło uchwycić zmiany w relacjach pomiędzy strukturą bilansową a kondycją finansową jednostek w czasie.

Współczynnik korelacji Pearsona przyjmuje wartości w przedziale od -1 do $+1$, gdzie wartość $+1$ oznacza pełną dodatnią zależność liniową, -1 pełną ujemną zależność liniową, a 0 brak zależności liniowej między zmiennymi. W praktyce przyjmuje się następujące przedziały interpretacyjne siły korelacji (Stanisz, 2007):

- $|r| < 0,2$ – bardzo słaba zależność;
- $0,2 \leq |r| < 0,4$ – słaba zależność;
- $0,4 \leq |r| < 0,7$ – umiarkowana zależność;
- $0,7 \leq |r| < 0,9$ – silna zależność;
- $|r| \geq 0,9$ – bardzo silna zależność.

Przyjęta metodyka badawcza umożliwiła identyfikację kluczowych zależności między strukturą bilansową a wynikami finansowymi przedsiębiorstw i ocenę wpływu polityki finansowania oraz alokacji aktywów na stabilność ekonomiczną jednostek w dłuższym horyzoncie czasowym.

3. Wyniki i dyskusja

W celu określenia, w jakim stopniu zrównoważona struktura bilansu może wspierać długoterminową stabilność finansową przedsiębiorstw, przeprowadzono analizę zależności pomiędzy kluczowymi elementami struktury aktywów i pasywów a wynikami finansowymi spółek. Zastosowanie współczynników korelacji Pearsona umożliwiło ocenę kierunku i siły relacji między wskaźnikami bilansowymi (takimi jak udział aktywów trwałych, pokrycie majątku kapitałem stałym czy poziom zadłużenia) a miernikami efektywności oraz dynamiką zysków netto. Badaniem objęto spółki reprezentujące dwa sektory GPW – przemysłowy i energetyczny – w latach 2021-2024, co pozwoliło uchwycić zarówno tendencje stałe, jak również zmiany koniunkturalne wpływające na ich sytuację finansową. Wyniki zestawiono w tabeli 1.

Tabela 1

Współczynniki korelacji Pearsona pomiędzy wybranymi wskaźnikami struktury bilansu a wynikami finansowymi spółek przemysłowych i energetycznych GPW w latach 2021-2024

Korelacja Pearsona	Sektor	2024	2023	2022	2021
Udział aktywów trwałych w aktywach ogółem / ROA	Przemysł GPW	-0,41	-0,38	-0,28	-0,61
	Energetyka GPW	-0,44	0,03	-0,71	-0,29
Udział aktywów trwałych w aktywach ogółem / ROE	Przemysł GPW	-0,53	-0,62	-0,34	-0,73
	Energetyka GPW	-0,37	0,02	-0,59	-0,24
Pokrycie aktywów trwałych kapitałem stałym / ROA	Przemysł GPW	0,50	0,52	0,60	0,70
	Energetyka GPW	0,29	-0,48	0,79	0,23
Pokrycie aktywów trwałych kapitałem stałym / ROE	Przemysł GPW	0,35	0,29	0,50	0,45
	Energetyka GPW	0,21	-0,55	0,52	0,15
Pokrycie aktywów trwałych kapitałem stałym / ROS	Przemysł GPW	0,36	0,31	0,54	0,59
	Energetyka GPW	-0,13	-0,48	0,36	0,14
Pokrycie aktywów trwałych kapitałem stałym / zysk netto	Przemysł GPW	0,08	-0,07	0,45	0,17
	Energetyka GPW	0,04	0,00	0,11	-0,28
Zadłużenie długoterminowe / zmiana zysku netto r/r	Przemysł GPW	0,05	0,35	0,25	N/D
	Energetyka GPW	0,32	0,06	-0,09	N/D
Płynność bieżąca / zmiana zysku netto r/r	Przemysł GPW	-0,35	0,35	0,44	N/D
	Energetyka GPW	-0,24	0,11	-0,46	N/D
Zmiana zobowiązań ogółem r/r / zmiana zysku netto r/r	Przemysł GPW	0,25	0,19	0,05	N/D
	Energetyka GPW	-0,20	-0,36	-0,19	N/D
Kapitał obrotowy netto / zysk netto	Przemysł GPW	0,43	0,58	0,60	0,81
	Energetyka GPW	0,49	-0,38	0,66	0,64

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek notowanych na GPW w Warszawie (2021-2024).

Analiza współczynników korelacji Pearsona dla spółek przemysłowych oraz energetycznych notowanych na GPW w Warszawie pozwala na ocenę zależności pomiędzy strukturą bilansu a wynikami finansowymi w latach 2021-2024. Wyniki ujawniają wyraźne różnice zarówno pomiędzy branżami, jak i między analizowanymi latami, co wskazuje na zróżnicowaną stabilność i elastyczność bilansową w badanych sektorach. Najbardziej konsekwentną zależnością – obserwowaną w obu branżach – jest ujemna korelacja pomiędzy udziałem aktywów trwałych w aktywach ogółem a rentownością (ROA i ROE). W sektorze przemysłowym wartości korelacji były stabilnie ujemne i relatywnie silne, szczególnie w latach 2021 i 2024. Oznacza to, że większa kapitałochłonność struktury aktywów wiązała się z niższą efektywnością gospodarowania majątkiem i kapitałem własnym. Podobną zależność obserwowano w energetyce, choć z większą zmiennością – rok 2023 przyniósł nawet zanikanie tej relacji, co może wynikać z jednorazowych zdarzeń wpływających na wyniki spółek energetycznych.

Odwrotny kierunek zależności odnotowano w przypadku pokrycia aktywów trwałych kapitałem stałym, które dla większości lat i dla obu sektorów wykazywało dodatnią korelację z rentownością (ROA, ROE, ROS). W przemyśle zależność ta była stabilna, co potwierdza, że finansowanie majątku długoterminowego kapitałem o odpowiednim horyzoncie zwiększa bezpieczeństwo bilansowe. W energetyce zmienność była większa – silnie dodatnie korelacje w 2022 roku kontrastowały z wyraźnie ujemnymi w roku 2023 – co może sugerować szoki sektorowe wpływające na wynik bezpośredni, niezależnie od struktury finansowania majątku. Zależności pomiędzy stabilnością finansowania a wynikiem netto są jeszcze bardziej zróżnicowane. Korelacja pomiędzy pokryciem aktywów trwałych kapitałem stałym a zyskiem netto w przemyśle pozostawała dodatnia, jednak umiarkowana, zaś w energetyce była bliska zeru bądź też negatywna, co wskazuje, że wynik sektora energetycznego może być silniej determinowany czynnikami polityczno-regulacyjnymi niż strukturą bilansową.

Uzyskane wyniki pozostają spójne ze złotą zasadą finansowania przedsiębiorstw, zgodnie z którą aktywa o niskiej płynności, w szczególności aktywa trwałe, powinny być finansowane kapitałem o długim horyzoncie zapadalności, a aktywa obrotowe z krótkoterminowych źródeł finansowania. Dodatnia korelacja pomiędzy pokryciem aktywów trwałych kapitałem stałym a miarami rentowności wskazuje, że zachowanie tej relacji sprzyja stabilności finansowej i ogranicza ryzyko utraty płynności. Jednocześnie większa zmienność obserwowana w sektorze energetycznym sugeruje, że wpływ tej zasady na wyniki finansowe może być modyfikowany przez czynniki zewnętrzne, w tym regulacyjne.

Wskaźniki płynności i zadłużenia ujawniły dodatkowe różnice między branżami. W przemyśle dodatnia korelacja pomiędzy płynnością bieżącą a zmianą zysku netto w latach 2022-2023 sugeruje, że spółki o bardziej elastycznej strukturze aktywów bieżących miały większą zdolność do poprawy wyników. W energetyce kierunek zależności był zmienny, a w 2022 roku wyraźnie ujemny, co może wskazywać na występowanie kosztów lub ograniczeń płynnościowych wynikających z otoczenia regulacyjnego. Wyniki te należy interpretować też w kontekście zasad finansowania aktywów obrotowych, które ze względu na swoją wysoką płynność i bezpośredni związek z działalnością operacyjną odgrywają kluczową rolę w kształtowaniu bieżącej

kondycji finansowej jednostki. Zgodnie z podejściem konserwatywnym, aktywa obrotowe powinny być w istotnym stopniu finansowane kapitałem stałym, co zwiększa bezpieczeństwo płynnościowe, natomiast podejście agresywne dopuszcza większy udział zobowiązań krótkoterminowych, kosztem wyższego ryzyka utraty płynności. Zróżnicowane wyniki uzyskane dla analizowanych sektorów mogą wskazywać na odmienne strategie zarządzania kapitałem obrotowym i różny poziom akceptowanego ryzyka finansowego.

Z kolei kapitał obrotowy netto wykazywał silnie dodatnią korelację z zyskiem netto w obu sektorach. W przemyśle korelacje były wysokie, a w energetyce również znaczące, co potwierdza, że utrzymywanie stabilnej płynności operacyjnej pozostaje jednym z kluczowych elementów długoterminowej stabilności finansowej. Wskazuje to na fundamentalne znaczenie kapitału pracującego jako mechanizmu zabezpieczającego płynność finansową, umożliwiającego finansowanie bieżącej działalności operacyjnej oraz absorpcję krótkoterminowych wahań otoczenia rynkowego. Odpowiedni poziom kapitału obrotowego netto zwiększa zdolność przedsiębiorstwa do terminowego regulowania zobowiązań i ogranicza wrażliwość na szoki płynnościowe. W warunkach zmiennego otoczenia gospodarczego stanowi on zatem jeden z kluczowych czynników determinujących odporność finansową jednostki.

Tabela 2

Średnie wartości wybranych wskaźników finansowych w sektorze przemysłowym i energetycznym GPW w latach 2021-2024

Wskaźnik	Sektor	2024	2023	2022	2021
Udział aktywów trwałych w aktywach ogółem	Przemysł GPW	43,12%	40,26%	36,77%	38,69%
	Energetyka GPW	73,09%	68,69%	67,17%	68,10%
Średni ROA (%)	Przemysł GPW	3,98%	7,56%	4,85%	8,83%
	Energetyka GPW	5,22%	3,61%	0,84%	-8,32%
Średni ROE (%)	Przemysł GPW	7,28%	19,54%	6,37%	26,45%
	Energetyka GPW	7,50%	9,59%	-15,32%	-13,31%
Średni ROS (%)	Przemysł GPW	-0,99%	5,86%	2,54%	7,15%
	Energetyka GPW	48,42%	9,12%	-99,36%	-37,22%
Średni wskaźnik bieżącej płynności (%)	Przemysł GPW	145,81%	145,24%	139,17%	135,40%
	Energetyka GPW	186,66%	166,67%	280,43%	239,00%
Średni wskaźnik płynności natychmiastowej (%)	Przemysł GPW	53,11%	61,84%	51,93%	56,90%
	Energetyka GPW	79,79%	69,29%	43,43%	246,71%
Średnie pokrycie aktywów trwałych kapitałem stałym (%)	Przemysł GPW	153,90%	160,28%	154,53%	145,50%
	Energetyka GPW	113,42%	105,75%	127,50%	140,72%
Średni wskaźnik ogólnego zadłużenia (%)	Przemysł GPW	54,81%	55,32%	61,16%	59,45%
	Energetyka GPW	42,41%	47,28%	51,57%	48,83%
Średni wskaźnik zadłużenia długoterminowego (%)	Przemysł GPW	8,71%	9,22%	10,70%	12,98%
	Energetyka GPW	19,59%	15,66%	20,30%	26,86%
Średni kapitał obrotowy netto (tys. PLN)	Przemysł GPW	36 702,70	111 535,10	168 683,77	192 085,49
	Energetyka GPW	325 633,40	165 347,70	312 131,20	654 451,90

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek notowanych na GPW w Warszawie (2021-2024).

Analiza średnich wartości wskaźników finansowych wykazała wyraźne zróżnicowanie struktury bilansowej i wyników między sektorem przemysłowym a energetycznym. Energetyka cechuje się znacznie wyższym udziałem aktywów trwałych, co odzwierciedla jej kapitałochłonny charakter, podczas gdy przemysłowy sektor cechuje większa elastyczność majątkowa. Rentowność w energetyce była silnie zmienna (z okresami strat). W przemyśle rentowność była stabilniejsza i wyższa w wybranych latach.

Płynność bieżąca w energetyce osiągała poziomy istotnie wyższe niż w przemyśle, co w części okresów mogło wskazywać na nadpłynność finansową. Analogicznie wskaźnik płynności natychmiastowej potwierdza większą zmienność i wyższe poziomy w sektorze energetycznym, przy bardziej stabilnym kształtowaniu się w przemyśle. Oba sektory utrzymywały relatywnie bezpieczne pokrycie aktywów trwałych kapitałem stałym, choć z przewagą sektora przemysłowego. Zadłużenie ogółem było wyższe w przemyśle, a energetyka charakteryzowała się większym udziałem zobowiązań długoterminowych. Kapitał obrotowy netto pozostawał znacząco wyższy w branży energetycznej, co wynika z większej skali działalności i specyfiki finansowania.

Tabela 3

Kierunki współwystępowania zmian poziomu zobowiązań ogółem i zysku netto w spółkach przemysłowych i energetycznych GPW w latach 2022-2024

Rok	2024		2023		2022	
Sektor	Przemysł GPW	Energetyka GPW	Przemysł GPW	Energetyka GPW	Przemysł GPW	Energetyka GPW
Zobowiązania↑ Zysk netto↓	20,00%	20,00%	20,00%	50,00%	60,00%	60,00%
Zobowiązania↓ Zysk netto↑	20,00%	30,00%	20,00%	10,00%	10,00%	20,00%
Brak zależności	60,00%	50,00%	60,00%	40,00%	30,00%	20,00%

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek notowanych na GPW w Warszawie (2021-2024).

Analiza kierunków zmian wartości zobowiązań ogółem w relacji do dynamiki zysku netto wskazuje na wyraźną przewagę przypadków braku jednoznacznej zależności pomiędzy tymi wielkościami, szczególnie w latach 2023-2024. W obu sektorach – przemysłowym i energetycznym – dominują obserwacje, w których wzrost lub spadek poziomu zobowiązań nie znajduje bezpośredniego przełożenia na kierunek zmian zysku netto, co sugeruje, że struktura zobowiązań nie jest traktowana jako narzędzie krótkoterminowego oddziaływania na wynik finansowy.

Warto jednak zauważyć, że w roku 2022 udział przypadków, w których wzrost zobowiązań współwystępował z obniżeniem zysku netto, był istotnie wyższy. Może to odzwierciedlać bardziej wymagające warunki makroekonomiczne – m.in. presję kosztową i wzrost ryzyka operacyjnego – skutkujące jednoczesnym pogorszeniem kondycji finansowej i zwiększeniem zapotrzebowania na finansowanie zewnętrzne.

W ujęciu dynamicznym obserwuje się postępującą stabilizację relacji między zobowiązaniami a wynikami finansowymi, co jest spójne z tezą, że spółki notowane na rynku regulowanym charakteryzuje większa transparentność, a także ostrożność

w kształtowaniu struktury kapitałowej. Brak wyraźnych, systematycznych zależności wskazuje ponadto, że zobowiązania nie pełnią w analizowanych podmiotach funkcji mechanizmu sterowania zyskiem, a ich poziom jest kształtowany głównie przez potrzeby operacyjne i inwestycyjne.

Podsumowanie

Przeprowadzone badania wykazały, że stabilność strukturalna bilansu pozostaje istotnym czynnikiem determinującym zdolność przedsiębiorstw do generowania stabilnych wyników finansowych. Wysokie pokrycie aktywów trwałych kapitałem stałym, niska fragmentacja źródeł finansowania i utrzymywanie kapitału obrotowego na poziomie umożliwiającym niezakłócone prowadzenie działalności operacyjnej stanowiły fundament prawidłowej kondycji finansowej analizowanych spółek. Wyniki te potwierdzają, że zasady długoterminowej równowagi finansowej zachowują aktualność także w warunkach zmienności makroekonomicznej obserwowanej w latach objętych badaniem. Zastosowana analiza korelacji ujawniła, że zależności między zmiennymi bilansowymi a zmiennymi wynikowymi nie są jednorodne i w znacznym stopniu zależą od charakterystyki sektora. Przeprowadzone analizy dowodzą, że struktura majątkowo-kapitałowa pełni funkcję fundamentalną dla oceny kondycji finansowej i odporności ekonomicznej przedsiębiorstw. Uzyskane wyniki mogą stanowić punkt odniesienia zarówno dla dalszych badań nad determinantami stabilności finansowej, jak również dla praktyki zarządczej, wskazując na obszary szczególnie istotne z perspektywy długoterminowej równowagi i efektywności funkcjonowania spółek notowanych na rynku regulowanym.

Bibliografia

- Damodaran, A. (2001). *Corporate Finance: Theory and Practice*. John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2014). *Applied Corporate Finance*. Hoboken, NJ: Wiley.
- Davis, E.P. (2013). *Corporate financial structure and post-crisis output contractions*.
- Ehrhardt, M.C., Brigham, E.F. (2024). *Corporate Finance: A Focused Approach*. Cengage Learning.
- Grabiński, K. (2016). *Determinanty kształtowania wyniku finansowego w teorii i praktyce europejskich spółek giełdowych*. Kraków: Wydawnictwo UEK.
- Hitz, J.H. (2007). The Decision Usefulness of Fair Value Accounting – A Theoretical Perspective. *European Accounting Review*, 16(2).
- Lichota, W. (2024). *Finanse przedsiębiorstw i analiza finansowa*. Rzeszów: Wydawnictwo Uniwersytetu Rzeszowskiego.
- Międzynarodowy Standard Rachunkowości 1 (MSR 1). (2022). *Prezentacja sprawozdań finansowych*. Warszawa: Stowarzyszenie Księgowych w Polsce.
- 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.
- Poniatowska, L. (2016). Rezerwy kapitałowe i ich znaczenie w działalności jednostki gospodarczej. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2(80), cz. 2, 169-176.

- Sadowska, B. (2018). Rachunkowość zarządcza jako element zintegrowanego systemu informacyjnego jednostki gospodarczej. *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*, 98(154), 225-245.
- Scott, W.R. (2015). *Financial Accounting Theory*. Toronto, ON: Pearson.
- Sierpińska, M., Jachna, T. (2017). *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*. Warszawa: PWN.
- Skowroński, J. (1991). Zasady dobrej rachunkowości. *Rachunkowość*, 10.
- Smejda, M. (2006). Użyteczność decyzyjna informacji zawartych w sprawozdawczości finansowej. *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*, 32(88), 169-181.
- Sojak, S. (2011). Paradygmaty w rachunkowości. *Zeszyty Naukowe Ostrołęckiego Towarzystwa Naukowego*, 25, 639-652.
- Stanisz, A. (2007). *Przystępny kurs statystyki z zastosowaniem Statistica PL na przykładach z medycyny. Tom 1. Statystyki podstawowe*. Kraków: StatSoft Polska.
- Sumek-Brandys, B. (2006). Koncepcje paradygmatów w nauce rachunkowości. *Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Krakowie*, 691, 21-30.
- Szychta, A. (2010). Współczesne kierunki zainteresowania teorii rachunkowości finansowej w świetle zarysu jej rozwoju. *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*, 56(112), 245-263.
- Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (t.j. Dz.U. z 2026 r., poz. 522).
- Walińska, E., Wencel, A., Gad, J., Jurewicz, A. (2011). *Sprawozdanie finansowe według MSSF*. Warszawa: Wolters Kluwer Polska.
- Wang, C. (2014). Accounting Standards Harmonization and Financial Statement Comparability: Evidence from Transnational Information Transfer. *Journal of Accounting Research*, 52(4), 955-992.
- Whittington, G. (2008). Fair Value and the IASB/FASB Conceptual Framework Project: An Alternative View. *Abacus*, 44(2), 139-168.
- Zyznarska-Dworczak, B. (2015). Wiarygodność raportowania zintegrowanego w świetle strategiczno-informacyjnego paradygmatu rachunkowości. *Studia Oeconomica Posnaniensia*, 3(1), 191-204.