Mirosław Wypych
Uniwersytet Łódzki

PŁYNNOŚĆ FINANSOWA JAKO DETERMINANTA ZMIAN POZIOMU RENTOWNOŚCI PRZEDSIĘBIORSTW PRZEMYSŁOWYCH W OKRESIE SPOWOLNIENIA GOSPODARCZEGO

Wstęp

Polska odczuła skutki globalnego kryzysu ekonomicznego na mniejszą skalę niż inne kraje, niemniej jednak i u nas tempo wzrostu gospodarczego uległo wyraźnemu wyhamowaniu. Konsekwencją spowolnienia gospodarczego było między innymi osłabienie kondycji ekonomicznej przedsiębiorstw przemysłowych, o czym świadczy spadek rentowności i pogorszenie płynności finansowej.

Celem artykułu jest wykazanie, czy i w jakim stopniu w okresie spowolnienia zmiany poziomu rentowności determinowane są zmianami poziomu płynności. W literaturze zdania na temat zależności między rentownością a płynnością są podzielone. Przykładowo Sierpińska i Jachna (2004) stwierdzają, że w krótkim okresie istnieje sprzeczność między płynnością finansową i rentownością. Z kolei Paździor (2009), na podstawie analizy korelacyjnej między wskaźnikiem bieżącej płynności finansowej a wskaźnikami rentowności sprzedaży i rentowności kapitału własnego przeprowadzonej dla spółek giełdowych z indeksu WIG-40, wykazał, że w odniesieniu do przedsiębiorstw przemysłowych zależność taka występuje. Na podstawie otrzymanych wyników możliwe więc będzie ustosunkowanie się do obu poglądów.

Do realizacji tak sformułowanego celu wykorzystano analizę wskaźnikową, bazując na informacjach publikowanych przez Główny Urząd Statystyczny. Dane statystyczne dotyczące wyników finansowych podmiotów gospodarczych umożliwiają zastosowanie analizy wskaźnikowej nie tylko do oceny sytuacji finanso-

wej pojedynczych przedsiębiorstw, ale i ich zbiorowości, zgodnie z systematyzacją ujętą w Polskiej Klasyfikacji Działalności. Rentowność i płynność finansowa są szczególnie doceniane przez GUS, informacje z tych obszarów charakteryzuje znaczny stopień szczegółowości, co z punktu widzenia analizy wskaźnikowej jest niezwykle cenne.

1. Relacje między rentownością i płynnością finansową

Sformułowanie mówiące o tym, że przedsiębiorstwo funkcjonujące według zasad rynkowych powinno być rentowne, wydaje się sloganem, jednak jest w pełni zasadne. Rentowność uznaje się za najważniejsze kryterium oceny działalności przedsiębiorstwa. Rentownością zainteresowani są zarówno właściciele przedsiębiorstwa, menedżerowie zarządzający przedsiębiorstwem, jak i agendy rządowe, co szeroko komentuje m.in. Helfert (2004). Wykazywanie zysku stwarza właścicielom przedsiębiorstwa możliwość zwrotu zainwestowanych kapitałów w postaci wypłacanych dywidend. Zatrzymywanie zysku stanowi ważne źródło finansowania inwestycji, co sprzyja rozwojowi przedsiębiorstwa i umacnianiu jego pozycji rynkowej. Część wypracowanego zysku zasila budżet publiczny podatkiem dochodowym. Zysk jest najbardziej ogólnym i wszechstronnym miernikiem oceny działalności przedsiębiorstwa, o czym przesądzają jego walory (Szyszko i Szczepański 2003):

- odzwierciedla efekty działalności,
- ma syntetyczny charakter,
- ma szerokie pole recepcji,
- jest zawsze skwantyfikowany.

Z interesującego nas punktu widzenia istotny jest związek między rentownością a płynnością finansową. Najogólniej ujmując, płynność finansowa to zdolność do terminowego regulowania zobowiązań krótkoterminowych. Zdolność ta warunkuje możliwość bezpiecznej egzystencji przedsiębiorstwa, ciągłości realizowania procesów gospodarczych. Jak stwierdzają Sierpińska i Wędzki (2001), brak płynności grozi utratą reputacji i jest wstępem do bankructwa, prowadzi bowiem do zmniejszenia zaufania dawców kapitału oraz kontrahentów dostarczających surowce i materiały. Przedsiębiorstwo nieposiadające płynności ma ograniczone możliwości udzielania kredytu kupieckiego odbiorcom, czego konsekwencją jest kurczenie się obszaru działania na rynku. W dłuższej perspektywie zmniejsza się potencjał dochodowy przedsiębiorstwa, co przekłada się na spadek rentowności.

Rentowność i płynność finansowa mogą być rozpatrywane nie tylko jako zjawiska mikroekonomiczne, to znaczy na poziomie konkretnego przedsiębiorstwa, ale również w odniesieniu do zbiorów przedsiębiorstw. Jak wspomniano, użytecznym narzędziem oceny kondycji finansowej, w tym również płynności i rentowności, jest analiza wskaźnikowa. Źródłem informacji do analizy wskaźnikowej dla zbiorów

przedsiębiorstw są m.in. publikacje statystyczne. Zawierają one sumaryczne zestawienie wielkości ujmowanych w sprawozdaniach finansowych przedsiębiorstw. Wyniki finansowe prezentowane są według podstawowego rodzaju działalności prowadzonej przez przedsiębiorstwo na poziomie sekcji (dla przemysłu przetwórczego również na poziomie działów), zgodnie z Polską Klasyfikacją Działalności.

Do oceny zależności między rentownością a płynnością zastosować można metody ilościowe powszechnie wykorzystywane przez analityków finansowych. Szczególnie przydatna jest analiza przyczynowa, określana także mianem analizy czynnikowej lub analizy Du Ponta" (od nazwy firmy *Du Pont Corporation*, która ją spopularyzowała). Bliżej opisują ją między innymi Walczak (2007), Sierpińska i Jachna (2004), Czekaj i Dresler (2001). Idea analizy czynnikowej sprowadza się do dekompozycji określonego wskaźnika finansowego, czyli przedstawienie go za pomocą zależności od innych relacji finansowych (wskaźników cząstkowych). Wskaźnik podlegający dekompozycji traktowany jest jako podstawowy, natomiast zadaniem wskaźników cząstkowych jest merytoryczne objaśnienie wskaźnika podstawowego. Dodatkowo posługując się takimi metodami rachunkowymi, jak metoda kolejnych podstawień, metoda reszty czy metoda funkcyjna, możliwe jest określenie siły oddziaływania poszczególnych czynników na poziom wskaźnika podstawowego.

Jeżeli jako wskaźnik podstawowy uznamy rentowność kapitału własnego (ROE), wówczas zależność między rentownością a determinantami określającymi jej poziom zapiszemy[1]:

$$ROE = \frac{ZN}{KW} \cdot \frac{AO}{ZK} \cdot \frac{A}{AO} \cdot \frac{ZOB}{KW} \cdot \frac{ZK}{ZOB} \cdot \frac{S}{A} \cdot \frac{ZO}{S} \cdot \frac{ZN}{ZO} .$$

gdzie:

ROE – wskaźnik rentowności kapitału własnego,
ZN – zysk netto (wynik finansowy netto),
ZO – zysk operacyjny (wynik finansowy ze sprzedaży; różnica między przychodami ze sprzedaży a kosztami uzyskania tych przychodów),
KW – wartość kapitałów własnych (stan przeciętny),
S – przychody ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów,
A – wartość aktywów ogółem (stan przeciętny),
ZD – wartość zadłużenia długoterminowego (stan przeciętny),
ZK – wartość zadłużenia krótkoterminowego (stan przeciętny),
ZOB – wartość rezerw na zobowiązania i zobowiązań ogółem (stan przeciętny).

[1] W podobny sposób można rozpisać na elementy składowe inne mierniki rentowności, np. stopę ROE lub ROI.

Stopa rentowności kapitału własnego *ROE* została rozpisana na siedem relacji (wskaźniki cząstkowe). Oddziaływanie płynności finansowej na rentowność uwzględnione jest w czterech wzajemnie ze sobą powiązanych relacjach wymienionych w pierwszej kolejności. Są to:

- wskaźnik bieżącej płynności finansowej (relacja aktywów obrotowych do zobowiązań krótkoterminowych), uznawany za podstawowy miernik poziomu płynności finansowej: aktywa obrotowe jako składniki majątku, które stosunkowo szybko można zamienić na gotówkę, stanowią zabezpieczenie zobowiązań krótkoterminowych;
- wskaźnik struktury aktywów, rozumianej jako stosunek aktywów ogółem do aktywów obrotowych: jego odwrotność informuje o udziale aktywów obrotowych w aktywach ogółem; wzrost poziomu relacji *A/AO* prowadzi do pogorszenia bieżącej płynności finansowej, jeżeli przedsiębiorstwo nie zredukuje odpowiednio swoich płatności bieżących, z kolei zwiększanie udziału aktywów obrotowych osłabia możliwości korzystania z efektu dźwigni operacyjnej;
- wskaźnik struktury kapitałowej *(ZOB/KW)* charakteryzuje stopień zadłużenia przedsiębiorstwa i odzwierciedla mechanizm dźwigni finansowej: dodatni efekt dźwigni wymaga spełnienia warunku, aby koszt pozyskania kapitałów obcych nie był wyższy od rentowności całego kapitału zaangażowanego w finansowanie przedsiębiorstwa; korzystanie z długu generuje koszty jego obsługi bieżącej, co zmniejsza zdolność do terminowego regulowania zobowiązań;
- wskaźnik czasowej struktury zadłużenia (*ZK/ZOB*) wyraża udział zobowiązań krótkoterminowych w zobowiązaniach ogółem. Wysoki udział zobowiązań krótkoterminowych w łącznej kwocie długu, z jednej strony, wpływa pozytywnie na rentowność (koszt pozyskania obcego kapitału krótkoterminowego jest z reguły niższy w porównaniu z kosztem kapitału długoterminowego), z drugiej jednak - im większy jest ten udział, tym trudniej jest terminowo regulować płatności bieżące.

Oczywiste jest, że wzrost poziomu każdej z wymienionych relacji sprzyja poprawie rentowności. Rozpatrując jednak te relacje z punktu widzenia ich wpływu na płynność finansową, oddziaływanie to nie jest jednokierunkowe. Oznacza to, że zależność między rentownością a płynnością nie ma charakteru bezpośredniego i ocena tej zależności jedynie na podstawie wskaźnika bieżącej płynności finansowej może prowadzić do błędnych wniosków.

Pozostałe trzy relacje uwzględnione w podanej formule odzwierciedlają przede wszystkim oddziaływanie uwarunkowań rynkowych, w dużej mierze niezależnych od przedsiębiorstwa. Relacja *S/A*, określana mianem wskaźnika rotacji aktywów, charakteryzuje sprawność organizacyjną przedsiębiorstwa i informuje o efektywności gospodarowania jego majątkiem, natomiast relacja *ZO/S*, nazywana wskaź-

nikiem marży brutto, charakteryzuje sprawność marketingową przedsiębiorstwa, ponieważ jej poziom zależy od powiązań przedsiębiorstwa z rynkami zbytu wyrobów i rynkami zaopatrzenia w czynniki produkcji. W sytuacji spowolnienia gospodarczego wpływ na kształtowanie się obu relacji mają ograniczenia popytowe i związane z tym niepełne wykorzystanie mocy wytwórczych. Prowadzi to do obniżenia przychodów i konieczności ponoszenia kosztów stałych, mimo niepełnego wykorzystania zdolności produkcyjnych. W konsekwencji wolumen zysku zmniejszenia się.

Wymieniona jako ostatnia relacja *ZN/ZO* nosi nazwę współczynnika wpływu sfery pozaoperacyjnej. Zysk netto wyraża końcowy wynik finansowy przedsiębiorstwa, jego poziom zależy od kwoty zysku operacyjnego, od stopnia zadłużenia (koszty odsetek) i od skali obciążeń fiskalnych z tytułu podatku dochodowego. Wpływ na wynik finansowy netto mogą mieć także zyski i straty nadzwyczajne.

2. Spowolnienie gospodarcze a rentowność przedsiębiorstw przemysłowych

Kryzys na rynkach finansowych, którego pierwsze symptomy zaobserwowano w połowie 2007 r. w USA, szybko rozprzestrzenił się na rynki finansowe innych państw i co istotniejsze – jego konsekwencje znalazły przełożenie na sferę realną. W wysoko rozwiniętych krajach Unii Europejskiej, z którymi Polskę łączą silne więzy gospodarcze, kryzys finansowy przerodził się w recesję. Tak więc spowolnienie w polskiej gospodarce ma swoje uwarunkowania zewnętrzne wynikające z członkostwa w UE. Wskaźniki ilustrujące symptomy spowolnienia oraz będące jego następstwem konsekwencje dla przemysłu, wyrażające się w spadkowej tendencji przychodów ze sprzedaży oraz rentowności, przedstawiono w tabeli 1.

Tabela 1. Wybrane wielkości makroekonomiczne w gospodarce polskiej w latach 2005-2008 (ujęcie kwartalne, w %)

Rok i kwartał		Analogiczny okres poprzedniego roku = 100				Stopa bezrobocia	Rentowność netto sprzedaży w przemyśle
		Produkt krajowy brutto	Eksport	Nakłady na środki trwałe	Produkcja sprzedana przemysłu		
2007	I	107,5	111,2	123,8	112,2	14,3	7,5
	II	106,6	108,0	119,0	108,8	12,3	7,6
	III	106,6	109,0	116,7	108,1	11,6	6,8
	IV	106,6	108,4	115,2	109,9	11,2	6,5
	I-IV	106,8	109,1	117,6	109,7	X	7,0

Rok i kwartał		Analogiczny okres poprzedniego roku = 100				Stopa bezrobocia	Rentowność netto sprzedaży w przemyśle
		Produkt krajowy brutto	Eksport	Nakłady na środki trwałe	Produkcja sprzedana przemysłu		
2008	I	106,2	111,1	115,7	108,2	10,9	6,1
	II	106,0	108,5	115,2	107,0	9,4	6,1
	III	105,1	107,1	103,5	102,2	8,9	4,2
	IV	103,0	97,4	103,5	93,7	9,5	- 1,9
	I-IV	104,8	105,8	107,9	102,5	X	3,6
2009	I	100,8	73,1	101,0	90,0	11,1	3,4
	II	101,1	80,6	97,0	93,3	10,6	6,8
	I-VI	101,0	77,2			X	5,1

Źródło: obliczenia własne na podstawie (GUS 2009a).

Wyraźne osłabienie tempa wzrostu gospodarczego w Polsce obserwujemy dopiero w drugiej połowie 2008 r. Łatwo zauważyć, że istotnymi determinantami zmian w poziomie PKB są eksport oraz inwestycje w środki trwałe. Dynamika produkcji sprzedanej przemysłu wyprzedza dynamikę PKB do drugiej połowy 2008 r., jeszcze w III kwartale poziom produkcji sprzedanej przemysłu był nieco wyższy porównaniu z analogicznym kwartałem poprzedniego roku, jednak potem nastąpił drastyczny spadek wartości produkcji sprzedanej. W skali całego roku dynamika produkcji sprzedanej była wyraźnie niższa w porównaniu z poprzednim rokiem. Zmiany koniunkturalne w gospodarcze rzutują także na rynek pracy. O ile w III kwartale 2008 r. odnotowano jeszcze spadek stopy bezrobocia, to pod koniec roku tendencja w tym obszarze uległa odwróceniu. Stosunkowo szybko, bo już w II kwartale 2009 r., daje się zauważyć poprawę wskaźników makroekonomicznych.

Ważna z punktu widzenia niniejszego opracowania jest informacja o poziomie rentowności przemysłu. Wskaźnik rentowności netto sprzedaży (relacja wyniku finansowego netto do przychodów ze sprzedaży) od I kwartału 2008 r. wykazywał tendencję spadkową, a w czwartym kwartale osiągnął wartość ujemną. W całym 2008 r. poziom tego wskaźnika był niemal dwukrotnie niższy w porównaniu z poprzednim okresem. Od początku 2009 r. rentowność sprzedaży w przemyśle ulega wyraźnej poprawie: w II kwartale wskaźnik rentowności zbliżył się do poziomu obserwowanego w 2007 r.

W uzupełnieniu dodajmy, że nie wszystkie dziedziny przemysłu w jednakowym stopniu odczuwają skutki spowolnienia. W stosunkowo najtrudniejszej sytuacji znalazły się branże uzależnione od surowców importowanych (wzrost kosztów ich pozyskania wynikający z osłabienia złotego). Wyraźnie jest to widoczne na przy-

kładzie przemysłu rafineryjnego, charakteryzującego się najwyższym przyrostem przychodów ze sprzedaży (w 2008 r. o 28,9% w porównaniu z 2007 r.) i jednocześnie najwyższym spadkiem wyniku finansowego netto (aż o 96%) – w rezultacie wskaźnik rentowności netto sprzedaży obniżył się tu z 5,3% w 2007 r. do zaledwie 0,2% w 2008 r. Relatywnie duży spadek rentowności odnotowały przemysły surowcowe oraz wytwarzające dobra inwestycyjne: drzewny, metalurgiczny oraz maszynowy, a także włókienniczy i samochodowy. Wyjątkowo korzystnie pod względem wyników finansowych prezentuje się natomiast górnictwo, które było jedyną dziedziną przemysłu wykazującą w 2008 r. wyższy wynik finansowy w porównaniu z poprzednim rokiem.

Na podstawie analizy tendencji rozwojowych polskiej gospodarki można przyjąć, że analiza czynnikowa rentowności powinna ograniczyć się do 2008 r., a jako bazę odniesienia należy przyjąć 2007 r. Zostanie wykazane wówczas, które z czynników w największym stopniu przyczyniły się do obniżenia poziomu rentowności, a w szczególności, jaką rolę w tym względzie odegrało pogorszenie płynności finansowej. Informacje o sytuacji finansowej przedsiębiorstw przemysłowych w latach 2007 i 2008 podano w tabeli 2.

W 2008 r. wartość przychodów ogółem była wprawdzie wyższa niż w 2007 r., jednak relatywnie wysoki wzrost kosztów spowodował, że zysk netto był niższy aż o 38,4%. Znacząco zmniejszył się udział przedsiębiorstw rentownych w ogólnej liczbie przedsiębiorstw (z 82,6 do 76,7%), a w jeszcze w większym stopniu zmalał udział przedsiębiorstw rentownych w przychodach ogółem (z 88,3 do 76,3%). W rezultacie wskaźnik rentowności kapitału własnego obniżył się niemal dwukrotnie (z 14,1 do 7,6%), a wartość kapitałów własnych zwiększyła się zaledwie o 3%. Natomiast w stosunkowo niedużym stopniu pogorszeniu uległ wskaźnik bieżącej płynności finansowej (z 1,50 do 1,42).

Tabela 2. Wybrane charakterystyki sytuacji finansowej przemysłu w latach 2007-2008

Wyszczególnienie	Jednostka miary	2007	2008
Przychody z całokształtu działalności	mld zł	996,9	1.070,8
	rok poprzedni = 100	113,1	107,4
Wynik finansowy netto	mld zł	57,3	35,3
	rok poprzedni = 100	122,1	61,5
Wartość kapitału własnego przedsiębiorstw przemysłowych *	mld zł	456,4	469,9
	rok poprzedni = 100	128,5	103,0
Rentowność kapitału własnego (ROE)	%	14,2	7,6

Wyszczególnienie	Jednostka miary	2007	2008
Udział liczby przedsiębiorstw wykazujących zysk netto w ogólnej liczbie przedsiębiorstw	%	82,6	76,7
Udział przychodów przedsiębiorstw wykazujących zysk netto w przychodach przedsiębiorstw ogółem	%	88,3	76,3
Wskaźnik bieżącej płynności finansowej *	Relacja	1,50	1,42

* Stan na koniec roku.
Źródło: opracowanie własne na podstawie (GUS 2007, 2008).

Rezultaty analizy czynnikowej stopy rentowności ROE przeprowadzonej zgodnie z opisaną metodyką, przedstawiono w tabeli 3. Oprócz bezwzględnych wartości wskaźników cząstkowych, ocenie poddano siłę ich wpływu na zmianę poziomu rentowności. Wykorzystano w tym celu metodę różnicowania oraz metodę podstawień bazowych. Metoda różnicowania stanowi modyfikację metody podstawień łańcuchowych i jest często prezentowana w literaturze poświęconej analizie finansowej (Sierpińska i Jachna 2004; Jarzemowska 2006). Podstawowym mankamentem obu metod jest zależność wyników obliczeń od zastosowanej kolejności podstawień. Wady tej pozbawiona jest mniej znana ale godna polecenia metoda podstawień bazowych.

Metoda podstawień bazowych polega na obliczeniu wartości hipotetycznej analizowanego wskaźnika podstawowego (w naszym przypadku stopa *ROE*). Wartość hipotetyczną *ROE* obliczamy przy założeniu, że poziom relacji (wskaźnika cząstkowego), której oddziaływanie podlega ocenie, przyjmuje się według stanu z okresu bazowego, natomiast poziom pozostałych relacji według stanu z okresu badanego. Jeżeli obliczona wartość hipotetyczna *ROE* jest niższa od wartości rzeczywistej *ROE* w okresie badanym, to oznacza, że czynnik charakteryzowany przez daną relację ma dodatni wpływ na zmiany poziomu wskaźnika rentowności i odwrotnie – wyższa wartość hipotetyczna od wartości rzeczywistej świadczy o oddziaływaniu ujemnym na zmiany poziomu wskaźnika podstawowego. Siła oddziaływania wskaźnika cząstkowego oceniana jest na podstawie różnicy między wartością hipotetyczną a wartością rzeczywistą wskaźnika podstawowego.

Analiza danych z tabeli 3. wskazuje, że zdecydowanie największy wpływ na obniżenie rentowności miało zmniejszenie marży zysku operacyjnego. Jak już zwrócono uwagę, konsekwencją spowolnienia było między innymi wyhamowanie dynamiki przychodów ze sprzedaży i niepełne wykorzystanie mocy wytwórczych przedsiębiorstw. Koszty własne sprzedanych produktów rosły w większym stopniu niż przychody. Zysk operacyjny w 2008 r. był o 8,9% mniejszy w porównaniu z 2007 r., a marża zysku operacyjnego obniżyła się z 6,9 do 4,1%. Gdyby

w 2008 r. relacja *ZO/S* kształtowała się na poziomie z 2007 r. (wartości pozostałych relacji według stanu w 2008 r.), wówczas wskaźnik *ROE* wyniósłby nie 7,6 ale 12,7%.

Tabela 3. Rentowność kapitału własnego w przedsiębiorstwach przemysłowych w latach 2007 i 2008 oraz czynniki determinujące zmiany jej poziomu

Wyszczególnienie i oznaczenie relacji finansowych		Wartości bezwzględne relacji		Siła oddziaływania relacji na zmianę stopy ROE	
		2007	2008	metoda różnicowania	metoda podstawień bazowych
Rentowność kapitału własnego	ROE (%)	14,2	7,6	ΔROE = - 6,6	ROE = 7,6
Bieżąca płynność finansowa	AO / ZK	1,45	1,38	(0,69)	8,0
Struktura aktywów	AKT / AO	2,463	2,542	0,43	7,3
Struktura kapitałowa	ZOB / KW	0,841	0,844	0,05	7,5
Czasowa struktura zadłużenia	ZK / ZOB	0,612	0,621	0,21	7,5
Rotacja aktywów	S / AKT	1,334	1,254	(0,85)	8,1
Marża zysku operacyjnego	ZO / S (%)	6,9	4,1	(5,42)	12,7
Wpływ sfery pozaoperacyjnej	ZN / ZO	0,839	0,801	(0,36)	7,9

Źródło: obliczenia własne na podstawie (GUS 2008 a, 2008b, 2009a, 2009b).

Następstwem wyhamowania dynamiki przychodów ze sprzedaży i niepełnego wykorzystania mocy produkcyjnych było także zmniejszenie szybkości „odtwarzania" aktywów poprzez sprzedaż produktów, o czym świadczy niższy poziom wskaźnika rotacji aktywów. Dopiero na trzecim miejscu jako czynnik determinujący spadek poziomu rentowności znajduje się płynność finansowa. Okazuje się więc, że spowolnienie nie doprowadziło do drastycznego pogorszenia płynności finansowej. Można sądzić, że wpływ na to miały zarówno zmiany w strukturze majątku obrotowego i zobowiązań krótkoterminowych, będące następstwem decyzji zarządów przedsiębiorstw, jak i ograniczeń w kredytowaniu wprowadzonych przez banki. Tylko w odniesieniu do trzech czynników można mówić o pozytywnym oddziaływaniu poziomu stopy ROE. Dotyczy to zmian struktury aktywów, struktury własnościowej kapitału oraz czasowej struktury zobowiązań. Jednak łączna siła ich oddziaływania na poziom stopy ROE, określona na podstawie metody podstawień bazowych, wynosi zaledwie 0,3 pkt. proc., a więc stosunkowo niewiele.

3. Analiza struktury majątku obrotowego i zobowiązań krótkoterminowych

W warunkach spowolnienia gospodarczego należy liczyć się nie tylko ze spadkową tendencją rentowności przedsiębiorstw, ale i ze wzrostem zagrożenia niewypłacalnością. Podstawowym miernikiem oceny zagrożenia niewypłacalnością jest wskaźnik bieżącej płynności finansowej. Jak już wiadomo, poziom tego wskaźnika w sektorze przedsiębiorstw przemysłowych obniżył się z 1,50 w 2007 r. do 1,42 w 2008 r. (stan na koniec roku), co można ocenić pozytywnie, jeżeli bazą odniesienia jest skala spadku poziomu rentowności. Podobnie przedstawia się sytuacja, gdy pod uwagę weźmiemy wskaźnik płynności II stopnia (tzw. wskaźnik szybki) – jego poziom zmniejszył się w okresie objętym analizą z 1,01 do 0,97 oraz wskaźnik płynności I stopnia (tzw. wskaźnik gotówki) – w zasadzie nie uległ zmianie (w 2007 r. 0,330, w 2008 r. 0,329). Czy zatem spowolnienie faktycznie nie miało wpływu na relacje między wartością majątku obrotowego a wartością zobowiązań krótkoterminowych i nie wywołało zmian w strukturze majątku obrotowego i strukturze zobowiązań? Odpowiedź na tak sformułowane pytanie otrzymujemy, analizując dane zawarte w tabeli 3.1. Aby analiza była bardziej pogłębiona, uwzględniono podział przemysłu na sekcje.

Stwierdzamy, że podstawową przyczyną obniżenia poziomu płynności finansowej był wzrost zadłużenia z tytułu kredytów i pożyczek oraz tzw. zobowiązań nieoperacyjnych, obejmujących głównie zobowiązania publicznoprawne oraz zobowiązania z tytułu wynagrodzeń. Odnosi się to zwłaszcza do przemysłu przetwórczego. Pierwszy z tych czynników odegrał również istotną rolę w obniżeniu płynności przedsiębiorstw wytwarzających i dostarczających energię, gaz i wodę. Z kolei wzrost płynności finansowej, zauważalny w górnictwie, to głównie rezultat redukcji zadłużenia z tytułu kredytów i pożyczek (z 620 mln zł w 2007 r. do 530 mln zł w 2008 r.) oraz zwiększania stanu należności krótkoterminowych (o 25%).

Należy zwrócić uwagę na wysoki poziom wskaźników płynności I stopnia w odniesieniu do górnictwa i przedsiębiorstw wytwarzających i dostarczających energię, gaz i wodę. Udział inwestycji krótkoterminowych w aktywach obrotowych w 2008 r. w górnictwie wynosił aż 44,5%, a w przedsiębiorstwach wytwarzających i dostarczających energię, gaz i wodę 37,8% (w przemyśle ogółem 22,3%). Wysoki poziom płynności I stopnia należy wiązać ze stosunkowo niskim zakresem korzystania przez przedsiębiorstwa należące do tych sekcji przemysłu z kredytów i pożyczek. Udział tej formy finansowania w zobowiązaniach krótkoterminowych w górnictwie w 2008 r. wyniósł zaledwie 5,9%, w przemyśle zaopatrzenia w energię, gaz i wodę 13,6%, natomiast w przemyśle przetwórczym 19,5%.

Podstawowym źródłem finansowania krótkoterminowego jest kredyt kupiecki. Przedsiębiorstwa, korzystając z kredytu kupieckiego, również same udzielają kredytu kupieckiego odbiorcom. Przeciętny okres cyklu należności jest nawet nieco dłuższy od cyklu zobowiązań, w szczególności dotyczy to przedsiębiorstw wytwa-

rzających i dostarczających energię, gaz i wodę (wynika to ze specyfiki tej dziedziny przemysłu). Z wyjątkiem górnictwa, cykle ulegają skróceniu, co oznacza, że w miarę pogorszenia płynności finansowej przedsiębiorstwa stosują bardziej restrykcyjną politykę w zakresie udzielania kredytu kupieckiego. Skrócenie cyklu kapitału obrotowego netto spowodowane jest zmianami w strukturze finansowania przedsiębiorstw (wzrost udziału zobowiązań krótkoterminowych w zobowiązaniach ogółem) – poziom kapitału obrotowego netto zmniejszył się ze 101,7 mld zł w 2007 r. do 95,3 mld zł w 2008 r., gdy tymczasem wartość przychodów ze sprzedaży wzrosła o 8,0%.

Tabela 4. Charakterystyka płynności finansowej przedsiębiorstw w przekroju sekcji przemysłu w latach 2007 i 2008 (stan na 31.12)

Wyszczególnienie		Przemysł ogółem	Przetwórstwo przemysłowe	Górnictwo	Wytwarzanie i zaopatrzenie w energię, gaz i wodę
Zmiana wartości aktywów obrotowych (AO) – relacja 2008/2007					
ogółem, w tym		1,085	1,068	1,138	1,179
Zapasy		1,069	1,047	1,030	1,621
Należności krótkoterminowe		1,074	1,056	1,250	1,161
Inwestycje krótkoterminowe		1,096	1,088	1,134	1,107
Zmiana wartości zobowiązań krótkoterminowych (ZK) – relacja 2008/2007					
ogółem, w tym		1,149	1,048	1,069	1,230
Kredyty bankowe i pożyczki		1,215	1,194	0,855	1,553
Z tytułu dostaw i usług		1,052	1,025	1,141	1,269
Zobowiązania nieoperacyjne		1,272	1,331	1,054	1,126
Struktura aktywów obrotowych i zobowiązań krótkoterminowych (w %)					
Udział zapasów w AO	2007	29,9	33,2	23,0	9,5
	2008	29,5	32,5	20,8	13,0
Udział należności w AO	2007	45,8	46,5	28,1	47,5
	2008	45,3	45,9	30,9	46,7
Udział kredytów i pożyczek w ZK	2007	17,2	18,6	7,4	10,8
	2008	18,2	19,5	5,9	13,6
Udział należności z tytułu dostaw w ZK	2007	51,1	53,4	34,2	40,7
	2008	46,8	48,0	36,5	42,0

Wyszczególnienie		Przemysł ogółem	Przetwórstwo przemysłowe	Górnictwo	Wytwarzanie i zaopatrzenie w energię, gaz i wodę
Wskaźniki płynności finansowej					
Płynność finansowa I stopnia (gotówkowa)	2007	0,33	0,28	0,64	0,62
	2008	0,33	0,26	0,68	0,55
Płynność finansowa II stopnia (przyspieszona)	2007	1,01	0,97	1,04	1,34
	2008	0,97	0,91	1,15	1,24
Płynność finansowa III stopnia (bieżąca)	2007	1,50	1,50	1,43	1,52
	2008	1,42	1,40	1,53	1,46
Wskaźniki cyklu w dniach					
Cykl kapitału obrotowego netto	2007	41	42	36	37
	2008	36	36	41	33
Cykl należności z tytułu dostaw i usług	2007	47	49	27	41
	2008	45	49	30	25
Cykl zobowiązań z tytułu dostaw i usług	2007	42	44	28	29
	2008	36	41	32	19

Źródło: obliczenia własne na podstawie (GUS 2008b, 2009c, 2009d).

Reasumując, w 2008 r. w przemyśle jako całości poziom płynności finansowej obniżył się, lecz skala tego zjawiska nie jest na tyle istotna, aby przyczyniła się do powstania zatorów płatniczych czy masowego bankructwa przedsiębiorstw. Ogólnie bowiem poziom płynności finansowej polskich przedsiębiorstw jest dość wysoki. Dzięki korzystnym uwarunkowaniom makroekonomicznym od kilku lat występowała tendencja rosnąca wskaźników płynności (w 2004 r. wskaźnik bieżącej płynności kształtował się na poziomie 1,29).

Zakończenie

Na podstawie przedstawionych w artykule rozważań można wnioskować, że między rentownością a płynnością istnieje zależność, jednak nie jest ona na tyle istotna, aby zmiany w poziomie płynności finansowej uznawać za dominujący czynnik zmian poziomu rentowności. Okazuje się, że w warunkach spowolnienia gospodarczego o spadkowej tendencji rentowności przedsiębiorstw przemysłowych decy-

dują przede wszystkim ograniczenia popytowe, prowadzące do niepełnego wykorzystania zdolności produkcyjnych i zmniejszenia przychodów ze sprzedaży. Spowolnienie gospodarcze wymusza jednocześnie na przedsiębiorstwach oraz na podmiotach finansujących przedsiębiorstwa podejmowanie decyzji ograniczających ryzyko utraty płynności. Znajduje to wyraz między innymi w dostosowywaniu struktury aktywów obrotowych i zobowiązań krótkoterminowych do zmieniających się warunków prowadzenia działalności gospodarczej.

Bibliografia

Czekaj J., Dresler Z. (2001), *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii*, PWN, Warszawa.

GUS (2008a), Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych 2007, Warszawa.

GUS (2008b) Wybrane kategorie makroekonomiczne w układzie polskiej klasyfikacji działalności (PKD 2004) aneks do Biuletynu Statystycznego, nr 2

GUS (2009a), Kwartalne mierniki makroekonomiczne, www.stat.gov.pl.

GUS (2009b), Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych 2008, Warszawa.

GUS (2009c) Wybrane kategorie makroekonomiczne w układzie polskiej klasyfikacji działalności (PKD 2004) aneks do Biuletynu Statystycznego, nr 2.

GUS (2009d) Wyniki i nakłady przemysłu 2008, Warszawa.

Helfert E.A. (2004), *Techniki analizy finansowej*, PWE, Warszawa.

Jarzemowska M., red. (2006), *Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa.

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

Sierpińska M., Wędzki *D.* (2001), *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

Paździor A. (2009), *Zależność między płynnością a rentownością spółek notowanych na GPW w Warszawie* [w:] M. Sierpińska (red.), *Zarządzanie finansami we współczesnych przedsiębiorstwach* Vizja Press & IT, Warszawa.

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

Walczak M. red. (2007), *Analiza Finansowa w zarządzaniu współczesnym przedsiębiorstwem*, Difin, Warszawa.

FINANCIAL LIQUIDITY AS A DETERMINANT CHANGE OF PROFITABILITY INDUSTRY ENTERPRISES IN PERIOD OF ECONOMIC SLOWDOWN

Summary

Stunt GDP growth in Poland, as a consequence global economic crisis lead to deterioration financial situation of industry enterprises. Image of this, is decreasing profitability and financial liquidity after 2007. Main goal of this paper is to prove, that in time of slowing economy, exist linkages between profitability and financial liquidity, detailed, how strong is change of profitability cause of change level of liquidity. Basement of realizing main goal, ware data Central Statistical Office of Poland, with using very often methods in economics research (indicators analysis, cause analysis, compare in time). Main conclusion in research, was proposal that between profitability and financial liquidity is dependence but isn't so strong, that would be definitive treated lower liquidity as main cause of falling down profitability. About negative trends of profitability in industry, which ware determined slowing economy, decided demand limitation, which decided about part time of using production power and decreasing incomes of enterprises.