

Aneta MICHALAK  
Politechnika Śląska  
Wydział Organizacji i Zarządzania  
aneta.michalak@polsl.pl

## KAPITAŁOWE UWARUNKOWANIA ZARZĄDZANIA FINANSAMI PRZEDSIĘBIORSTWA GÓRNICZEGO NA PRZYKŁADZIE POLSKICH SPÓŁEK WĘGLOWYCH<sup>1</sup>

**Streszczenie.** Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa górniczego charakteryzuje się pewną specyfiką, wynikającą z warunków, w jakich działają te przedsiębiorstwa, a w szczególności z uwarunkowań kapitałowych. Działalność przedsiębiorstw górniczych należy do wysoce kapitałochłonnych. Wysokie zapotrzebowanie na kapitał w polskim górnictwie jest w dużej mierze zaspokajane przez kapitał publiczny (dwa z czterech największych przedsiębiorstw górniczych w Polsce to jednoosobowe spółki akcyjne Skarbu Państwa, trzecia to spółka, w której Skarb Państwa ma większościowy pakiet akcji). Jednocześnie, przy znaczącym udziale kapitału własnego o charakterze publicznym, w strukturach kapitałowych tych przedsiębiorstw obserwuje się wysoki poziom zadłużenia. W takich warunkach zarządzanie przedsiębiorstwami górnictwem przybiera coraz częściej cechy zarządzania kryzysowego.

**Słowa kluczowe:** górnictwo, kapitał, dźwignia finansowa.

## CONDITIONS CONNECTED WITH CAPITAL IN TERMS OF MINING ENTERPRISE MANAGEMENT ON THE BASIS OF POLISH COAL ENTERPRISES

**Summary.** Mining enterprise finances management is characterized by a particular specificity resulting from the conditions in which the enterprise performs, especially the conditions connected with capital. The activity of mining enterprises is highly capital-consuming. High demand for capital in the Polish mining industry is largely satisfied by public capital (two out of four largest mining enterprises in Poland are the sole shareholder companies of the State

---

<sup>1</sup> W artykule wykorzystano materiały i wyniki badań pochodzące z projektu badawczego habilitacyjnego pt. Modele kosztu kapitału i ich implementacje w działalności przedsiębiorstw górniczych oraz ujęte w monografii A. Michalak: Modele kosztu kapitału i ich implementacje w zarządzaniu przedsiębiorstwem górnictwem. Wyd. Difin, Warszawa 2015.

Treasury, the third one is a company in which the State Treasury owns the major stock share). At the same time, with a significant share of equity of public character, in the capital structures of these enterprises a high debt level may be observed. In such conditions the mining enterprise management more often takes the features of crisis management.

**Keywords:** mining, capital, financial leverage.

## 1. Wprowadzenie

Branża górnicza w Polsce jest mocno skoncentrowana. Działalność wydobywczą prowadzi zaledwie kilka spółek węglowych, z czego największa – Kompania Węglowa SA (KW) – ma około 50% udział w krajowym wydobyciu (dane 2013 r.). Drugi pod tym względem jest Katowicki Holding Węglowy SA – KHW (18% ogólnej produkcji krajowej), a kolejne miejsca zajmują Lubelski Węgiel Bogdanka SA – LWB (10% krajowego wydobycia) oraz Jastrzębska Spółka Węglowa SA – JSW (5,6% krajowego wydobycia)<sup>2</sup>. Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa górniczego charakteryzuje się pewną specyfiką, wynikającą z warunków, w jakich działają te przedsiębiorstwa, a w szczególności z uwarunkowań kapitałowych. Działalność przedsiębiorstw górnich należy do wysoce kapitałochłonnych. Wysokie zapotrzebowanie na kapitał w polskim górnictwie jest w dużej mierze zaspokajane przez kapitał publiczny. Dwa z czterech największych przedsiębiorstw górnich w Polsce (KW i KHW) to jednoosobowe spółki akcyjne Skarbu Państwa, trzecia (JSW) to spółka, w której Skarb Państwa ma większościowy pakiet akcji. Jednocześnie, przy znaczącym udziale kapitału własnego o charakterze publicznym, w strukturach kapitałowych tych przedsiębiorstw obserwuje się wysoki poziom zadłużenia. W takich warunkach zarządzanie przedsiębiorstwami górnichymi przybiera coraz częściej cechy zarządzania kryzysowego<sup>3</sup>.

W zakresie identyfikacji uwarunkowań kapitałowych działalności przedsiębiorstw górnich w Polsce dokonano analizy i próby oceny takich wskaźników jak: wskaźnik struktury kapitałowej, dźwignia finansowa, wskaźnik możliwości obsługi długu. Zbadano również efektywność wykorzystania kapitału przez porównanie wskaźników rentowności kapitału własnego i rentowności operacyjnej netto aktywów. Podmiotem badań były cztery największe polskie przedsiębiorstwa górnice (KW, KHW, JSW i LWB). Okres badawczy obejmował lata 2009-2013.

---

<sup>2</sup> M. Malec, J. Kamiński, R. Warchoń: Przegląd aktualnej struktury wydobycia w krajowym sektorze górnictwa węgla kamiennego, [w:] Zeszyty naukowe Instytutu Gospodarki Surowcami Mineralnymi i Energią PAN, Nr 87/2014, s. 29-34.

<sup>3</sup> T. Nawrocki, I. Jonek-Kowalska: Fuzzy logic in risk assesment of a mining enterprise in the context of polish economic conditions. Zeszyty Naukowe Politechniki Śląskiej, s. Organizacja i Zarządzanie, z. 81, Gliwice 2015, s. 49-65.

## 2. Problem ujęcia kapitału na potrzeby zarządzania przedsiębiorstwem

Kapitał jest pojęciem szerokim i wieloznacznym. Można patrzeć na niego przez pryzmat zasobów (aktywów) i z finansowego punktu widzenia (pasywa). Można postrzegać go również w kategoriach pozabilansowych, na przykład jako kapitał ludzki czy społeczny. Kapitał będący przedmiotem rozważań w niniejszym artykule jest rozumiany jako kapitał finansowy, a jego dalsze rozróżnienie opiera się na bilansowej klasyfikacji pasywów przedsiębiorstwa, tj. podziale na kapitał własny i kapitał obcy<sup>4</sup>. W zakresie kapitałów obcych istotny jest jeszcze podział na kapitały krótko- i długoterminowy oraz kapitały oprocentowany i nieoprocentowany. Na bazie tej klasyfikacji budowana jest koncepcja struktury kapitału. W najprostszym ujęciu struktura kapitału jest utożsamiana ze strukturą pasywów w bilansie przedsiębiorstwa i nazywana jest też **strukturą finansowania**<sup>5</sup>. Można jednak spotkać się z takim podejściem, że relacja kapitałów własnego i obcego określa strukturę finansowania przedsiębiorstwa, natomiast struktura kapitału to relacja wartości zadłużenia długoterminowego i kapitałów własnych przedsiębiorstwa<sup>6</sup>. W tym ujęciu struktura kapitału odpowiada układowi kapitału stałego i jest częścią struktury finansowania. Struktura finansowania, poza kapitałem stałym, na który składa się kapitał obcy długoterminowy i kapitał własny, obejmuje również kapitał krótkoterminowy, w postaci bieżących zobowiązań. Zgodnie z tym, struktura kapitału odpowiada strukturze pasywów przedsiębiorstwa pomniejszonych o zobowiązania bieżące. Pominiecie zobowiązań bieżących może być uzasadniane tym, że ich wartość ulega ciągłym wahaniom w przedsiębiorstwie i w dłuższym okresie o wielkości i strukturze kapitału decyduje sam kapitał stały, który jest kapitałem długoterminowym.

W literaturze można również odnaleźć takie ujęcie struktury kapitału, w którym nie uwzględnia się zobowiązań, od których przedsiębiorstwo nie płaci oprocentowania (tj. zobowiązań wobec dostawców, zobowiązań z tytułu podatków, z tytułu wynagro-

---

<sup>4</sup> Należy zwrócić uwagę na nierównoważność znaczenia kapitału w porównaniu z pojęciem źródeł finansowania. Nie wszystkie źródła finansowania stanowią o kapitale przedsiębiorstwa. Tylko te źródła finansowania, które mają swoje odzwierciedlenie w bilansie przedsiębiorstwa po stronie pasywów stają się kapitałem. To pozwala wyróżnić bilansowe źródła finansowania, gdy wywołują zmiany w pasywach przedsiębiorstwa i powiększają kapitał, oraz pozabilansowe źródła finansowania, gdy takich zmian nie wywołują. Podział źródeł finansowania na bilansowe i pozabilansowe skutkuje odmienną ewidencją źródeł i kosztów finansowania w sprawozdawczości finansowej, odmiennym wpływem na podstawowe wskaźniki finansowe, a także strukturę majątku. Zob. szerzej: Pyka A.: Kapitał a bilansowe i pozabilansowe źródła finansowania, [w:] Rachunkowość i finanse podmiotów gospodarczych w erze informacji, (pod red.): W. Caputy, Wydawnictwa Fachowe CeDeWu, Warszawa 2008, s. 295-303.

<sup>5</sup> Por. M. Sierpińska, T. Jachna: Ocena..., op.cit., s. 255; W. Bień: Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa, Difin, Warszawa 2005, s. 174; M. Turek, I. Jonek-Kowalska, Dylematy kalkulacji kosztu kapitału w przedsiębiorstwie górniczym, „Przegląd Górniczy”, t. 65, nr 9, 2009, s. 16-20; M. Jerzemowska (red.): Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie. Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2006, s. 155; W. Gabrusiewicz, Podstawy analizy finansowej. Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2005, s. 115.

<sup>6</sup> Por. R.C. Moyer, J.R. McGuigan, W.J. Kretlow: Contemporary Financial Management, West Publishing Company, St Paul 1992, s. 518; J. Downes, J.E. Goodman: Dictionary of Finance and Investment Terms. Barron's Educational Series Inc. Hauppauge 1991, s. 60.

dzeń itp.). Do struktury kapitału zalicza się zatem kapitał własny, zobowiązania długoterminowe oraz część zobowiązań krótkoterminowych (tę, od której naliczane są odsetki dla kapitałodawców, czyli np. kredyty krótkoterminowe czy krótkoterminowe papiery dłużne wyemitowane przez dany podmiot). Podejście to wynika z założenia, że inwestując kapitał w przedsiębiorstwo, jego wierzyciele i właściciele mają na uwadze dochody, jakie mogą uzyskać, tj. oprocentowanie, dywidendy oraz zyski kapitałowe, wynikające ze wzrostu wartości kapitału własnego. Tak rozumiany kapitał jest wartością mniejszą od sumy bilansowej (wartości aktywów lub pasywów)<sup>7</sup>. Biorąc pod uwagę różne podejścia do definiowania struktury kapitału, w niniejszym artykule zbadano różne wymiary tej struktury, uwzględniając zarówno wszystkie pasywa badanych przedsiębiorstw, jak i wyszczególniając w ramach kapitału obcego kapitał obcy oprocentowany.

### 3. Struktura kapitału przedsiębiorstw górniczych

Struktura kapitału jest jednym z najważniejszych uwarunkowań kapitałowych działalności przedsiębiorstw górniczych. W pierwszej kolejności poddano ocenie strukturę pasywów badanych przedsiębiorstw górniczych, w celu określenia **udziału kapitałów własnego i obcego** w finansowaniu majątku. Badając udział kapitału własnego w finansowaniu majątku, odniesiono jego wartość do wszystkich pasywów przedsiębiorstwa (*kapitały własne/pasywa ogółem*). Wyniki zawarto w tabeli 1.

Tabela 1

Wskaźnik udziału kapitału własnego w strukturze pasywów badanych przedsiębiorstw górniczych w okresie 2009-2013

Lp.	Nazwa	2009 r.	2010 r.	2011 r.	2012 r.	2013 r.
1	Kompania Węglowa SA (KW)	0,14	0,21	0,25	0,15	0,06
2	Katowicki Holding Węglowy SA (KHW)	0,29	0,30	0,33	0,27	0,26
3	Jastrzębska Spółka Węglowa SA (JSW)	0,53	0,58	0,62	0,61	0,60
4	Lubelski Węgiel Bogdanka SA (LWB)	0,70	0,70	0,70	0,66	0,64

Źródło: opracowanie własne.

Mając na uwadze fakt, że w branży górniczej występuje wysokie unieruchomienie majątku o dużej wartości, który w przeważającej części jest bardzo trudny do spieniężenia (budowle i obiekty inżynierii podziemnej, wyrobiska, specjalistyczne urządzenia górnicze itp.) zbadano także **wskaźnik pokrycia majątku trwałego kapitałem własnym** (*kapitał własny/aktywa trwałe*). Wartość tego wskaźnika powinna być równa lub wyższa od jedności, spełniona jest wówczas tzw. złota reguła bilansowa. Głosi ona, że majątek trwały,

<sup>7</sup> A. Duliniec: Struktura ..., op.cit., s. 17.

który jest zaangażowany w prowadzenie działalności przez dłuższy okres powinien być w pełni finansowany kapitałem własnym, gdyż jest on oddany do dyspozycji długo-terminowo. Otrzymane wyniki ujęto w tabeli 2. Następnie zbadano **wskaźnik udziału kapitału obcego, oprocentowanego w strukturze pasywów** przedsiębiorstw górniczych (*kapitał obcy/pasywa ogółem*). Wskaźnik ten informuje o stopniu zadłużenia przedsiębiorstwa, tj. jaką część kapitałów przedsiębiorstwa stanowi jego dług (tabela 3).

Tabela 2

Wskaźnik pokrycia majątku trwałego kapitałem własnym  
w badanych przedsiębiorstwach górniczych w okresie 2009-2013

Lp.	Nazwa	2009 r.	2010 r.	2011 r.	2012 r.	2013 r.
1	Kompania Węglowa SA (KW)	0,19	0,32	0,37	0,22	0,08
2	Katowicki Holding Węglowy SA (KHW)	0,37	0,36	0,39	0,34	0,34
3	Jastrzębska Spółka Węglowa SA (JSW)	0,67	0,85	0,95	0,88	0,81
4	Lubelski Węgiel Bogdanka SA (LWB)	1,05	0,89	0,79	0,75	0,74

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 3

Wskaźnik udziału kapitału obcego oprocentowanego w strukturze pasywów badanych  
przedsiębiorstw górniczych w okresie 2009-2013

Lp.	Nazwa	2009 r.	2010 r.	2011 r.	2012 r.	2013 r.
1	Kompania Węglowa SA (KW)	0,10	0,07	0,06	0,06	0,11
2	Katowicki Holding Węglowy SA (KHW)	0,09	0,11	0,09	0,22	0,24
3	Jastrzębska Spółka Węglowa SA (JSW)	0,24	0,22	0,18	0,19	0,19
4	Lubelski Węgiel Bogdanka SA (LWB)	0,10	0,09	0,11	0,13	0,20

Źródło: opracowanie własne.

Najbardziej zadłużonym przedsiębiorstwem górniczym w Polsce jest KW, w której kapitał własny w 2013 r. stanowił jedynie 6% kapitałów. Kapitały obce dominują również w KHW, stanowiąc ponad 70% pasywów. Przy czym udział kapitału obcego obciążonego oprocentowaniem jest w tych przedsiębiorstwach niski i wynosi on około 10-20%. Dominującą rolę w finansowaniu działalności tych przedsiębiorstw mają zobowiązania krótkoterminowe. Jest to bardzo ryzykowny układ źródeł finansowania, który może grozić utratą płynności i generuje sytuację kryzysową w tych przedsiębiorstwach. Dodatkowym czynnikiem ryzyka jest niewielki stopień finansowania majątku trwałego przez kapitał własny. W ostatnim roku badanego okresu w KW spadł on do około 8%, w KHW wynosi w całym okresie około 30-40%. Taki układ sprawia, że w tych przedsiębiorstwach ryzyko finansowe jest najwyższe. Zrównoważona struktura pasywów cechuje JSW, z kolei kapitał własny dominuje w LWB. Najniższy wskaźnik udziału długu w strukturze pasywów jest w LWB i wynosi około 30%. W JSW udział długu w strukturze pasywów wynosi około 40%. Przy czym w obu tych spółkach dług oprocentowany stanowi około 20% pasywów. Pod względem zadłużenia polska branża górnicza dzieli się więc na dwie grupy. Na jednym

biegunie są przedsiębiorstwa o zdecydowanie korzystniejszym układzie struktury kapitałowej. Są to JSW i LWB – przedsiębiorstwa notowane na giełdzie papierów wartościowych. Struktura kapitałowa tych przedsiębiorstw jest zrównoważona z okresową przewagą kapitału własnego. Na drugim biegunie znajdują się mocno zadłużone przedsiębiorstwa, takie jak KW i KHW.

#### 4. Efekt dźwigni finansowej i możliwość obsługi długu w przedsiębiorstwach górniczych

Dźwignia finansowa odzwierciedla strukturę kapitału, uwzględniając kapitał własny oraz kapitał obcy, obciążony oprocentowaniem. **Wskaźnik dźwigni finansowej** wyraża się wzorem:

$$\text{dług obciążony oprocentowaniem} / \text{kapitał własny.}$$

Jeżeli wskaźnik dźwigni finansowej w przedsiębiorstwie jest większy od 0 (tylko wtedy, gdy przedsiębiorstwo finansowane jest kapitałem obcym), to istnieje tzw. **efekt dźwigni finansowej** (*financial leverage*). Polega on na tym, że w wyniku obciążenia kosztami finansowymi, wynikającymi z oprocentowania długu, możliwe wahania zysków przypadających na jedną akcję są więcej niż proporcjonalne w stosunku do wahań zysku operacyjnego. Im wyższe są koszty finansowe, tym działanie dźwigni finansowej jest silniejsze. Efekty dźwigni finansowej mogą być pozytywne, gdy przekładają się na wzrost zysków, które przypadają na jedną akcję lub negatywne, gdy przyczyniają się do spadku tych zysków. Efekt dźwigni finansowej mierzony jest za pomocą **wskaźnika efektu dźwigni finansowej** (*DFL – degree of financial leverage*), według wzoru:

$$DFL = \frac{EBIT}{EBIT - I},$$

gdzie:

EBIT – zysk operacyjny,

I – stałe koszty kapitału obcego (koszty finansowe).

Poziom dźwigni finansowej w badanych przedsiębiorstwach ujęto w tabeli 4, natomiast wskaźnik efektu dźwigni finansowej w tabeli 5.

Tabela 4

Dźwignia finansowa badanych przedsiębiorstw górniczych w okresie 2009-2013

Lp.	Nazwa	2009 r.	2010 r.	2011 r.	2012 r.	2013 r.
1	Kompania Węglowa SA (KW)	0,70	0,34	0,24	0,38	1,75
2	Katowicki Holding Węglowy SA (KHW)	0,32	0,38	0,27	0,83	0,93
3	Jastrzębska Spółka Węglowa SA (JSW)	0,46	0,39	0,29	0,30	0,32
4	Lubelski Węgiel Bogdanka SA (LWB)	0,14	0,13	0,16	0,19	0,31

Źródło: opracowanie własne.

W badanych przedsiębiorstwach wskaźnik dźwigni finansowej jest większy od 0, co oznacza że przedsiębiorstwa te wykorzystują kapitał obcy oprocentowany do finansowania swojej działalności. We wszystkich przypadkach możemy mówić o efekcie dźwigni finansowej.

Tabela 5

Wskaźnik efektu dźwigni finansowej (DFL) w badanych przedsiębiorstwach górniczych w okresie 2009-2013

Lp.	Nazwa	2009 r.	2010 r.	2011 r.	2012 r.	2013 r.
1	Kompania Węglowa SA (KW)	1,24	2,11	1,05	1,85	0,90
2	Katowicki Holding Węglowy SA (KHW)	1,28	5,09	1,53	3,69	2,80
3	Jastrzębska Spółka Węglowa SA (JSW)	0,84	1,08	1,05	1,12	3,08
4	Lubelski Węgiel Bogdanka SA (LWB)	1,03	1,05	1,02	1,03	1,01

Źródło: opracowanie własne.

Wśród uwarunkowań kapitałowych występuje ponadto **wskaźnik możliwości obsługi długu (TIE)**, który mierzy stosunek zysku operacyjnego do kosztów obsługi kapitału obcego ( $EBIT/I$ ). Niski (bliski 1) poziom tego wskaźnika jest sygnałem, że koszt obsługi zadłużenia w przedsiębiorstwie stanowi zbyt duże obciążenie zysku operacyjnego (wzrasta ryzyko niewypłacalności). Spadek wartości tego wskaźnika poniżej 1 oznacza utratę przez przedsiębiorstwo zdolności do spłaty odsetek od kapitału obcego (zysk operacyjny nie wystarcza na pokrycie kosztów finansowych). Poziom tego wskaźnika w badanych przedsiębiorstwach górniczych ujęto w tabeli 6.

Tabela 6

Wskaźnik możliwości obsługi długu (TIE) badanych przedsiębiorstw górniczych w okresie 2009-2013

Lp.	Nazwa	2009 r.	2010 r.	2011 r.	2012 r.	2013 r.
1	Kompania Węglowa SA (KW)	0,30	0,31	10,65	2,02	-5,42
2	Katowicki Holding Węglowy SA (KHW)	1,05	0,32	1,86	0,56	0,34
3	Jastrzębska Spółka Węglowa SA (JSW)	-4,86	10,93	13,79	6,45	0,60
4	Lubelski Węgiel Bogdanka SA (LWB)	26,97	16,79	34,97	26,69	98,15

Źródło: opracowanie własne.

W dwóch przypadkach (JSW w 2009 r. i KW w 2013 r.) wskaźnik ten jest ujemny. Jest to efektem ujemnych wyników na działalności operacyjnej. Dość często obserwujemy również poziom wskaźnika TIE poniżej 1 lub bliski 1. Taki poziom tego wskaźnika jest sygnałem, że koszt obsługi zadłużenia w przedsiębiorstwie stanowi zbyt duże obciążenie zysku operacyjnego lub przedsiębiorstwo nie jest zdolne do spłaty odsetek od kapitału obcego. Tego typu ryzykowna sytuacja nie wystąpiła w żadnym roku analizowanego okresu jedynie w LWB, której sytuacja pod tym względem może być bardzo wysoko oceniona.

## 5. Efektywność wykorzystania kapitału w przedsiębiorstwach górniczych

Kolejnym elementem brany pod uwagę w analizie kapitałowych uwarunkowań działalności przedsiębiorstw górniczych jest efektywności zarządzania kapitałem. Można ją zmierzyć za pomocą dwóch wskaźników: **rentowności kapitałów własnych (ROE)** oraz **rentowności operacyjnej netto aktywów (RNOA)**, obliczonych zgodnie ze wzorami:

$$(ROE) = \text{zysk netto} / \text{przeciętny stan kapitału własnego}$$

$$(RNOA) = \text{zysk operacyjny po opodatkowaniu} / \text{przeciętny stan aktywów operacyjnych netto}$$

ROE informuje o wartości zysku netto, przypadającej na jednostkę zaangażowanego kapitału własnego. Im wyższa jego wartość, tym korzystniej można oceniać działalność przedsiębiorstwa. Należy jednak zwrócić uwagę, że przyrost wartości tego wskaźnika w czasie może być skutkiem zmniejszenia kapitałów własnych, a nie wzrostu zysku, co powinno być ocenione negatywnie. Aby obiektywnie ocenić sytuację przedsiębiorstwa, należy skonfrontować wskaźnik ROE z wartością wskaźnika RNOA. Idea wskaźnika RNOA jest taka, by obliczyć rentowność aktywów operacyjnych niezależnie od poziomu zadłużenia spółki. Na pozytywną ocenę zasługuje relacja  $ROE > RNOA$ .

W badanych przedsiębiorstwach górniczych wskaźniki obliczone zostały dla okresu 2010–2013, z uwagi na konieczność uwzględnienia w pierwszym roku analizy stanu przeciętnego niektórych pozycji bilansowych (poziom z końca 2009 roku, będącego początkiem okresu badawczego, stanowi jednocześnie stan z początku 2010 roku, umożliwiając skalkulowanie poziomu przeciętnego w 2010 roku itd. w kolejnych latach). Obliczone wskaźniki ujęto w tabeli 7 oraz tabeli 8.



Tabela 7

Wskaźnik rentowności kapitału własnego (ROE) badanych przedsiębiorstw  
górnictw w okresie 2009-2013

Lp.	Nazwa	2009 r.	2010 r.	2011 r.	2012 r.	2013 r.
1	Kompania Węglowa SA (KW)	-	1,6%	19,6%	11,1%	-50,6%
2	Katowicki Holding Węglowy SA (KHW)	-	2,2%	10,7%	3,9%	3,0%
3	Jastrzębska Spółka Węglowa SA (JSW)	-	27,6%	28,9%	11,6%	1,0%
4	Lubelski Węgiel Bogdanka SA (LWB)	-	12,3%	10,7%	13,1%	13,8%

Źródło: opracowanie własne.

W 2013 roku KW, jako jedyne z badanych przedsiębiorstw, charakteryzowała się ujemnym wskaźnikiem rentowności kapitału własnego, który związany był z wystąpieniem w tym roku ujemnego wyniku finansowego, przy jednoczesnym spadku wartości kapitału własnego. Ponadto bardzo mocno obniżyła się rentowność w JSW, która na przestrzeni czterech lat spadła z około 28% do 1%. Jedyne w LWB sytuacja w zakresie rentowności kapitału własnego jest stabilna, a wskaźnik kształtuje się na korzystnym poziomie. Podobnie wyglądają tendencje w zakresie kształtowania się wskaźnika RNOA w tych przedsiębiorstwach.

Tabela 8

Wskaźnik rentowności operacyjnej netto aktywów (RNOA) badanych  
przedsiębiorstw górnictw w okresie 2009-2013

Lp.	Nazwa	2009 r.	2010 r.	2011 r.	2012 r.	2013 r.
1	Kompania Węglowa SA (KW)		2,38%	10,90%	3,15%	-11,36%
2	Katowicki Holding Węglowy SA (KHW)		3,27%	6,23%	3,24%	4,11%
3	Jastrzębska Spółka Węglowa SA (JSW)		24,59%	27,88%	12,76%	1,75%
4	Lubelski Węgiel Bogdanka SA (LWB)		12,54%	9,14%	10,47%	10,98%

Źródło: opracowanie własne.

W dalszej analizie wskaźnik rentowności kapitału własnego (ROE) odnoszony jest do wskaźnika rentowności operacyjnej netto aktywów (RNOA). Sprawdzenie czy  $ROE > RNOA$  ujęto w tabeli 9.

Tabela 9

Sprawdzenie czy wskaźnik  $ROE > RNOA$  w badanych przedsiębiorstwach  
górnictw w okresie 2009-2013

Lp.	Nazwa	2009 r.	2010 r.	2011 r.	2012 r.	2013 r.
1	Kompania Węglowa SA (KW)		NIE	TAK	TAK	NIE
2	Katowicki Holding Węglowy SA (KHW)		NIE	TAK	TAK	NIE
3	Jastrzębska Spółka Węglowa SA (JSW)		TAK	TAK	NIE	NIE
4	Lubelski Węgiel Bogdanka SA (LWB)		NIE	TAK	TAK	TAK

Źródło: opracowanie własne.

Relacja ROE do RNOA, zgodnie z zaobserwowaną wcześniej tendencją w branży górnictwa węgla kamiennego, ulega z roku na rok pogorszeniu. Po wyraźnym odbiciu z wcześniejszego kryzysu, w 2011 roku sytuacja branży była bardzo dobra. Wskaźniki rentowności we wszystkich badanych przedsiębiorstwach były dodatnie i stosunkowo wysokie. W kolejnych latach przedsiębiorstwa odnotowywały coraz gorszą rentowność, a w ostatnim roku analizowanego okresu niekorzystną relacją wskaźników rentowności ROE i RNOA charakteryzowały się już trzy z czterech badanych przedsiębiorstw.

## 6. Podsumowanie

Przeprowadzona analiza dowodzi, że na początku badanego okresu zarządzanie kapitałem w polskiej branży górniczej było efektywne, tzn. przedsiębiorstwa wykorzystywały pozytywny efekt dźwigni finansowej, wprowadzając do struktury kapitału kapitał obcy i wykorzystując dodatni efekt dźwigni finansowej. Sytuacja uległa jednak pogorszeniu i w 2013 roku pozytywną ocenę efektów zarządzania kapitałem otrzymało zaledwie jedno badane przedsiębiorstwo. W pozostałych przypadkach dźwignia finansowa nie jest efektywnie wykorzystywana, o czym świadczy fakt, że rentowność kapitału własnego jest niższa od rentowności operacyjnej netto aktywów. W większości badanych przedsiębiorstw koszt obsługi zadłużenia stanowi zbyt duże obciążenie zysku operacyjnego. Problemy te zaobserwować można głównie w ostatnich dwóch latach analizowanego okresu. Ryzyko finansowe badanych przedsiębiorstw górniczych w miarę upływu czasu jest więc coraz wyższe. Istniejący obecnie układ uwarunkowań kapitałowych w polskich przedsiębiorstwach górniczych świadczy o pogłębiającym się kryzysie w branży górniczej.

## Bibliografia

1. Bień W.: Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa. Difin, Warszawa 2005.
2. Downes J., Goodman J.E.: Dictionary of Finance and Investment Terms. Barron's Educational Series Inc. Hauppauge 1991.
3. Duliniec A.: Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie. Wyd. PWN, Warszawa 2001.
4. Gabrusiewicz W.: Podstawy analizy finansowej. Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2005.
5. Jerzemowska M. (red.): Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie. Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2006.

6. Malec M., Kamiński J., Warchoń R.: Przegląd aktualnej struktury wydobycia w krajowym sektorze górnictwa węgla kamiennego, [w:] Zeszyty Naukowe Instytutu Gospodarki Surowcami Mineralnymi i Energią PAN, nr 87/2014.
7. Michalak A.: Modele kosztu kapitału i ich implementacje w zarządzaniu przedsiębiorstwem górnictwem. Wyd. Difin, Warszawa 2015.
8. Moyer R.C., McGuigan J.R., Kretlow W.J.: Contemporary Financial Management, West Publishing Company, St Paul 1992.
9. Nawrocki T.L., Jonek-Kowalska I.: Fuzzy logic in risk assesment of a mining enterprise in the context of polish economic conditions. Zeszyty Naukowe Politechniki Śląskiej, s. Organizacja i Zarządzanie, z. 81, Gliwice 2015.
10. Pyka A.: Kapitał a bilansowe i pozabilansowe źródła finansowania, [w:] Rachunkowość i finanse podmiotów gospodarczych w erze informacji, (pod red.): W. Caputy, Wydawnictwa Fachowe CeDeWu, Warszawa 2008.
11. Sierpińska M., Jachna T.: Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych, PWN, Warszawa 2004.
12. Turek M., Jonek-Kowalska I.: Dylematy kalkulacji kosztu kapitału w przedsiębiorstwie górnictwem, „Przegląd Górniczy”, t. 65, nr 9, 2009.

## **Abstract**

Mining enterprise finances management is characterized by a particular specificity resulting from the conditions in which the enterprise performs, especially the conditions connected with capital. The activity of mining enterprises is highly capital-consuming. High demand for capital in the Polish mining industry is largely satisfied by public capital (two out of four largest mining enterprises in Poland are the sole shareholder companies of the State Treasury, the third one is a company in which the State Treasury owns the major stock share). At the same time, with a significant share of equity of public character, in the capital structures of these enterprises a high debt level may be observed. In such conditions the mining enterprise management more often takes the features of crisis management.