

**Piotr Szczepaniak**

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

---

## STRUKTURA KAPITAŁOWA PRZEDSIĘBIORSTWA A CELE WŁAŚCICIELI NA PRZYKŁADZIE POLSKICH SPÓŁEK GIEŁDOWYCH

---

**Streszczenie:** Autor podjął próbę ustalenia zależności między poziomem zadłużenia a osiągnięciem celów właścicieli przedsiębiorstwa (rentowności, wartości, płynności). Na potrzeby analizy wykorzystano średnie dla całych sektorów wartości najbardziej popularnych wskaźników, mierzących poziom osiągnięcia wymienionych celów. Ostateczne wnioski z prowadzonych badań są takie, iż na bezpieczeństwo płynności finansowej (mierzone wskaźnikiem szybkiej płynności) poziom zadłużenia ma wyraźny, w większości przypadków bardzo silny wpływ (większe zadłużenie to gorszy wskaźnik szybkiej płynności). Podobnie silna odwrotna zależność występuje między zadłużeniem a rentownością kapitałów własnych. Nie zauważono natomiast zależności między zadłużeniem a stopami zwrotu DRI i DCF.

**Słowa kluczowe:** struktura kapitałowa przedsiębiorstwa, wartość przedsiębiorstwa, rentowność finansowa, płynność finansowa

### 1. Wstęp

Właściciel każdego przedsiębiorstwa, którego działalność ma charakter komercyjny, dąży do osiągnięcia swoich celów, a te zarówno w krótkim, jak i w długim okresie wiążą się z pomnażaniem pierwotnie zaangażowanego kapitału. O ile w krótkim okresie miarą osiągnięcia tego celu będą różne kategorie wyniku finansowego (zysk operacyjny, zysk netto, zysk rezydualny), o tyle w dłuższym okresie będzie nią wartość rynkowa firmy. Oprócz wymienionych dwóch przejawów podstawowego celu właścicieli należy wspomnieć o niezbędnym warunku jego osiągnięcia, czyli o przetrwaniu. Warunek ten stał się szczególnie istotny w dobie światowego kryzysu finansowego. W dłuższej perspektywie czynnikiem determinującym przetrwanie jest zdolność do zaspokajania oczekiwań właścicieli, czyli generowanie zysków oraz szeroko rozumiane pojęcie inwestycji (a także dywestycji [4]) powodujących wzrost wartości przedsiębiorstwa. W krótkim okresie warunkiem przetrwania jest płynność finansowa, rozumiana jako zdolność do pełnego i terminowego regulowania wszystkich zobowiązań.

W praktyce każde przedsiębiorstwo od samego początku swojej działalności korzysta w mniejszym lub większym zakresie z kapitałów obcych, dlatego celem

artykułu będzie ocena zadłużenia polskich spółek giełdowych z sektorów pozafinansowych oraz identyfikacja powiązań między wielkością zadłużenia i strukturą kapitałów obcych a poziomem osiągnięcia wymienionych celów właścicieli. Badania będą dotyczyć spółek giełdowych z sektorów pozafinansowych w okresie od 2003 r. do końca III kwartału 2008 r. Wyniki badań nie wykażą skutków światowego kryzysu finansowego, którego konsekwencje odbiły się na wynikach większości polskich spółek dopiero w IV kwartale 2008 r. Do oceny sytuacji finansowej badanych sektorów wykorzystana zostanie analiza wskaźnikowa, natomiast siła zależności między zadłużeniem a pozostałymi kategoriami finansowymi zostanie zmierzona współczynnikiem korelacji liniowej. Prowadzona w pracy analiza porównawcza dotyczyć będzie średnich wielkości badanych wskaźników dla całych sektorów.

## 2. Czynniki decydujące o strukturze kapitałowej przedsiębiorstwa

Podstawowym warunkiem podjęcia i prowadzenia działalności gospodarczej jest posiadanie kapitału, którym finansowany będzie majątek (aktywa trwałe i obrotowe) jednostki gospodarczej. Istnieje wiele kryteriów podziału kapitałów przedsiębiorstwa, ale najważniejszym, mającym odbicie w konstrukcji bilansu, jest podział ze względu na źródło pochodzenia. Według tego kryterium kapitały dzielimy na własne i obce (krótko- i długoterminowe) [6, s. 84].

Kapitały obce pełnią w przedsiębiorstwie, jak podkreśla to słusznie D. Wędzki [9, s. 367], ambiwalentną rolę. Wynika to z tego, że z jednej strony są często niezbędnym wsparciem w finansowaniu projektów inwestycyjnych lub stanowią jedyne źródło ratowania płynności finansowej. W określonych warunkach mogą wywoływać tzw. pozytywny efekt dźwigni finansowej (gdy koszt kapitałów obcych jest mniejszy od rentowności operacyjnej majątku, mierzonej zyskiem przed spłatą odsetek i opodatkowaniem – EBIT). Z drugiej jednak strony, kapitał obcy w odróżnieniu od kapitałów własnych jest tylko czasowym źródłem finansowania. Poza tym, jak pisze dalej D. Wędzki [9, s. 368], wymaga stałych okresowych opłat, które muszą być regulowane bez względu na sytuację finansową przedsiębiorstwa. Opisane cechy kapitału obcego sprawiają, iż bezpieczne i efektywne zarządzanie przedsiębiorstwem musi być oparte na mniej lub bardziej szczegółowej analizie struktury kapitałowej.

O strukturze źródeł finansowania decydują zarówno czynniki subiektywne, wynikające ze specyfiki konkretnego przedsiębiorstwa, jak i obiektywne, czyli te, które wyznaczają dostępność do różnych form finansowania wszystkim podmiotom funkcjonującym we wspólnym otoczeniu. Do pierwszej grupy zalicza się [8, s. 27]:

- ryzyko działalności gospodarczej firmy,
- poziom wspomagania operacyjnego,
- efektywną stopę podatku dochodowego,
- elastyczność finansową,
- rodzaj stosowanej polityki finansowej,

- poziom rentowności sprzedaży,
- wartość i strukturę aktywów.

Czynnikiem obiektywnym, dotyczącym wszystkich przedsiębiorstw funkcjonujących w ramach jednego systemu finansowego (najczęściej chodzi o system finansowy państwa), jest sytuacja na rynku finansowym, który nie ma charakteru stabilnego (zmiennosc stóp procentowych i tym samym kosztu kapitału).

Wymienione czynniki opisują ograniczenia w komponowaniu przez firmę źródeł finansowania majątku zarówno wewnętrznych, wynikających ze specyfiki konkretnego przedsiębiorstwa, jak i zewnętrznych, będących pochodną polityki fiskalnej i monetarnej państwa, aktualnej fazy cyklu koniunkturalnego i poziomu inflacji. Należałoby się więc zastanowić, jak przy charakterystycznych dla danej firmy ograniczeniach, podejmując określone decyzje finansowe dotyczące wyboru źródeł finansowania, kierownictwo firmy może wpływać na osiąganie założonych celów przedsiębiorstwa.

### 3. Struktura kapitałowa a rentowność finansowa

Kapitał obcy, bez względu na to, w jakiej postaci występuje, ma swoją cenę, która powoduje obniżenie kwoty absolutnej wyniku finansowego. Czasami cena ta przybiera inną postać niż odsetki i nie jest kwalifikowana do kosztów finansowych. Jednocześnie przy ograniczonym kapitale własnym realizacja pewnych projektów inwestycyjnych byłaby niemożliwa bez obcego wspomaganie, czyli osiąganie dodatkowego zysku z nowych inwestycji musi być okupione ceną kapitałów pożyczkowych.

Zupełnie inną kwestią jest spojrzenie na zysk jako cel właścicieli w ujęciu relatywnym, czyli rentowność. W zależności od przyjętej podstawy odniesienia wyróżnia się trzy aspekty rentowności [7, s. 103]:

- rentowność sprzedaży nazywaną w literaturze rentownością handlową,
- rentowność majątku zwaną rentownością ekonomiczną,
- rentowność kapitałów własnych określaną też jako rentowność finansowa.

Do dalszych rozważań zostanie wykorzystany ostatni z wymienionych rodzajów rentowności, a więc rentowność finansowa, ponieważ to jej maksymalizacją są zainteresowani właściciele. Wskaźnik rentowności kapitałów własnych (WRKW) ustala się, dzieląc zysk netto (lub brutto) przez wartość kapitałów własnych. Wpływ struktury kapitału na rentowność finansową wyrażoną wskaźnikiem WRKW jest nazywany efektem dźwigni finansowej. Większy udział kapitałów obcych w kapitale całkowitym oznacza większą dźwignię finansową. Jednak wprowadzenie do struktury kapitałów obcego źródła finansowania może powodować zarówno wzrost, jak i spadek rentowności kapitału własnego bądź nie zmieniać jej poziomu wcale, dlatego możemy mówić o dodatnim efekcie dźwigni finansowej, o ujemnym jej efekcie lub o obojętności na strukturę kapitałów. Zastąpienie części kapitału własnego kapitałem obcym, z zachowaniem poprzedniego poziomu kapitału całkowitego i zysku operacyjnego EBIT, wywoła dodatni efekt dźwigni finansowej tylko wtedy, gdy

rentowność kapitału całkowitego (nazywana rentownością operacyjną) mierzona zyskiem EBIT będzie wyższa od oprocentowania kapitału obcego. Do oceny związków między zadłużeniem a rentownością finansową można wykorzystać współczynnik korelacji liniowej między wskaźnikiem rentowności kapitałów własnych (WRKW) a wskaźnikiem ogólnego zadłużenia (WOZ). Wartość tego współczynnika dla poszczególnych sektorów przedstawia tab. 1.

**Tabela 1.** Współczynniki korelacji liniowej między wskaźnikiem rentowności kapitałów własnych a wskaźnikiem zadłużenia ogólnego dla sektorów pozafinansowych (od 2003 r. do III kwartału 2008 r.)

Sektor	Korelacja między WRKW a WOZ
Budownictwo	-0,76
Chemiczny	0,54
Deweloperski	-0,77
Drzewny	-0,43
Elektromaszynowy	0,37
Energetyka	0,89
Farmaceutyczny	0,06
Handel	-0,65
Hotele i restauracje	-0,37
Informatyka	-0,41
Lekki	-0,62
Materiałów budowlanych	-0,56
Media	-0,38
Metalowy	-0,55
Motoryzacyjny	-0,5
Paliwowy	-0,88
Spożywczy	-0,53
Telekomunikacja	-0,77

Źródło: opracowanie własne na podstawie [11].

W analizach statystycznych przyjmuje się, że współczynnik korelacji wynoszący:

- mniej niż 0,2 oznacza brak związku liniowego między badanymi cechami,
- 0,2-0,4 oznacza wyraźną zależność liniową, ale niską,
- 0,4-0,7 oznacza zależność umiarkowaną,
- 0,7-0,9 oznacza zależność znaczącą,
- powyżej 0,9 oznacza zależność bardzo silną [5, s. 276].

W większości sektorów (w 14 na 18 badanych) zachodzi umiarkowana i znacząca ujemna korelacja liniowa między wskaźnikiem ogólnego zadłużenia a wskaźnikiem rentowności kapitałów własnych. Tylko w dwóch sektorach zachodzi dodatnia

korelacja między badanymi cechami (umiarkowana w sektorze chemicznym i znacząca w sektorze energetycznym).

Podstawową wadą zysku netto jako miernika korzyści właścicieli jest to, że w jego kalkulacji nie uwzględnia się kosztu kapitału własnego. Miarą, która eliminuje tę wadę, jest zysk rezydualny (RI). W najprostszym ujęciu jest to opodatkowany zysk operacyjny pomniejszony o wyrażony wartościowo koszt kapitału [1, s. 164]:

$$RI = EBIT \times (1-T) - KC \times WACC; \quad (1)$$

gdzie: T – stopa podatku dochodowego,  
 KC – kapitał całkowity zainwestowany na początku okresu,  
 WACC – średnioważony koszt kapitału.

Wynika stąd, że RI informuje, czy opodatkowany zysk operacyjny „pokrywa” koszt zaangażowanych kapitałów obcych i własnych. Celem właścicieli jest dodatnia wartość RI, która oznacza, że nastąpiło ich realne wzbogacenie. W tym miejscu pojawia się pytanie, jaki wpływ na poziom zysku rezydualnego ma poziom zadłużenia, czyli dźwignia finansowa. Na wartość zysku rezydualnego wpływa średnioważony

**Tabela 2.** Stopa zwrotu obliczona metodą DRI oraz zadłużenie sektorów pozafinansowych na koniec III kwartału 2008 r.

Sektor	Stopa zwrotu DRI (%)	WOZ (%)
Metalowy	32,56	35
Deweloperski	20,07	53
Elektromaszynowy	17,62	36
Chemiczny	16,94	45
Drzewny	16,42	49
Media	16,18	44
Spożywczy	16,09	54
Lekki	15,47	48
Motoryzacyjny	15,46	45
Paliwowy	15,45	50
Materiałów budowlanych	15,14	54
Handel	14,79	60
Informatyka	14,60	34
Energetyka	14,26	52
Budownictwo	13,23	60
Farmaceutyczny	8,64	41
Hotele i restauracje	8,08	38
Telekomunikacja	6,12	40

Źródło: opracowanie własne na podstawie [11].

koszt kapitałów, którymi jest finansowany majątek przedsiębiorstwa, dlatego maksymalizacja RI (czyli pozytywny efekt ekonomicznej dźwigni finansowej) następuje przy minimalizacji średnioważonego kosztu kapitałów. Z tego powodu wprowadzanie do struktury kapitałów przedsiębiorstwa obcych źródeł finansowania jest uzasadnione tylko wtedy, gdy ich koszt jest niższy od kosztu kapitałów własnych. Na potrzeby oceny związku między zadłużeniem a zyskiem rezydualnym zostanie wykorzystana stopa zwrotu obliczona metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych (DRI). Metoda DRI opiera się na założeniu, że wartość spółki jest równa wartości księgowej powiększonej o sumę zdyskontowanych zysków rezydualnych. Wartości stopy zwrotu obliczonej metodą DRI zawiera tab. 2.

Obserwując zestawienie stopy zwrotu wyznaczonej metodą DRI oraz wskaźnika ogólnego zadłużenia, zauważamy brak związku między tymi cechami. Współczynnik korelacji liniowej dla wartości DRI i WOZ w poszczególnych sektorach osiąga wartość 0,07, co oznacza brak związku liniowego między badanymi cechami. Stosunkowo wysoki poziom ogólnego zadłużenia może iść w parze z wysoką stopą zwrotu (np. deweloperzy – drugie miejsce w rankingu), niskie zadłużenie natomiast może towarzyszyć względnie niskiej stopie zwrotu (informatyka).

#### 4. Struktura kapitałowa a wartość przedsiębiorstwa

Kolejnym, wymienionym na wstępie, celem przedsiębiorstwa jest maksymalizacja jego wartości rynkowej. Choć istnieje wiele kategorii wartości przedsiębiorstwa [3, s. 22-23], z punktu widzenia właścicieli wartość rynkowa jest najważniejsza, ponieważ „odzwierciedla najbardziej prawdopodobną cenę, która może być zapłacona za dane przedsiębiorstwo na konkurencyjnym rynku” [3, s. 22]. Do wyceny wartości przedsiębiorstw można stosować różne metody. Jednak najbardziej popularne są metody oparte na zdyskontowanej wartości strumieni pieniężnych generowanych przez przedsiębiorstwo. W metodach tych zakłada się, że przedsiębiorstwo będzie generować określone przepływy pieniężne netto do umownej „nieskończoności” i dlatego ich aktualizacji dokonuje się, stosując formułę renty wieczystej. Stopą dyskontową w kalkulacji bieżącej wartości firmy jest średni ważony koszt kapitałów (WACC), z których korzysta (będzie korzystał) przedsiębiorstwo. Wartość firmy będzie tym większa, im większe będą generowane przez nią przepływy pieniężne i im mniejszy będzie średni ważony koszt kapitałów, z których korzysta.

O wartości firmy, oprócz przepływów pieniężnych, decyduje WACC, więc nasuwa się pytanie, czy struktura kapitałów wpływa na ich koszty i tym samym na WACC i czy w związku z tym istnieje optymalna struktura kapitałów, przy której WACC osiąga minimum. Na pytania te udzielają odpowiedzi (skrajnie różnych) tzw. teorie struktury kapitału [1, s. 132-148]. Pomimo braku jednoznacznej odpowiedzi na pytanie o wpływ zadłużenia na WACC i wartość firmy, nie można całkowicie jego wykluczyć (przynajmniej w krótkim okresie). Na potrzeby oceny związku między zadłużeniem a wartością przedsiębiorstw zostanie wykorzystana stopa zwrotu

obliczona metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF), która pokazuje średni roczny wzrost cen akcji w dającej się przewidzieć przyszłości. Średnie sektorowe wartości stopy zwrotu obliczonej metodą DCF zawiera tab. 3.

**Tabela 3.** Stopa zwrotu obliczona metodą DCF oraz zadłużenie sektorów pozafinansowych na koniec III kwartału 2008

Sektor	Stopa zwrotu DCF (%)	WOZ (%)
Metalowy	35,56	35
Deweloperski	24,83	53
Chemiczny	21,88	45
Spożywczy	21,85	54
Elektromaszynowy	20,32	36
Budownictwo	20,01	60
Lekki	19,63	48
Materiałów budowlanych	19,21	54
Paliwowy	17,93	50
Media	17,53	44
Informatyka	17,48	34
Handel	17,21	60
Drzewny	16,77	49
Motoryzacyjny	16,10	45
Energetyka	14,68	52
Farmaceutyczny	9,03	41
Hotele i restauracje	8,59	38
Telekomunikacja	6,09	40

Źródło: opracowanie własne na podstawie [11].

Podobnie jak stopa zwrotu wyznaczona metodą DRI, stopa zwrotu DCF również nie zależy od poziomu zadłużenia. Współczynnik korelacji liniowej obliczony dla wartości DCF i WOZ w poszczególnych sektorach osiąga wartość  $-0,08$ , co oznacza brak związku liniowego między badanymi cechami. Możemy wskazać zarówno sektory, które przy bardzo niskim poziomie ogólnego zadłużenia realizują wysoką stopę zwrotu (np. sektor metalowy – pierwsze miejsce w rankingu), jak i sektory o wysokim wskaźniku zadłużenia ogólnego ze względnie wysoką stopą zwrotu (np. budownictwo z zadłużeniem 60% zajmuje szóste miejsce w rankingu rentowności, a deweloperzy z zadłużeniem 53% – drugie miejsce w rankingu rentowności). Z obserwacji tych wynika, że poziomy zarówno DRI, jak i DCF nie zależą od poziomu zadłużenia, ale od relacji między oprocentowaniem kapitałów obcych a rentownością operacyjną majątku wyznaczaną za pomocą zysku operacyjnego EBIT.

## 5. Struktura kapitałowa a płynność finansowa

Ostatnim z wymienionych we wstępie celów przedsiębiorstwa jest utrzymanie płynności finansowej. Płynność finansową definiuje się jako zdolność do pełnego i terminowego regulowania wszystkich zobowiązań, więc nie bez znaczenia są poziom i struktura czasowa tych zobowiązań. Większy poziom ogólnego zadłużenia oznacza większe zobowiązania w postaci płaconych odsetek, a także spłacanych rat kapitałowych. Z punktu widzenia bezpieczeństwa płynności szczególnie ważny jest poziom zobowiązań bieżących, czyli tych o krótkich terminach wymagalności. Dlatego w dalszej części opracowania analizie zostanie poddane zarówno zadłużenie ogólne polskich spółek giełdowych z sektorów pozafinansowych, jak i zadłużenie krótkoterminowe. Do oceny będzie ponownie wykorzystany współczynnik korelacji liniowej. Na jego podstawie zostanie oceniony poziom zależności liniowej między wskaźnikiem ogólnego zadłużenia (WOZ) i wskaźnikiem zadłużenia krótkotermini-

**Tabela 4.** Współczynnik korelacji liniowej między wskaźnikiem ogólnego zadłużenia i wskaźnikiem krótkoterminowego zadłużenia a wskaźnikiem szybkiej płynności dla sektorów pozafinansowych (od 2003 r. do III kwartału 2008 r.)

Sektor	Korelacja między WOZ a WSP	Korelacja między WZK a WSP
Budownictwo	-0,85	-0,77
Chemiczny	-0,79	-0,99
Deweloperski	-0,90	-0,67
Drzewny	-0,94	-0,63
Elektromaszynowy	-0,42	-0,35
Energetyka	-0,26	-0,27
Farmaceutyczny	-0,87	-0,66
Handel	-0,54	-0,45
Hotele i restauracje	-0,79	-0,85
Informatyka	-0,75	-0,72
Lekki	-0,85	-0,93
Materiałów budowlanych	-0,36	-0,91
Media	0,31	-0,94
Metalowy	-0,74	-0,74
Motoryzacyjny	-0,81	-0,72
Paliwowy	-0,12	-0,46
Spożywczy	-0,11	-0,55
Telekomunikacja	0,54	-0,84

Źródło: opracowanie własne na podstawie [11].



nowego (WZK) a wskaźnikiem szybkiej płynności finansowej (WSP). Do statycznej oceny płynności finansowej przedsiębiorstw wykorzystuje się wiele innych miar [2, s. 43]. Jednak, jak wynika z badań przeprowadzonych przez D. Wędzkiego, to wskaźnik szybkiej płynności (drugiego stopnia) cechuje najwyższa skuteczność w przewidywaniu upadłości przedsiębiorstw [10, s. 284]. Wskaźnik ten ustala się, dzieląc płynne środki obrotowe przez zobowiązania bieżące. Wyniki obliczeń przedstawia tab. 4.

Jak wynika z zaprezentowanych w tab. 4 obliczeń, w większości sektorów (w 16 na 18) zachodziła ujemna korelacja liniowa między wskaźnikiem ogólnego zadłużenia a wskaźnikiem szybkiej płynności finansowej. Oznacza to, że w przedsiębiorstwach z tych sektorów obniżenie poziomu zadłużenia wiąże się z poprawą bezpieczeństwa płynności finansowej. Najsilniejsza ujemna korelacja wystąpiła w sektorach: drzewnym i deweloperskim (współczynnik większy od  $-0,9$ , czyli korelacja silna), a w pozostałych 14 była znacząca i umiarkowana. Tylko w dwóch sektorach mieliśmy do czynienia z umiarkowaną i niską korelacją dodatnią (telekomunikacja i media).

Podobnie silny związek liniowy zachodził pomiędzy wskaźnikiem krótkoterminowego zadłużenia i wskaźnikiem szybkiej płynności. We wszystkich bez wyjątku sektorach występowała korelacja ujemna. W ośmiu sektorach była to zależność niska i umiarkowana, a w pozostałych dziesięciu znacząca i silna (chemiczny, lekki, materiałów budowlanych i medialny). Wynika to z konstrukcji wskaźnika szybkiej płynności, który w mianowniku zawiera informacje tylko o zobowiązaniach krótkoterminowych.

## 6. Podsumowanie

Należy stwierdzić, że w większości przypadków na bezpieczeństwo płynności finansowej, mierzone wskaźnikiem szybkiej płynności, poziom zadłużenia ma bardzo silny wpływ. Większemu zadłużeniu towarzyszy gorszy wskaźnik szybkiej płynności. W przypadku wskaźnika ogólnego zadłużenia wspomniana zależność zachodzi aż w 16 na 18 badanych sektorów, a w przypadku wskaźnika zadłużenia krótkoterminowego we wszystkich.

Podobnie silna odwrotna zależność liniowa zachodzi między zadłużeniem ogólnym a rentownością kapitałów własnych. W większości sektorów występowała umiarkowana i znacząca ujemna korelacja liniowa między wskaźnikiem ogólnego zadłużenia a wskaźnikiem rentowności kapitałów własnych, czyli w większości sektorów zmiany wartości wskaźnika rentowności kapitałów własnych są wyjaśniane zmianami wskaźnika ogólnego zadłużenia.

Przeprowadzone badania wykazały natomiast brak zależności liniowej między zadłużeniem ogólnym a stopami zwrotu DRI i DCF. Oznacza to, że zmiany wartości stóp zwrotu DRI i DCF w żadnym z badanych sektorów nie są wyjaśniane zmianami wskaźnika ogólnego zadłużenia. Wyniki badań i sformułowane wnioski mają cha-

rakter ogólny i odnoszą się do całych sektorów, nie identyfikują natomiast indywidualnej sytuacji poszczególnych spółek.

## Literatura

- [1] Dudycz T., *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2005.
- [2] Kusak A., *Płynność finansowa. Analiza i sterowanie*, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 2006.
- [3] Nita B., *Metody wyceny i kształtowania wartości przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2007.
- [4] Osbert-Pociecha G., *Dywestycje w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo AE, Wrocław 1998.
- [5] Ostasiewicz S., Rusnak Z., Siedlecka U., *Statystyka. Elementy teorii i zadania*, Wydawnictwo AE, Wrocław 1997.
- [6] Ostaszewski J., Cicirko T., *Finanse spółki akcyjnej*, Difin, Warszawa 2005.
- [7] Sierpińska M., Jachna T., *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997.
- [8] Wersty B., *Podstawy analizy zarządzania kapitałem w organizacjach gospodarczych*, Wydawnictwo AE, Wrocław 1993.
- [9] Wędzki D., *Analiza wskaźnikowa sprawozdania finansowego*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006.
- [10] Wędzki D., *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa. Przepływy pieniężne a wartość dla właścicieli*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2003.
- [11] [www.rsg.pl](http://www.rsg.pl) (pobrano 28.01.2009).

### **THE DEBTS OF AN ENTERPRISE AND THE OWNERS' AIMS (ON THE EXAMPLE OF POLISH STOCK COMPANIES IN NON-FINANCIAL SECTORS)**

**Summary:** The purpose of this article was to assess the relation between the debt ratio and the aim of the company's owner (profitability, value and liquidity). The analysis was based on the average value of the most popular indicators in every sector, respective to the owner's aims. The final results showed that the debt level had a very important influence on the safety of financial liquidity (calculated on a quick liquidity indicator). It means that the higher debt ratio, the worse the quick liquidity indicator. Similarly strong, contrary relationship between debt ratio and profitability of the equity was visible. But there was no identified relationship between the debt ratio and the DRI and DCF indicators.