

## Obligacje w strukturze kapitału przedsiębiorstw deweloperskich notowanych na GPW

Magdalena Gostkowska-Drzewicka\*

**Streszczenie:** Celem artykułu jest zbadanie udziału obligacji w strukturze kapitału przedsiębiorstw deweloperskich notowanych na GPW. Realizacja tak sformułowanego celu wymagała zastosowania metod opisu statystycznego oraz mierników struktury kapitału. Badaniem objęto lata 2007–2013, tj. okres od utworzenia WIG-u Deweloperzy, indeksu skupiającego przedsiębiorstwa prowadzące działalność deweloperską. W latach 2007–2013 80% przedsiębiorstw deweloperskich notowanych na GPW w Warszawie występowało w roli emitentów obligacji. Środki pozyskane w drodze tych emisji stanowiły źródło finansowania od 9,5 do 12,2% majątku ogółem. Pomimo licznych zalet, obligacje jako instrument finansowy, mogą stanowić źródło poważnych trudności, zwłaszcza w okresie spadku cen nieruchomości oraz problemów z ich sprzedażą. W efekcie zyski przedsiębiorstw deweloperskich mogą spaść do poziomu, który uniemożliwia terminową obsługę zadłużenia. Podkreślić należy, że symptomem zbliżających się trudności, a nawet upadłości, jest między innymi wysoki poziom relacji zadłużenia z tytułu obligacji do kapitalizacji rynkowej, połączony z systematycznym wzrostem tego wskaźnika.

**Słowa kluczowe:** źródło finansowania, deweloper, dłużne instrumenty finansowe

### Wprowadzenie

Załamaniem koniunktury na rynku nieruchomości w Polsce, zapoczątkowane w III kwartale 2008 roku, zainicjowało szereg przemian strukturalnych w zakresie finansowania działalności przedsiębiorstw deweloperskich. Zaostrzeniu uległy procedury kredytowe, zarówno dla przedsiębiorstw deweloperskich, jak i ich klientów. W konsekwencji doszło do znacznego wyhamowania akcji kredytowej w sektorze nieruchomości. Deweloperzy, poszukując środków na sfinansowanie inwestycji, zwrócili swoją uwagę między innymi na obligacje korporacyjne. Od 2010 roku popularność tego instrumentu w sektorze deweloperskim rosła systematycznie. Celem artykułu jest więc zbadanie udziału obligacji w strukturze kapitału przedsiębiorstw deweloperskich notowanych na GPW.

Realizacja tak sformułowanego celu wymagała zastosowania metod opisu statystycznego oraz mierników struktury kapitału. Badaniem objęto lata 2007–2013, tj. okres od utworzenia WIG-u Deweloperzy, indeksu skupiającego przedsiębiorstwa prowadzące działalność deweloperską. Wykorzystane w badaniach dane pochodzą ze sprawozdań finansowych

---

\* dr Magdalena Gostkowska-Drzewicka, Uniwersytet Gdański, Wydział Zarządzania, Katedra Finansów Przedsiębiorstw, ul. Armii Krajowej 101, 81-824 Sopot, mgostkowska@wzr.ug.edu.pl.

spółek wchodzących w skład WIG-u Deweloperzy oraz danych statystycznych publikowanych przez Catalyst i Fitch Rating.

## 1. Pojęcie i mierniki struktury kapitału

Prowadzenie działalności i rozwój przedsiębiorstwa wymagają odpowiednich zasobów majątku oraz kapitału. Kategorie te są ściśle ze sobą powiązane, spełniają w jednostce gospodarczej odrębne funkcje. Majątek umożliwia przede wszystkim prowadzenie działalności. Jednakże wyposażenie przedsiębiorstwa w majątek wymaga zaangażowania kapitału. Oznacza to, że kapitał pełni w stosunku do majątku funkcję pierwotną, umożliwiając prowadzenie działalności (Gabrusewicz 2014: 129). Pod pojęciem kapitału zazwyczaj rozumie się „całokształt zaangażowanych w przedsiębiorstwie zasobów wewnętrznych i zewnętrznych, własnych i obcych, terminowych i nieterminowych” (Jerzemowska 2013: 162). Takie podejście znajduje swoje odzwierciedlenie w bilansie, w którym po stronie aktywów wykazuje się wartość majątku trwałego i obrotowego przedsiębiorstwa, natomiast pasywa odzwierciedlają źródła finansowania tego majątku, dzieląc je na kapitały własne i obce. Bilans obrazuje sposób finansowania przedsiębiorstwa na dany moment, nie informuje natomiast o finansowaniu określonych przedsięwzięć w czasie. Stąd, wyróżnia się statyczne i dynamiczne ujęcie źródeł finansowania. Ujęcie statyczne odnosi się do kategorii finansowania majątku posiadanego na dany moment – dzień bilansowy.

Struktura kapitału jest pojęciem wieloznacznym, różnie interpretowanym i mierzonym. Najogólniej można ją określić jako proporcję udziału kapitału obcego i własnego w finansowaniu działalności przedsiębiorstwa (Jerzemowska 2013: 164). W literaturze przedmiotu wyróżnia się cztery ujęcia struktury kapitału (Duliniec 1998: 12–13).

W pierwszym ujęciu struktura kapitału jest utożsamiana ze strukturą pasywów bilansu, tj. ze strukturą finansowania. Tak rozumiana – odnosi się do źródeł finansowania majątku przedsiębiorstwa – i może być wyrażona takimi miernikami, jak (Pomykańska, Pomykański 2007: 182):

- mnożnik kapitału, wyrażający relację aktywów ogółem do kapitału własnego,
- wskaźnik zadłużenia, będący ilorazem zobowiązań i rezerw na zobowiązania do aktywów ogółem,
- wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego, obliczony jako relacja zobowiązań krótkoterminowych i aktywów ogółem.

W drugim ujęciu struktura kapitału wyraża wyłącznie podział kapitału stałego (długoterminowego) na kapitał własny i zobowiązania długoterminowe. Kapitał stały jest określany sumą kapitału własnego i zobowiązań długoterminowych. Miernikiem tak rozumianej struktury kapitału jest wskaźnik wyrażający relację zobowiązań długoterminowych do kapitału własnego.

W trzecim ujęciu struktura kapitału wyraża kombinację dłużnych i właścicielskich papierów wartościowych wyemitowanych przez przedsiębiorstwo. Podejście takie odzwierciedla

relacja długu do kapitału własnego. Wskaźnik ten można uszczegółowić, obliczając stosunek wartości poszczególnych dłużnych papierów wartościowych, w tym obligacji, wyemitowanych przez przedsiębiorstwo do kapitału własnego. W przypadku spółek giełdowych można również wyznaczyć relację zadłużenia z tytułu wyemitowanych obligacji do kapitalizacji rynkowej<sup>1</sup>.

W czwartym ujęciu struktura kapitału odzwierciedla kapitał własny oraz zobowiązania długo- i krótkoterminowe, z wyłączeniem zobowiązań wobec dostawców, zobowiązań z tytułu podatków oraz wynagrodzeń. Takie podejście oznacza, że struktura kapitału różni się od struktury pasywów bilansu, ponieważ uwzględnia wyłącznie zobowiązania oprocentowane (Duliniec 1998: 14). Wskaźnik struktury kapitału jest zatem w tym ujęciu relacją oprocentowanych zobowiązań długo- i krótkoterminowych do kapitału własnego.

## 2. Obligacje przedsiębiorstw deweloperskich w strukturze rynku obligacji korporacyjnych w Polsce

Specyfika inwestycji deweloperskich, a zwłaszcza duża ich kapitałochłonność, warunkuje wysoki udział kapitałów obcych w strukturze ich finansowania. Jak już wspomniano – załamanie koniunktury na rynku nieruchomości w Polsce, zapoczątkowane w III kwartale 2008 roku, doprowadziło do głębokich przemian strukturalnych w zakresie finansowania działalności przedsiębiorstw deweloperskich. Wysokie marże pobierane przez banki i restrykcyjna ocena zdolności kredytowej wymusiły poszukiwanie alternatywnych źródeł finansowania inwestycji (Gostkowska-Drzewicka 2013: 69–70). Ważne okazało się również wejście w życie w dniu 29 kwietnia 2012 ustawy *o ochronie nabywcy lokalu mieszkaniego lub domu jednorodzinnego*. W związku z ograniczeniami narzuconymi przez nową ustawę<sup>2</sup> istotną kwestią stało się zapewnienie elastycznego finansowania procesu realizacji inwestycji deweloperskich, w tym pożyczek obligacyjnych<sup>3</sup>. Istotnym czynnikiem, który

<sup>1</sup> Kapitalizacja rynkowa wyraża całkowitą wartość wszystkich papierów wartościowych (lub wybranej ich grupy) notowanych na giełdzie. Jest obliczana jako iloczyn aktualnego kursu giełdowego i liczby wyemitowanych papierów wartościowych, [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl) (15.01.2014).

<sup>2</sup> W ustawie uregulowano różne sfery działalności deweloperskiej, w tym m.in.: sprecyzowano nowe obowiązki dewelopera, prawa i obowiązki stron umowy deweloperskiej, a przede wszystkim kwestie zabezpieczeń nabywców mieszkań. W celu zabezpieczenia interesów nabywców mieszkań wprowadzono rachunek powierniczy (zamknięty lub otwarty). Do czasu wprowadzenia tej ustawy w życie Polska była jednym z nielicznych krajów, w którym stosunki pomiędzy deweloperami i klientami nie były uregulowane. W krajach zachodnich rozwiązania chroniące nabywców funkcjonują już od dawna. I tak, w Niemczech klient wpłaca środki na rachunek powierniczy w banku; deweloper może przyjmować zaliczki wraz z postępem inwestycji; w razie niepowodzenia projektu roszczenia klienta o zwrot wpłaconej zaliczki zabezpiecza gwarancja bankowa. We Francji deweloper może finansować inwestycję ze środków klienta dopiero po przeniesieniu na niego prawa własności gruntu, na którym ma powstać inwestycja. W Danii i Szwecji deweloperzy mogą sprzedawać jedynie gotowe domy i mieszkania; środki kupujących trafiają do depozytu i przekazywane są deweloperowi dopiero po przeniesieniu własności domu lub mieszkania na klienta (Szreder 2012: 274).

<sup>3</sup> Obligacja jest papierem wartościowym emitowanym w serii, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji (obligatariusza) i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia (Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r..., art. 4).

przyczynił się do zwiększenia dostępności środków pozyskiwanych w drodze emisji obligacji było utworzenie w 2009 roku odpowiedniej infrastruktury instytucjonalnej. Powstały pierwsze polskie fundusze inwestycyjne obligacji nieskarbowych. Uruchomiona została także platforma scentralizowanego obrotu obligacjami nieskarbowymi – Catalyst<sup>4</sup>. Budowa tego rynku sprawia, że jest on dostosowany do emisji o różnych wielkościach i różnej charakterystyce, a także do potrzeb różnych inwestorów – hurtowych i detalicznych, instytucjonalnych i indywidualnych.

Atrakcyjność obligacji – jako źródła finansowania działalności przedsiębiorstw deweloperskich – wynika ze specyficznych cech tego instrumentu. Ze względu na kapitałochłonność i długi okres realizacji inwestycji deweloperskiej najważniejszymi z nich są:

- możliwość pozyskania środków o znacznej wartości,
- elastyczność obligacji.

Emisja obligacji umożliwia zgromadzenie dużej kwoty pożyczki od wielu pożyczkodawców. Niejednokrotnie możliwości te, ze względu na limity koncentracji kapitału, są znacznie większe niż przy kredytach bankowych (Ostaszewski i in. 2009: 274).

Elastyczność obligacji powoduje, że instrument ten szczególnie dobrze wpisuje się w proces finansowania inwestycji deweloperskiej. Deweloper – jako emitent obligacji – określa warunki emisji. Dzięki temu możliwe jest dopasowanie harmonogramu uruchamiania kolejnych transz pozyskania kapitału do poszczególnych etapów realizacji inwestycji. Deweloper decyduje o wysokości oprocentowania, zasadach jego ustalania oraz częstotliwości wypłaty odsetek. Zaletą tego instrumentu jest także dogodny rozkład spłaty zobowiązań, gdyż najpierw spłacane są odsetki, natomiast pożyczony kapitał – dopiero w terminie zapadalności obligacji. Również jego termin jest ustalany przez dewelopera. Dzięki temu wykup obligacji następuje ze środków pochodzących z przychodów uzyskanych ze sprzedaży zrealizowanej inwestycji.

Obligacje przedsiębiorstw deweloperskich są atrakcyjnym przedmiotem inwestowania. Z jednej strony – umożliwiają uzyskanie wyższej stopy zwrotu niż lokaty bankowe i obligacje skarbowe, a z drugiej – charakteryzują się niższym poziomem ryzyka niż inwestycje w akcje lub surowce (Prewysz-Kwinto 2012: 699). Dzięki temu popyt na obligacje zapewnia możliwość pozyskania środków o znacznej wartości.

Pierwsze emisje obligacji przedsiębiorstw deweloperskich w Polsce miały miejsce pod koniec lat 90. XX wieku. Jednakże aż do roku 2007 miały one charakter incydentalny, a ich znaczenie w strukturze rynku obligacji korporacyjnych było niewielkie (Fitch Ratings: 1998–2007). W roku 2007 odnotowano wzmożoną aktywność przedsiębiorstw deweloperskich w zakresie emisji obligacji korporacyjnych. W roku tym łączna wartość emisji

---

<sup>4</sup> Catalyst jest prowadzony na platformach transakcyjnych Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie i BondSpot. Rynek ten tworzą cztery platformy obrotu. Dwie są prowadzone w formule rynku regulowanego i ASO przez GPW. Na tych platformach jednostką transakcyjną jest jedna obligacja. Z kolei jednostka transakcyjna analogicznych dwóch rynków BondSpotu ma wartość co najmniej 100 tys. zł. Wszystkie przeznaczone są dla nieskarbowych instrumentów dłużnych, tj. obligacji komunalnych, korporacyjnych oraz listów zastawnych, <http://gpwcatalyst.pl> (15 stycznia 2014).

obligacji deweloperskich ukształtowała się na poziomie 1492,96 mln PLN i stanowiła aż 10,76% wartości wszystkich wyemitowanych obligacji korporacyjnych w Polsce (tabela 1). Należy dodać, że był to najwyższy wskaźnik udziału wartości emisji obligacji deweloperskich w łącznej wartości obligacji korporacyjnych w badanym okresie, tj. w latach 2007–2013 i miał ścisły związek z przypadającym na ten rok szczytem koniunktury w budownictwie (Gostkowska 2011: 209).

**Tabela 1**

Wartość oraz udział wartości obligacji przedsiębiorstw deweloperskich w wartości obligacji korporacyjnych ogółem wyemitowanych w Polsce w latach 2007–2013

Lp.	Lata	Obligacje korporacyjne, w tym:			obligacje przedsiębiorstw deweloperskich w odsetkach	obligacje pozostałych przedsiębiorstw	ogółem
		obligacje przedsiębiorstw deweloperskich	obligacje pozostałych przedsiębiorstw	ogółem			
		wartość w mln PLN					
1.	2007	1 492,96	12 378,56	13 871,52	10,76	89,24	100,00
2.	2008	36,00	14 908,44	14 944,44	0,24	99,76	100,00
3.	2009	54,90	12 103,33	12 158,23	0,45	99,50	100,00
4.	2010	782,75	16 785,08	17 567,83	4,46	95,54	100,00
5.	2011	1 197,13	22 988,26	24 185,40	4,95	95,05	100,00
6.	2012	1 721,58	44 644,41	46 366,00	3,71	96,29	100,00
7.	2013	2 514,83	46 962,89	49 477,72	5,08	94,92	100,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie Fitch Ratings (2007–2011); Catalyst (2012–2013).

W latach 2008–2009 wartość obligacji wyemitowanych przez deweloperów zmniejszyła się gwałtownie do poziomu odpowiednio: 36 i 54,9 mln PLN. Także udział wartości tych emisji w wartości obligacji korporacyjnych ogółem zmniejszył się do poziomu wynoszącego zaledwie 0,24 i 0,45%. Tak duży spadek wartości emisji w odniesieniu do roku 2007, był następstwem gwałtownego załamania się koniunktury na rynku nieruchomości. Począwszy od 2010 roku w kolejnych latach, tj. w roku 2011 i 2012 obserwowany był wzrost wartości emisji obligacji deweloperskich, a w ślad za tym wzrost ich udziału odpowiednio: 4,46; 4,95 i 3,71%. Ostatecznie, w roku 2013 deweloperzy wyemitowali obligacje o łącznej wartości 2514,83 mln PLN, co stanowiło 5,08% wartości obligacji korporacyjnych ogółem.

### 3. Struktura kapitału przedsiębiorstw deweloperskich notowanych na GPW

Zarówno wielkość przedsiębiorstwa, jak i forma prawna, w której funkcjonuje dany podmiot, istotnie wpływa na jego relacje z instytucjami rynku finansowego, zarazem określając możliwości pozyskiwania środków na działalność. Stąd, struktura kapitału poszczególnych przedsiębiorstw deweloperskich różni się istotnie. Z badań przeprowadzonych w zbiorowości dużych przedsiębiorstw deweloperskich wynika, iż udział dłużnych papie-

rów wartościowych w strukturze finansowania działalności kształtował się średniorocznie na poziomie 13,03% (Łaszek i in. 2012: 17). Jednakże przytoczone badania nie wyjaśniają, jaki odsetek stanowiły wyemitowane obligacje w wartości dłużnych papierów wartościowych ogółem. Z kolei z analizy 26 sprawozdań finansowych przedsiębiorstw deweloperskich prowadzących działalność na terenie Trójmiasta w latach 2002–2012 wynika, iż tylko trzy z tych podmiotów pozyskiwały środki w drodze emisji obligacji. Należy nadmienić, że dwa przedsiębiorstwa – Polnord S.A. oraz Inpro SA są notowane na GPW w Warszawie. Trzecie przedsiębiorstwo – grupa kapitałowa NDI SA – choć nie posiada statusu spółki publicznej, prowadzi za pośrednictwem niemal 30 spółek zależnych działalność zakrojoną na znaczną skalę. Spośród pozostałych 23 przedsiębiorstw, 7 prowadziło działalność w formie spółek akcyjnych, a 16 – spółek z ograniczoną odpowiedzialnością<sup>5</sup>.

Jak wynika ze sprawozdań finansowych, 80% przedsiębiorstw deweloperskich notowanych na GPW w Warszawie w latach 2007–2013 emitowało obligacje. Przedsiębiorstwa te mogą się poszczycić długą historią prowadzenia działalności – przeciętny czas ich funkcjonowania na rynku wynosi nieco ponad 16 lat. W pewnym uproszczeniu można zatem przyjąć, iż spółki te znajdują się w fazie dojrzałości<sup>6</sup>, a ich sytuacja finansowa jest ustabilizowana. Zwiększa to wiarygodność kredytową tych przedsiębiorstw, co – jak pisze A. Duliniec (2011: 117) – „sprzyja spadkowi oprocentowania zaciąganych zobowiązań i obniża koszt kapitału obcego. Emisja nowych akcji mogłaby zaś spowodować spadek cen akcji na rynku kapitałowym i doprowadzić do rozwodnienia kapitału własnego”. Z tego względu kapitał ze źródeł zewnętrznych jest pozyskiwany zwłaszcza poprzez zaciąganie kredytów oraz emisję obligacji.

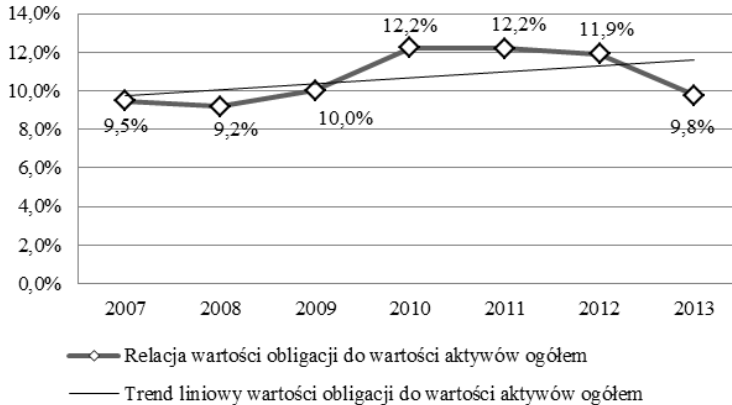
Relacja wartości wyemitowanych obligacji do wartości aktywów ogółem w przedsiębiorstwach deweloperskich notowanych na GPW wykazywała nieznacznie wzrostowy trend liniowy (rysunek 1).

W 2007 roku obligacje wyemitowane przez przedsiębiorstwa deweloperskie notowane na GPW stanowiły źródło finansowania 9,5% majątku ogółem. W kolejnym roku 2008 wskaźnik ten uległ nieznacznemu obniżeniu do poziomu 9,2%. W latach 2009–2011 udział obligacji w finansowaniu aktywów wzrósł z 10 do 12,2%, a następnie w kolejnych latach obniżył się z 11,9 do poziomu 9,8%. Zaobserwowane zmiany nie oznaczają jednakże zmniejszenia znaczenia obligacji jako źródła finansowania realizacji inwestycji deweloperskich.

<sup>5</sup> W strukturze kapitału tych przedsiębiorstw przeważały zobowiązania krótkoterminowe i rozliczenia międzyokresowe (70–80% zaangażowanego kapitału obcego ogółem). Wśród zobowiązań krótkoterminowych badanych przedsiębiorstw przeważały zwłaszcza zaliczki otrzymane na dostawy. W praktyce pod tymi pozycjami lub w rozliczeniach międzyokresowych księgowane są przedpłaty klientów. Oznacza to, że finansowanie procesu realizacji inwestycji deweloperskich w tej grupie przedsiębiorstw opierało się w znacznej mierze na środkach dostarczonych przez nabywców (Gostkowska-Drzewicka 2013: 68).

<sup>6</sup> W przedsiębiorstwach, które są sprawnie zarządzane i odnoszą sukcesy rynkowe fazy wzrostu przeplatają się z fazami dojrzałości, jedynie tempo wzrostu ulega fluktuacjom – okresowo hamuje lub przyspiesza. W sytuacji wyczerpania się możliwości dalszego wzrostu wprowadza się zmiany w dotychczasowej działalności poprzez np. wprowadzenie na rynek nowych produktów lub wejście na nowe rynki z dotychczasowymi produktami. Zmiany te mają na celu doprowadzić do ponownego wzrostu (Duliniec 2011: 110).

Dlatego powinny być rozpatrywane w kontekście zmian w strukturze kapitału badanych przedsiębiorstw (tabela 2).



**Rysunek 1.** Relacja wartości obligacji do wartości aktywów ogółem w przedsiębiorstwach deweloperskich notowanych na GPW w latach 2007–2013

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych przedsiębiorstw deweloperskich notowanych na GPW w latach 2007–2013.

Udział kapitału podstawowego w strukturze kapitału przedsiębiorstw deweloperskich notowanych na GPW w latach 2007–2013 rósł systematycznie z poziomu 2,8 do 5,6%. W większości badanych przedsiębiorstw (15 spółek) obserwowano wzrost kapitałów podstawowych, a zatem zwiększenie bazy kapitałowej umożliwiającej dalszy ich rozwój. Z kolei w 9 spółkach kapitał podstawowy nie uległ zmianie, a tylko w jednej został zmniejszony.

Istotny udział w strukturze kapitałów własnych badanych przedsiębiorstw miał kapitał zapasowy. Stanowił on średnio 21,2% całości zaangażowanego kapitału w latach 2007–2013. W badanym okresie zaobserwowano wzrost udziału kapitału zapasowego w strukturze kapitału z poziomu 17,2 do 27,3%. W przypadku przedsiębiorstw deweloperskich jest to szczególnie istotne, zwłaszcza z punktu widzenia klientów. Kapitał zapasowy stanowi gwarancję zaspokojenia ich roszczeń w przypadku upadłości dewelopera (tabela 2).

Średni udział zysku z lat ubiegłych oraz zysku netto w strukturze kapitałów badanych przedsiębiorstw deweloperskich w latach 2007–2013 kształtował się na poziomie wynoszącym odpowiednio 11,0 i 1,4%. W przypadku obu kategorii zysku, ich udział w strukturze kapitału podlegał systematycznemu spadkowi. I tak, w badanym okresie udział zysku z lat ubiegłych w strukturze kapitału przedsiębiorstw deweloperskich zmniejszył się z poziomu 15,1 do 4,9%, a zysku netto – z 10,5 do 0,3%. Świadczy to o stopniowym wyczerpywaniu się zdolności do generowania zysków osiągniętych w czasie hossy na rynku nieruchomości. O skali wpływu dekonjunktury, zapoczątkowanej w 2008 roku, na wielkość realizowanych zysków świadczą ujemne wartości wskaźników udziału zysku netto w strukturze



finansowania badanych przedsiębiorstw, które odnotowano w latach 2009 (–2,6%); 2011 (–2,7%) i 2012 (–1,8%). I tak, w roku 2009 aż 53% ogółu przedsiębiorstw deweloperskich notowanych na GPW poniosło stratę. Z kolei w latach 2011–2012 strata została odnotowana przez odpowiednio 22 i 33% badanych spółek.

**Tabela 2**

Struktura kapitału przedsiębiorstw deweloperskich notowanych na GPW w Polsce w latach 2007–2013

Lp.	Wyszczególnienie	Lata							Średnio
		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013*	
w odsetkach									
1.	Kapitał podstawowy	2,8	2,5	3,0	2,6	3,3	3,6	5,6	3,3
2.	Kapitał zapasowy	17,2	17,8	21,0	19,9	21,3	24,1	27,3	21,2
3.	Zysk z lat ubiegłych	15,1	13,9	10,3	13,5	10,3	9,1	4,9	11,0
4.	Zysk netto	10,5	2,8	–2,6	3,1	–2,7	–1,8	0,3	1,4
5.	Pozostałe kapitały własne	8,2	8,0	8,2	6,3	8,5	8,0	5,8	7,6
6.	Kredyty długoterminowe	13,6	20,1	26,8	22,5	21,2	22,2	23,7	21,4
7.	Długoterminowa część obligacji	<b>7,5</b>	<b>8,3</b>	<b>9,4</b>	<b>11,4</b>	<b>10,0</b>	<b>8,9</b>	<b>7,4</b>	<b>9,0</b>
8.	Pozostałe zobowiązania i rezerwy długoterminowe	10,8	11,7	5,0	4,9	5,7	6,0	6,1	7,2
9.	Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	2,9	3,6	3,3	2,4	3,4	3,1	2,9	3,1
10.	Krótkoterminowa część obligacji	<b>1,1</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,4</b>	<b>2,6</b>	<b>3,2</b>	<b>2,3</b>	<b>1,6</b>
11.	Zaliczki od klientów	2,8	1,8	2,2	2,2	3,5	2,8	2,2	2,5
12.	Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	7,6	8,9	12,7	10,7	12,8	10,9	11,6	10,7
13.	Razem	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,00

\* Dane za III kwartał 2013.

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych przedsiębiorstw deweloperskich notowanych na GPW w latach 2007–2013.

Udział pozostałych kapitałów własnych w strukturze kapitału przedsiębiorstw deweloperskich notowanych na GPW w latach 2007–2013 stanowił średnio 7,6% i odnotował spadek z poziomu 8,2 do 5,8%.

W kategorii kapitałów obcych największy udział w strukturze kapitału badanych przedsiębiorstw miały kredyty długoterminowe. Średnio stanowiły one 21,4% całości kapitału w latach 2007–2013. Udział kredytów w strukturze kapitału przedsiębiorstw deweloperskich notowanych na GPW podlegał pewnym fluktuacjom. I tak, udział ten był najmniejszy w roku 2007 (13,6%). Z kolei największy odsetek środków pozyskanych z kredytów długoterminowych zaobserwowano w roku 2009, wynosił on 26,8%.

Wśród innych kategorii kapitałów obcych, które w latach 2007–2013 kształtowały strukturę kapitału badanych przedsiębiorstw deweloperskich wyodrębniono, oprócz kredytów



długoterminowych i obligacji, pozostałe zobowiązania i rezerwy długoterminowe, zobowiązania z tytułu dostaw i usług, zaliczki od klientów oraz pozostałe zobowiązania krótkoterminowe. Średnio stanowiły one w poszczególnych latach odpowiednio: 7,2; 3,1; 2,5 i 10,7%.

Jak podkreśla K. Jajuga (2009: 6) „Obligacja jest instrumentem rynku kapitałowego, emitowanym zazwyczaj na okres co najmniej roku”. Jednakże, ze względu na kryteria klasyfikacji zobowiązań stosowane w rachunkowości, w odniesieniu do obligacji w bilansie wyróżnia się tzw. część długoterminową i krótkoterminową. Do części długoterminowej zalicza się obligacje, których termin wykupu jest dłuższy niż rok. Z kolei obligacje, które mają zostać wykupione w okresie krótszym niż rok są księgowane w kategorii zobowiązań krótkoterminowych.

Udział długoterminowej części obligacji w strukturze kapitału przedsiębiorstw deweloperskich notowanych na GPW w latach 2007–2013 kształtował się na średnim poziomie wynoszącym 9,0%. W latach 2007–2010 wskaźnik ten rósł systematycznie z poziomu 7,5 do 11,4%, osiągając zarazem najwyższą wartość w całym badanym okresie. Z kolei w latach 2011–2013 zaobserwowano odwrotne tendencje. Ostatecznie, udział długoterminowej części obligacji w strukturze kapitału badanych spółek ukształtował się na poziomie 7,4% w 2013 roku. W odniesieniu do obligacji krótkoterminowych odnotowano natomiast odmiennie tendencje. W latach 2007–2010 udział tego składnika w strukturze kapitału był niewielki (od 1,1% w 2007 roku do 0,4% w 2010 roku). Z kolei w latach 2011–2013 wskaźnik ten osiągnął poziom wynoszący odpowiednio: 2,6; 3,2 i 2,3%. Porównując tendencje w zakresie kształtowania się udziału długo- i krótkoterminowej części obligacji w strukturze kapitału badanych przedsiębiorstw można dostrzec zależność, która świadczy o tym, że stosunkowo wysoki udział krótkoterminowej części obligacji jest wynikiem emisji dokonanych w latach 2007–2010.

Wartości uśrednione umożliwiają zobrazowanie ogólnych tendencji w zakresie kształtowania udziału obligacji w strukturze kapitału badanych przedsiębiorstw. Nie można jednak na tej podstawie wyciągać wniosków odnoszących się do poszczególnych spółek, w których obserwowano bardzo zróżnicowane tendencje. W latach 2007–2013 obligacje stanowiły średnio od 1,0 do 20,0% zaangażowanego kapitału ogółem (tabela 3).

Największy udział wartości obligacji w strukturze kapitału przedsiębiorstw deweloperskich notowanych na GPW w latach 2007–2013 odnotowano w przypadku następujących przedsiębiorstw: Plaza Centers (20,0%), Gant Development (15,1%), Echo Investment (14,2%), Orco Property Group i Ronson Development (w obu firmach po 13,5%). Znamienne jest, iż sięgające ponad 250 mln zł zadłużenie z tytułu emisji obligacji stało się bezpośrednią przyczyną upadłości spółki Gant Development. W rezultacie długotrwałych problemów z wykupem obligacji oraz spłatą odsetek w październiku 2013 roku wierzyciele złożyli do sądu wnioski o upadłość likwidacyjną spółki. Ostatecznie, na początku stycznia 2014 roku ogłoszona została upadłość z możliwością zawarcia układu. Poważne problemy spółki zaczęły się jednak znacznie wcześniej. Jak wynika z Raportu niezależnego bie-

głego rewidenta (2012: 2), dołączonego do sprawozdania finansowego za I półrocze 2012, „działalność Grupy uzależniona jest w istotnym stopniu od ciągłości finansowania kredytami bankowymi, emisji obligacji, możliwości przesunięcia spłaty istniejących zobowiązań kredytowych bądź rolowania zapadalnych obligacji”. Sytuację firmy dodatkowo pogorszyły towarzyszące dekonunkturze na rynku nieruchomości trudności ze sprzedażą zrealizowanych inwestycji, co odzwierciedlają straty, jakie spółka wykazała w latach 2012–2013. Warto wspomnieć, że podobne przyczyny doprowadziły do upadłości w 2012 roku innego dewelopera – notowaną na NewConnect spółkę Religa Development (tabela 3).

**Tabela 3**

Udział wartości obligacji w strukturze kapitału w przedsiębiorstwach deweloperskich notowanych na GPW w Polsce w latach 2007–2013

Lp.	Nazwa przedsiębiorstwa	Lata							średnio
		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013*	
w odsetkach									
1.	Alta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2.	BBI	13,7	9,6	2,6	5,6	11,9	15,3	18,0	11,0
3.	Celtic	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
4.	Dom Dev	12,4	10,9	12,7	16,6	14,1	12,5	8,9	12,6
5.	Echo	10,1	12,9	13,8	16,5	16,0	15,6	14,6	14,2
6.	ED Invest	x	x	x	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
7.	Gant Development	4,2	4,9	6,0	13,5	18,7	26,7	31,6	15,1
8.	GTC	12,0	10,8	10,7	14,3	11,4	11,1	8,2	11,2
9.	Immofinanz	x	x	x	x	x	x	4,7	4,7
10.	INPRO	x	x	x	x	4,9	0,0	5,5	3,5
11.	JHM	x	x	x	x	3,3	2,9	2,8	3,0
12.	JW. Construction	9,3	4,2	4,7	9,6	9,6	14,8	21,1	10,5
13.	LCC	8,4	3,5	0,0	0,0	6,9	10,0	9,1	5,4
14.	Octava	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
15.	Orco	16,1	17,9	22,6	12,8	16,7	4,2	4,5	13,5
16.	Plaza Centers	7,1	18,3	23,3	26,6	18,7	19,8	26,0	20,0
17.	Polnord	0,0	0,8	8,1	17,5	17,1	15,2	15,0	10,5
18.	PPG	x	x	0,0	0,0	0,9	0,9	1,1	1,0
19.	Rank Progress	x	x	x	11,7	10,3	10,2	18,9	12,7
20.	Robyg	x	x	x	9,6	11,6	14,2	11,8	11,8
21.	Ronson	0,0	0,0	0,0	0,0	11,5	11,2	17,9	13,5
22.	Triton	x	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
23.	Vantage	x	x	x	x	x	2,6	8,5	5,6
24.	Warimpex	0,0	0,0	0,0	0,0	3,3	3,8	6,5	4,6
25.	Wikana	0,0	0,0	0,0	0,0	10,1	11,0	8,3	9,8

x – spółka nie była w danym roku notowana na GPW; \* – dane za III kwartał 2013.

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych przedsiębiorstw deweloperskich notowanych na GPW w latach 2007–2013.

Niepewny jest także los izraelskiej spółki Plaza Centers. W listopadzie 2013 roku zarząd spółki poinformował o braku możliwości spłaty obligacji opiewających na łączną kwotę 33 mln euro. Spółka zadeklarowała przygotowanie planu restrukturyzacji, zakładającego działania prowadzące do zwiększenia płynności (Standard&Poor's 2013).

**Tabela 4**

Relacja zadłużenia z tytułu obligacji do kapitalizacji rynkowej przedsiębiorstw deweloperskich notowanych na GPW w Polsce w latach 2007–2013 (stan na 31 grudnia 2013)

Lp.	Nazwa przedsiębiorstwa	Lata							średnio
		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013*	
w procentach									
1.	Alta	0	0	0	0	0	0	0	0
2.	BBI	13	51	8	11	43	45	44	31
3.	Celtic	0	0	0	0	0	0	0	0
4.	Dom Dev	8	40	19	26	37	26	21	25
5.	Echo	1	61	31	35	62	41	31	37
6.	ED Invest	x	x	x	0	0	0	0	0
7.	<b>Gant Development</b>	<b>5</b>	<b>38</b>	<b>18</b>	<b>56</b>	<b>221</b>	<b>335</b>	<b>1322</b>	<b>285</b>
8.	GTC	8	35	20	29	57	31	28	30
9.	Immofinanz	x	x	x	x	x	x	4	4
10.	INPRO	x	x	x	x	13	0	9	7
11.	JHM	x	x	x	x	6	28	16	17
12.	<b>JW. Construction</b>	<b>6</b>	<b>32</b>	<b>11</b>	<b>15</b>	<b>46</b>	<b>105</b>	<b>110</b>	<b>47</b>
13.	LCC	10	22	0	0	26	32	23	16
14.	Octava	0	0	0	0	0	0	0	0
15.	Orco	0	0	0	0	0	6	8	7
16.	<b>Plaza Centers</b>	<b>2</b>	<b>23</b>	<b>13</b>	<b>26</b>	<b>44</b>	<b>4</b>	<b>217</b>	<b>53</b>
17.	<b>Polnord</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>21</b>	<b>51</b>	<b>117</b>	<b>128</b>	<b>123</b>	<b>63</b>
18.	PPG	x	x	0	0	1	3	4	3
19.	<b>Rank Progress</b>	<b>x</b>	<b>x</b>	<b>x</b>	<b>26</b>	<b>30</b>	<b>24</b>	<b>72</b>	<b>38</b>
20.	Robyg	x	x	x	22	50	47	24	36
21.	<b>Ronson</b>	0	0	0	0	39	40	27	35
22.	Triton	x	0	0	0	0	0	0	0
23.	Vantage	x	x	x	x	x	13	23	18
24.	Warimpex	0	0	0	0	9	7	6	7
25.	Wikana	0	0	0	0	4	53	33	30

x – spółka nie była w danym roku notowana na GPW; \* – dane za III kwartał 2013.

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych przedsiębiorstw deweloperskich notowanych na GPW w latach 2007–2013.

Z kolei sytuacja Echo Investment i Ronson Development, pomimo wysokiego udziału obligacji w strukturze kapitału, wydaje się być dobra. Świadczą o tym np. wysokie zyski, jakie te spółki realizowały w latach 2007–2013. Relacja zadłużenia z tytułu wyemitowanych obligacji do kapitalizacji rynkowej, obliczona dla tych przedsiębiorstw, utrzymuje się

na wysokim poziomie, jednakże wykazuje tendencje spadkowe. Oznacza to, że wartość rynkowa tych przedsiębiorstw rośnie, a zatem ich sytuacja finansowa powinna być oceniona pozytywnie. Rekordową wartość wykazała natomiast relacja zadłużenia z tytułu wyemitowanych obligacji do kapitalizacji rynkowej, obliczona dla Gant Development w 2013 roku, wynosząca 1322%. Z kolei średnia wartość tego wskaźnika, obliczona dla tego samego przedsiębiorstwa, ukształtowała się na poziomie 285% (tabela 4).

Oprócz wspomnianej spółki Gant Development, wysoki średni poziom relacji zadłużenia z tytułu wyemitowanych obligacji do kapitalizacji rynkowej wykazywały spółki J.W Construction (47%), Plaza Centers (53%), Polnord (63%) i Rank Progres (38%). Niepokoić może również wzrost tego wskaźnika obserwowany w badanym okresie, zwłaszcza w przypadku przedsiębiorstw o wysokim zadłużeniu krótkoterminowym i wykazujących niskie zyski bądź straty. Może to bowiem prowadzić do problemów z wypłatą odsetek, a nawet wykupem obligacji i w konsekwencji – kolejnych upadłości.

### **Uwagi końcowe**

W latach 2007–2013 80% przedsiębiorstw deweloperskich notowanych na GPW w Warszawie występowało w roli emitentów obligacji. Środki pozyskane w drodze tych emisji stanowiły źródło finansowania od 9,5% majątku ogółem w 2007 roku do 12,2% w latach 2010–2011. W badanym okresie udział obligacji długoterminowych w strukturze kapitału badanych spółek kształtował się na średnim poziomie wynoszącym 9,0%. Z kolei krótkoterminowa część obligacji stanowiła przeciętnie 1,6% kapitału zaangażowanego ogółem. W przypadku poszczególnych spółek obserwowano zróżnicowane wskaźniki udziału obligacji w strukturze kapitału. Udział ten wynosił średnio od 1,0 do 20% kapitału zaangażowanego ogółem. Najwyższy poziom tego wskaźnika odnotowano w przypadku następujących przedsiębiorstw: Plaza Centers (20,0%), Gant Development (15,1%), co w powiązaniu z wysokim poziomem relacji zadłużenia z tytułu wyemitowanych obligacji do kapitalizacji rynkowej odzwierciedlało złą kondycję spółek. Niemożność wykupu obligacji w terminie oraz spłaty należnych odsetek stała się bezpośrednią przyczyną upadłości Ganta i doprowadziła do poważnych problemów drugiego dewelopera. Oznacza to, że pomimo licznych zalet, obligacje, jako instrument finansowy, mogą stanowić źródło poważnych trudności, zwłaszcza w okresie spadku cen nieruchomości oraz problemów z ich sprzedażą. W efekcie zyski przedsiębiorstw deweloperskich mogą spaść do poziomu, który uniemożliwia terminową obsługę zadłużenia. Podkreślić należy, że symptomem zbliżających się trudności, a nawet upadłości, jest między innymi wysoki poziom relacji zadłużenia z tytułu obligacji do kapitalizacji rynkowej połączony z systematycznym wzrostem tego wskaźnika.

## Literatura

- Catalyst (2012–2013), *Statystyki roczne*, <http://gpwcatalyst.pl> (15.01.2014).
- Duliniec A. (2011), *Finansowanie przedsiębiorstwa. Strategie i instrumenty*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne PWE, Warszawa.
- Duliniec A. (1998), *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Fitch Ratings (1998–2007), *Rating&Rynek*, [www.fitchpolska.com.pl](http://www.fitchpolska.com.pl) (20.02.2013).
- Gabrusewicz W. (2014), *Analiza finansowa przedsiębiorstwa. Teoria i zastosowanie*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne PWE, Warszawa.
- Gostkowska Drzewicka M. (2013), *Struktura finansowania przedsiębiorstw deweloperskich*, „*Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa*”, nr 8 (763), Instytut Organizacji i Zarządzania w Przemśle ORGMASZ, Warszawa, s. 61–74.
- Gostkowska-Dzrewicka M. (2011), *Koniunktura w budownictwie jako czynnik rozwoju rynku deweloperskiego*, „*Stan i tendencje rozwoju rynku nieruchomości*”, *Zeszyty Naukowe* nr 192, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań, s. 203–215.
- Jajuga K. (2009), *Obligacje i akcje*, KNF, Warszawa.
- Jerzemska M. (2013), *Kształtowanie struktury kapitału w przedsiębiorstwie*, w: *Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie*, red. M. Jerzemska, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne PWE, Warszawa, s. 162–199.
- Łaszek J., Augustyniak H., Widlak M., Olszewski K., Gajewski K. (2012), *Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w II kwartale 2012*, Narodowy Bank Polski NBP, Warszawa.
- Pomykańska B., Pomykański P. (2007), *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Prewysz-Kwinto P. (2012), *Catalyst – rynek obligacji GPW w 2,5 roku od otwarcia*, „*Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska*” Sectio H, Vol. XLVI, 4, UMCS, Lublin, s. 699–709.
- Raport niezależnego biegłego rewidenta z przeglądu śródrocznego skonsolidowanego sprawozdania finansowego za okres od 1 stycznia 2012 roku do 30 czerwca 2012 roku* (2012), Deloitte, Warszawa, [www.gielda.gant.pl/pap/zalaczniki/20120831\\_190705\\_0000217235/20120831\\_190705\\_0000217235\\_Raport\\_bieglego\\_rewidenta\\_SSF.pdf](http://www.gielda.gant.pl/pap/zalaczniki/20120831_190705_0000217235/20120831_190705_0000217235_Raport_bieglego_rewidenta_SSF.pdf) (19.01.2014).
- Standards&Poor's (2013), *Credit rating update*, [www.plazacenters.com/index.php?p=financial\\_reports\\_2013](http://www.plazacenters.com/index.php?p=financial_reports_2013) (19.01.2014).
- Szreder J. (2012), *Próba oceny wpływu nowej ustawy deweloperskiej na rynek nieruchomości w Polsce*, „*Studia i Materiały Towarzystwa Naukowego Nieruchomości*”, nr 3, vol. 20, Towarzystwo Naukowe Nieruchomości, Olsztyn, s. 273–283.
- Ostaszewski J., Cicirko T., Kreczmańska-Gigol K., Russel P. (2009), *Finanse spółki akcyjnej*, DIFIN, Warszawa.
- Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach, Dz. U. 2001, nr 120, poz. 1300 wraz z późniejszymi zmianami. [www.gpw.pl/](http://www.gpw.pl/) (15.01.2014).

### THE BONDS IN THE CAPITAL STRUCTURE OF REAL ESTATE DEVELOPMENT COMPANIES LISTED ON WSE

**Abstract:** The purpose of this article is to examine the share of bonds in the capital structure of real estate development companies listed on the WSE. Implementation of such formulated purpose required the application of statistical methods and measures of capital structure. The study covers the years 2007–2013, i.e. the period since the creation of WIG-developers, a sub-sector index includes companies belonging to the real estate development industry. 80% of development companies listed on the WSE assumed the role of bond issuers. The funds raised by these issuances were a source of total assets financing from 9.5% to 12.2%. Despite many advantages, the bonds as a financial instrument, can be a source of serious difficulties, especially in a period of decline in real estate prices and the problems of their sales. As a result, corporate profits can fall

to a level that makes it impossible to service the debt timely. It should be emphasized that the high level of the debt under issued bonds to market capitalization combined with a systematic increase in this indicator, among other things, could be the symptom of serious financial troubles, even bankruptcy.

**Keywords:** source of financing, the developer, debt financial instruments

## **Cytowanie**

Gostkowska-Drzewicka M. (2014), *Obligacje w strukturze kapitału przedsiębiorstw deweloperskich notowanych na GPW*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 802, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 65, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 801–814; [www.wneiz.pl/frfu](http://www.wneiz.pl/frfu).