

Beata Szczecińska

ANALIZA FINANSOWA WYBRANYCH PRZEDSIĘBIORSTW PRZEMYSŁU SPOŻYWCZEGO

FINANCIAL ANALYSIS OF SELECTED FOOD INDUSTRY COMPANIES

Katedra Analizy Systemowej i Finansów, Zachodniopomorski Uniwersytet Technologiczny w Szczecinie
ul. Klemensa Janickiego 31, 71–270 Szczecin, e-mail: beata.szczecinska@zut.edu.pl

Summary. The article analyzes the structure of financing of public companies in the food industry listed on the Stock Exchange in Warsaw. In addition, it was attempted to determine the impact of this structure onto increase the labor force equity. The object of the research was sixteen companies, and the period of research covered three years 2010–2012. In the first phase it was calculated basic financial ratios, which allowed to compare performance of the examined enterprises. Then the degree of financial leverage was determined as well as financial position of all companies. Monitoring of the financial leverage by management of companies can facilitate decisions about sources of capital and its influence on competitive position of companies. Lack of attempt to improve financial situation can provoke shareholders would get rid of papers what will deepening market situation of companies.

Słowa kluczowe: stopień dźwigni finansowej, struktura kapitałów, wskaźnik rentowności kapitałów własnych.

Key words: capital structure, degree of financial leverage, return on equity.

WSTĘP

Każde przedsiębiorstwo, bez względu na to, w jakim sektorze gospodarki funkcjonuje, chce osiągnąć sukces rynkowy. O rynkowym sukcesie przedsiębiorstwa można mówić wtedy, gdy osiąga ono lepsze, niż przeciętne, wyniki w danym sektorze, co przejawia się w postaci dużo większego zysku i znacznego udziału w rynku. Warunkiem rynkowego sukcesu jest osiągnięcie przewagi konkurencyjnej w stosunku do działającej na rynku konkurencji (Repetowski 2010). Konkurencyjność przedsiębiorstwa na rynku jest efektem synergicznego oddziaływania wielu czynników wewnętrznych, tkwiących w przedsiębiorstwie oraz mechanizmów i uwarunkowań zewnętrznych istniejących w otoczeniu. Można ją rozumieć jako zdolność do rozwoju, osiągania korzyści i zysków oraz budowania przewagi (Dobiegała-Korona i Kasiewicz 2000).

Sytuacja finansowa firm oraz ich pozycja konkurencyjna zależą od efektywnego zarządzania finansami firm, a to uzależnione jest od właściwej struktury kapitałów finansujących majątek firmy. Kapitały własne są najbardziej stabilną podstawą finansowania działalności przedsiębiorstwa, decydującą w dużym stopniu o utrzymaniu płynności finansowej. Ich wysokość stanowi dla wierzycieli informację, do jakiej kwoty firma zdolna jest ponieść konsekwencje finansowe w razie powstania strat (Bień 2000).

W obecnych, szybko zmieniających się, warunkach zewnętrznych, a także zaostrzającej się konkurencji przedsiębiorstwa właściwie nie mają możliwości funkcjonowania bez udziału kapi-

tałów obcych. Już odroczenie spłaty za dostarczone surowce i materiały powoduje pojawienie się zmiennego udziału kapitałów obcych w finansowaniu działalności firmy. Często też spłacenie jednych zobowiązań wiąże się z zaciąganiem kolejnych, dlatego udział kapitałów obcych w ogólnej sumie pasywów podlega ciągłym wahaniom.

Podjęcie właściwych decyzji, dotyczących źródeł finansowania, wymaga od zarządzających stałego dostępu do aktualnych informacji, umiejętności ich weryfikacji oraz eliminacji niepewności. Ważne jest utrzymanie takich proporcji pomiędzy kapitałem własnym a obcym, które zagwarantują przedsiębiorstwu utrzymanie płynności, a także osiągnięcie odpowiedniego poziomu rentowności kapitałów własnych. Wzrost rentowności kapitałów własnych możliwy jest dzięki wprowadzeniu lub zwiększeniu udziału kapitałów obcych w strukturze kapitałów. Siłę tego efektu mierzy stopień dźwigni finansowej. Jednak, aby wystąpił dodatni efekt dźwigni finansowej, musi być spełniony następujący warunek: rentowność majątku ogółem (jako relacja zysku przed spłatą odsetek i opodatkowaniem do majątku ogółem) jest wyższa od oprocentowania kapitałów obcych wykorzystywanych przez przedsiębiorstwo (por. Czekał i Dresler 2002).

Wykorzystanie obcych kapitałów może mieć ujemny wpływ na zyskowność własnych kapitałów, gdy zyskowność majątku ukształtuje się na niższym poziomie niż stopa odsetek płaconych kredytodawcom. Wówczas korzystanie z obcych kapitałów spowoduje obniżenie efektywności ekonomicznej firmy. Nadmierne wykorzystanie kapitałów obcych w finansowaniu działalności firmy może doprowadzić do sytuacji, w której koszty finansowe, w postaci zapłaconych odsetek, przewyższą wygenerowany zysk operacyjny. Wtedy firma zanotuje stratę, a wskaźnik ROE będzie miał wartość ujemną. Pojawi się ujemny efekt dźwigni finansowej zwany inaczej maczugą finansową. Każda firma powinna więc tworzyć taką strukturę kapitałów, przy której efekt dźwigni finansowej będzie dodatni. Efektem tym szczególnie zainteresowani są zarówno obecni, jak i potencjalni inwestorzy (Dynus i in. 2002).

Celem opracowania było badanie struktury finansowania działalności przedsiębiorstw przemysłu spożywczego oraz ocena ich sytuacji finansowej. Dla każdej firmy obliczono stopień dźwigni finansowej i określono efektywność wykorzystania kapitałów obcych.

MATERIAŁ I METODY

Wykorzystane w opracowaniu dane źródłowe pochodziły z bilansów oraz rachunków zysków i strat. Badaniu poddano 16 spółek akcyjnych przemysłu spożywczego¹, które notowane były na Giełdzie Papierów Wartościowych (GPW) w Warszawie w latach 2010–2012.

Aby zrealizować cel, obliczono wskaźniki struktury kapitałów, podstawowe wskaźniki finansowe (ogólnego zadłużenia, obrotowości majątku, płynności bieżącej, rentowności majątku i kapitału własnego²) oraz stopień dźwigni finansowej badanych przedsiębiorstw.

Dźwignię finansową DFL (Degree of Financial Leverage), która związana jest ze strukturą finansowania majątku firmy, wyznaczono za pomocą następujących wzorów (Dynus i in. 2002):

– stopień dźwigni finansowej w ujęciu statycznym

¹ W badaniu wzięto pod uwagę polskie spółki przemysłu spożywczego, które notowane były na GPW w Warszawie w latach 2010–2012.

² Wskaźniki obliczono na podstawie: Bednarski (2007).

$$DFL = \frac{\text{zysk operacyjny}}{\text{zysk brutto}} = \frac{\text{zysk operacyjny}}{\text{zysk operacyjny} - \text{odsetki}}$$

gdzie:

- odsetki – stałe odsetki płacone od kapitałów obcych (koszty finansowe)
 – stopień dźwigni finansowej w ujęciu dynamicznym

$$DFL = \frac{\% \Delta \text{zysk brutto}}{\% \Delta \text{zysk operacyjny}} = \frac{\% \Delta \text{zysk netto}}{\% \Delta \text{zysk operacyjny}} = \frac{\% \Delta \text{ROE}}{\% \Delta \text{zysk operacyjny}}$$

Stopień dźwigni informuje, jak bardzo zmieni się zysk brutto, jeżeli zysk operacyjny zmieni się o 1%. W ujęciu dynamicznym stopień dźwigni finansowej można obliczyć również na podstawie relacji zmiany zysku netto lub wskaźnika rentowności kapitału własnego (ROE) do zmiany zysku operacyjnego. Otrzymane wyniki będą identyczne, dzięki czemu rozszerzyć można interpretację efektu dźwigni finansowej. Informuje on, w jakim stopniu jednocentowa zmiana zysku operacyjnego wpłynie na zmianę zysku netto oraz wskaźnika ROE. Znajomość stopnia dźwigni finansowej można wykorzystywać w procesie planowania finansowego (por. Dynus i in. 2002).

CHARAKTERYSTYKA BADANYCH PRZEDSIĘBIORSTW

Badane przedsiębiorstwa różniły się między sobą pod względem wartości obliczonych wskaźników finansowych, a także osiąganych wyników działalności. Ich analiza i porównanie może pokazać zarządzającym, jak ważne jest podejmowanie właściwych decyzji dotyczących finansowania majątku. W tabeli 1 zamieszczono podstawowe wskaźniki finansowe charakteryzujące działalność badanych spółek w latach 2010–2012.

Tabela 1. Podstawowe wskaźniki finansowe spółek sektora spożywczego w latach 2010–2012

Spółki	Wskaźniki								
	ogólnego zadłużenia			obrotowości majątku			płynności bieżącej		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Ambra	0,333	0,279	0,373	0,753	0,863	0,909	1,794	1,716	1,459
PBS Finanse ^a	0,088	0,058	0,050	0,662	0,448	0,360	4,976	10,173	10,859
Duda	0,418	0,513	0,528	1,167	2,858	3,249	1,340	1,198	0,916
Graal	0,429	0,486	0,417	0,767	0,751	0,819	0,931	1,042	1,204
Indykpol	0,513	0,582	0,637	2,274	2,325	2,281	2,098	1,376	0,991
Colian ^b	0,258	0,308	0,221	0,813	0,769	0,751	1,540	1,381	1,733
Kofola	0,107	0,067	0,080	0,000	0,014	0,009	0,480	1,954	0,115
Kruszwica	0,456	0,501	0,464	1,654	1,880	2,175	1,406	1,357	1,441
Makaronpol	0,489	0,568	0,485	1,116	1,232	1,105	1,031	0,880	0,789
Mieszko	0,511	0,679	0,681	1,119	0,961	0,855	1,662	1,280	0,941
Pamapol	0,372	0,403	0,440	0,919	0,939	0,941	1,145	1,233	0,875
Pepes	0,339	0,377	0,363	0,734	0,602	0,711	1,804	1,778	1,897
Seko	0,312	0,376	0,365	1,468	1,161	1,304	1,307	1,188	1,235
Wawel	0,194	0,253	0,237	1,383	1,381	1,363	2,523	1,973	2,370
Wilbo	0,399	0,516	0,691	1,419	1,464	1,306	1,758	1,306	0,876
Żywiec	0,741	0,860	0,845	1,566	1,696	1,638	0,747	0,813	0,562

^a wcześniejsza nazwa: Beef-san, ^b wcześniejsza nazwa: Jutrzenka.

Ocena poziomu zadłużenia firmy ma na celu ustalenie, kto dostarczył firmie środków – właściciel czy zewnętrzni kredytodawcy. Do oceny stopnia zadłużenia służy wiele wskaźników. Najistotniejszym z nich jest wskaźnik ogólnego zadłużenia. Obrazuje on strukturę finansową majątku przedsiębiorstwa. Określa udział kapitałów obcych w finansowaniu majątku. Zbyt wysoki poziom tego wskaźnika świadczy o dużym ryzyku finansowym, informując jednocześnie, że firma może utracić zdolność do zwrotu długów. Według standardów zachodnich w firmie, w której zachowana jest równowaga między kapitałem obcym a kapitałem własnym, wskaźnik ten powinien oscylować w przedziale 0,57–0,67 (Ostaszewski 1996). Większość analizowanych przedsiębiorstw nie przekroczyła podanej górnej granicy tego wskaźnika, co oznacza, że zarządzający kontrolują pozyskiwanie oraz spłatę zewnętrznych źródeł finansowania działalności spółek. Najbardziej zadłużonym przedsiębiorstwem w całym analizowanym okresie był Żywiec. Wskaźnik ogólnego zadłużenia, wyliczony dla tej firmy w roku 2010, wynosił 0,741, a rok później wzrósł o 16% (do 0,86). W kolejnym roku wprowadził zmalał, ale w dalszym ciągu utrzymywał się na niebezpiecznie wysokim poziomie (0,845).

Wskaźniki obrotowości, nazywane też wskaźnikami sprawności działania, umożliwiają ocenę efektywności wykorzystania zasobów majątkowych firmy. Rozpatrywana jest relacja między odpowiednim wskaźnikiem dynamicznym, wyrażającym przychód ze sprzedaży, a wskaźnikiem statycznym wyrażającym przeciętny stan składników majątkowych. O ocenie pozytywnej decyduje wyższy poziom lub tendencja rosnąca wskaźnika obrotowości majątku. Świadczy to o wyższej efektywności wykorzystania zasobów majątkowych (Bednarski 2007). Efektywność ta zależy od szybkości obrotu zasobów majątkowych i ich wewnętrznej struktury. Zatem im wyższy jest w strukturze majątku udział składników majątku trwałego, tym wolniejszy będzie obrót ich całości. Wyższy zaś udział majątku obrotowego wpływa obiektywnie na wyższy stopień efektywności wykorzystania zasobów. Najwyższą efektywnością wykorzystania posiadanego majątku w latach 2010–2012 charakteryzowała się spółka Indykpol. Jej przychody ze sprzedaży ponaddwukrotnie przewyższały przeciętny stan posiadanego majątku. Na pozytywną ocenę zasługuje prawie trzykrotny wzrost wskaźnika obrotowości majątku w firmie Duda, a także nieco wolniejsza tendencja wzrostowa w spółce Kruszwica (wzrost o 31,5%). Spośród badanych spółek najniższą efektywność wykorzystania aktywów zanotowała spółka PBS Finanse (spadek z 0,662 do 0,36, tj. o 46%).

Do oceny stopnia wypłacalności przedsiębiorstwa i zdolności do regulowania bieżących zobowiązań służą wskaźniki płynności. W praktyce najczęściej oblicza się: wskaźnik bieżącej płynności, wskaźnik szybkiej płynności oraz wskaźnik wypłacalności środkami pieniężnymi. Każdy z nich uwzględnia inny zakres środków płatniczych – od całości majątku obrotowego do najbardziej płynnych środków pieniężnych. W opracowaniu ocenę płynności przeprowadzono na podstawie pierwszego z nich. Zadowolający poziom tego wskaźnika mieści się w granicach 1,5–2,0, co oznacza, że zachowanie równowagi finansowej firmy wymaga, aby wielkość aktywów bieżących była około dwa razy większa niż kwota bieżących pasywów, przy czym minimum bezpieczeństwa finansowego określa poziom wskaźnika 1,2 (Sierpińska i Jachna 2004). Nadmiernie wysoki lub nadmiernie niski wskaźnik bieżący powinien skłonić kierownictwo firmy do zbadania przyczyn takiego kształtowania się omawianej relacji. Niski wskaźnik oznacza, że

przedsiębiorstwo działa z dnia na dzień i nie posiada wystarczających zasobów gotówkowych do spłacenia bieżących zobowiązań. Natomiast im większy jest wskaźnik płynności bieżącej, tym mniejszy będzie udział zobowiązań bieżących w finansowaniu cyklu eksploatacyjnego i korzystniejsza ocena stopnia wypłacalności firmy. Analizując obliczone dla wszystkich spółek wskaźniki płynności bieżącej, można zauważyć jego bardzo wysoki poziom charakteryzujący spółkę PBS Finanse (wartość powyżej 10 w latach 2011 i 2012). Spowodowane to było przeznaczeniem ponad 90% środków obrotowych na inwestycje krótkoterminowe, tj. na przeznaczone do sprzedaży akcje i udziały spółek giełdowych. Poziom wskaźnika płynności bieżącej dla pozostałych spółek wykazywał duże wahania – od 0,115 (Kofola w 2012 r.) do 2,523 (Wawel w 2010 r.). Niepokojący jest brak zdolności regulowania zobowiązań krótkoterminowych (płynność poniżej 1,2) w 2012 r. charakteryzujący aż połowę badanych przedsiębiorstw. Związane to było z posiadaniem niewystarczającego kapitału obrotowego. Brak reakcji zarządzających na ten element może doprowadzić firmy do niewypłacalności oraz straty zaufania ze strony dostawców.

WYNIKI

Tworzenie właściwej struktury kapitałów wymaga od zarządzających decyzji, czy firma powinna być finansowana kapitałem obcym oraz określenia, jak bardzo jest to korzystne z punktu widzenia poprawy jej sytuacji finansowej. Wzajemna relacja między kapitałem własnym a kapitałem obcym tworzy podstawę finansową, na której oparta jest działalność przedsiębiorstwa. Nie można przy tym formułować żadnych zasad odnośnie do pożądaných relacji między kapitałem własnym a obcym. Proporcje w gospodarce rynkowej między kapitałami są określane zgodnie z zasadą, iż firma powinna pożyczać tak dużo, aby osiągać jak największe korzyści z powiększania długu, ale nie tak dużo, aby koszty pozyskania kapitału obcego przekroczyły osiąganą rentowność, co w efekcie może doprowadzić do utraty zdolności kredytowej i wkroczenia na drogę bankructwa. W analizie pasywów bilansu zmierza się do zbadania ich tendencji rozwoju, struktury wyrażającej źródła finansowania przedsiębiorstwa oraz do oceny zaistniałych zmian.

W badaniach struktury pasywów na szczególną uwagę zasługują wskaźniki wyrażające udział podstawowych rodzajów kapitałów w kapitale całkowitym, czyli:

- kapitał własny,
- kapitał obcy (długo- i krótkoterminowy).

Strukturę finansowania majątku w latach 2010–2012 zamieszczono w tab. 2. Badane przedsiębiorstwa różniły się między sobą ze względu na udział poszczególnych rodzajów kapitałów w finansowaniu aktywów. Największy udział kapitałów własnych w ogólnej sumie pasywów zanotowano w spółkach PBS Finanse oraz Kofola. We wszystkich analizowanych latach przekraczał on 88%, co oznacza, że firmy te prowadziły działalność głównie na podstawie własnych źródeł finansowania. Inaczej było w przypadku spółki Żywiec S.A. W spółce tej w strukturze kapitałów przeważały obce źródła finansowania działalności, których wartość wahała się w granicach 74–86%. Ponad 62-procentowy udział kapitałów własnych charakteryzował spółki: Ambra, Colian, Pepees i Wawel. Proporcje pomiędzy kapitałem własnym a obcym spółki Wilbo zmieniały się w analizowanym okresie: w 2010 r. przeważały kapitały własne, a w następnych latach –

kapitały obce. Pod koniec badanego okresu udział kapitałów własnych wynosił zaledwie 15,5%, czyli zmniejszył się, w stosunku do roku wyjściowego, o prawie 40 punktów procentowych. Pozostałe spółki charakteryzowały się niewielką przewagą jednego rodzaju kapitału nad drugim. Zmiany udziału poszczególnych rodzajów kapitałów tych spółek w analizowanym okresie mieściły się w granicach kilku punktów procentowych.

Tabela 2. Wskaźniki struktury kapitałów spółek sektora spożywczego w latach 2010–2012

Spółki	Wskaźniki								
	udziału kapitałów własnych w finansowaniu majątku			udziału kapitałów obcych w finansowaniu majątku			relacji zobowiązań długoterminowych do zobowiązań ogółem		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Ambra	0,667	0,721	0,627	0,333	0,279	0,373	0,412	0,307	0,282
PBS Finanse	0,885	0,931	0,937	0,115	0,069	0,063	0,008	0,103	0,150
Duda	0,544	0,452	0,446	0,456	0,548	0,554	0,554	0,447	0,309
Graal	0,571	0,514	0,583	0,429	0,486	0,417	0,086	0,241	0,172
Indykpol	0,403	0,333	0,345	0,597	0,667	0,655	0,581	0,380	0,254
Colian	0,742	0,692	0,779	0,258	0,308	0,221	0,292	0,256	0,210
Kofola	0,893	0,933	0,920	0,107	0,067	0,080	0,702	0,746	0,848
Kruszwica	0,544	0,499	0,536	0,456	0,501	0,464	0,045	0,013	0,016
Makaronpol	0,511	0,432	0,515	0,489	0,568	0,485	0,400	0,304	0,209
Mieszko	0,489	0,321	0,319	0,511	0,679	0,681	0,466	0,635	0,488
Pamapol	0,586	0,564	0,530	0,414	0,436	0,470	0,239	0,295	0,146
Pepees	0,646	0,623	0,637	0,354	0,377	0,363	0,364	0,296	0,279
Seko	0,552	0,471	0,495	0,448	0,529	0,505	0,191	0,252	0,195
Wawel	0,747	0,695	0,715	0,253	0,305	0,285	0,010	0,010	0,007
Wilbo	0,551	0,419	0,155	0,449	0,581	0,845	0,112	0,064	0,000
Żywiec	0,259	0,140	0,155	0,741	0,860	0,845	0,274	0,444	0,102

Największy udział zobowiązań długoterminowych w sumie kapitałów obcych dotyczył spółki Kofola; przekraczał w całym analizowanym okresie 70%. Przewagę zobowiązań długoterminowych nad bieżącymi zanotowały także firmy: Duda w 2010 r., Indykpol w 2010 r. oraz Mieszko w 2011 r. W pozostałych przypadkach zdecydowanie przeważały zobowiązania bieżące. Tylko jedno z badanych przedsiębiorstw nie skorzystało z długoterminowego kredytu w prowadzeniu własnej działalności. Była to spółka Wilbo w roku 2012.

Jest oczywiste to, że wysoki stan kapitałów własnych do kapitałów obcych świadczy o silnych podstawach finansowych przedsiębiorstwa, ale niekoniecznie pozytywnie świadczy o jego rentowności. Im większe są udziały kapitałów obcych w stosunku do kapitałów własnych, tym większa może być w określonych warunkach rentowność (działanie dźwigni finansowej), lecz także i większe ryzyko oraz mniejsza pewność stabilnej działalności gospodarczej przedsiębiorstwa (Waśniewski 1992). Oceniając strukturę źródeł finansowania, trzeba pamiętać, że:

- przedsiębiorstwo osiągające relatywnie odpowiedni poziom rentowności jest w stanie udźwignąć ciężar nawet dużego zadłużenia,
- przedsiębiorstwo nierentowne musi w końcu upaść bez względu na posiadaną strukturę źródeł finansowania.

Podstawowymi miernikami, informującymi o szybkości zwrotu zaangażowanego w przedsiębiorstwo kapitału, są wskaźniki rentowności, nazywane też wskaźnikami zyskowności lub stopami zyskowności. Mogą one służyć nie tylko do oceny przedsiębiorstw, ale i do oceny zdolności kierownictwa do generowania zysków i zaangażowanych środków. W opracowaniu wykorzystano dwa podstawowe wskaźniki rentowności – majątku i kapitału własnego.

Rentowność majątku informuje o wielkości zysku netto przypadającego na jednostkę wartości zaangażowanego w firmie majątku. Jest on również nazywany zwrotem z majątku ROA i wyznacza ogólną zdolność aktywów przedsiębiorstwa do generowania zysku, czyli pokazuje, jak efektywnie przedsiębiorstwo zarządza swoimi aktywami. Im większa jest wartość tego wskaźnika, tym korzystniejsza jest sytuacja finansowa firmy.

Drugi ze wskaźników – rentowność kapitału własnego ROE (rentowność finansowa) – pozwala określić stopę zysku, jaką przynoszą inwestycje w firmie. Im większa jest wartość wskaźnika zwrotu kapitału, tym korzystniejsza jest sytuacja finansowa przedsiębiorstwa. Wyższy kapitał własny stwarza bowiem możliwość uzyskania wyższych dywidend oraz dalszego rozwoju firmy. Rentowność finansowa zależy od wielkości wygospodarowanego zysku netto oraz od źródeł finansowania majątku, tj. od struktury finansowej.

Porównania wskaźników rentowności (tab. 3) wykazały, że najlepszą sytuacją finansową w analizowanym okresie charakteryzowały się spółki Wawel oraz Żywiec. Wyliczone dla tych przedsiębiorstw wskaźniki ROA i ROE przewyższały kilkakrotnie wartości wskaźników osiągniętych przez pozostałe spółki. Dwa przedsiębiorstwa (PBS Finanse, Wilbo) w całym analizowanym okresie były nierentowne. W szczególnie trudnej sytuacji była spółka Wilbo, ponieważ z roku na rok jej wyniki finansowe pogarszały się, osiągając w 2012 r. stratę netto w wysokości 30,7 mln zł. Nieco lepiej poradziła sobie firma PBS Finanse, ponieważ w ostatnim analizowanym roku zmniejszyła stratę netto o 881 tys. zł, tj. o 35% w odniesieniu do roku poprzedniego. Kontynuowanie obranego kierunku zmian w tej spółce prawdopodobnie wpłynie na poprawę jej sytuacji finansowej.

Rok 2012 w działalności spółek Duda oraz Indykpol był bardzo trudny, ponieważ, w przeciwieństwie do poprzednich lat, wygenerowały one straty netto głównie z powodu dużego wzrostu cen surowców i niestabilnej sytuacji walutowej.

Najbardziej interesującym wskaźnikiem dla akcjonariuszy badanych spółek jest wskaźnik ROE – stopa zwrotu z kapitałów własnych. Jego poziom pokazuje, jaka część zysku netto przypada na złotówkę kapitału zaangażowanego przez właścicieli. Jest więc wyrazem efektywności nie całego kapitału finansującego majątek firm, a tylko części, z pominięciem zobowiązań długoterminowych. To, czy przedsiębiorstwo powiększa wartość dla właścicieli, jest najważniejszym uzasadnieniem kontynuowania lub zaprzestania działalności przez przedsiębiorstwo. Ujemny ROE oznacza:

- wielkość straty kapitału właścicieli wynikającą z nadwyżki kosztów działalności nad wszystkimi przychodami z tej działalności lub
- wielkość wyniku finansowego w stosunku do pierwotnego wkładu kapitałowego właścicieli, jeśli na skutek niepokrytej straty netto kapitał własny jest ujemny (Wędzki 2009).

W spółkach przemysłu spożywczego, które zanotowały ujemny ROE, stwierdzono pierwszą z opisanych powyżej sytuacji.

Tabela 3. Wskaźniki rentowności i stopień dźwigni finansowej spółek sektora spożywczego w latach 2010–2012

Spółki	Wskaźniki						Stopień dźwigni finansowej		
	rentowności majątku			rentowności kapitału własnego					
	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Ambra	0,043	0,069	0,057	0,065	0,096	0,091	0,845	0,845	0,817
PBS Finanse	-0,055	-0,081	-0,056	-0,063	-0,087	-0,059	3,350	0,751	1,910
Duda	0,019	0,029	-0,036	0,035	0,064	-0,081	0,983	1,406	-0,032
Graal	0,012	0,003	0,041	0,022	0,006	0,070	1,202	2,649	0,579
Indykpol	0,009	0,013	-0,022	0,021	0,039	-0,063	3,138	3,837	0,226
Colian	0,039	0,022	0,056	0,052	0,032	0,073	1,001	1,026	0,529
Kofola	0,025	0,022	0,011	0,028	0,023	0,012	-0,056	0,443	1,089
Kruszwica	0,034	0,023	0,004	0,063	0,046	0,008	1,236	1,488	5,188
Makaronpol	-0,006	-0,054	0,044	-0,012	-0,126	0,084	-1,024	1,227	0,283
Mieszko	0,050	0,019	0,009	0,103	0,060	0,029	1,184	1,855	3,866
Pamapol	0,020	0,002	0,001	0,033	0,003	0,003	4,648	4,648	0,695
Pepees	0,012	0,060	0,019	0,018	0,096	0,030	1,783	1,049	1,257
Seko	0,014	-0,048	0,022	0,025	-0,101	0,044	0,464	0,887	1,277
Wawel	0,162	0,150	0,152	0,216	0,216	0,213	0,953	0,953	0,936
Wilbo	-0,128	-0,330	-0,918	-0,232	-0,787	-5,929	0,930	0,608	0,890
Żywiec	0,172	0,139	0,150	0,665	0,993	0,968	1,149	1,149	1,148

Analizując obliczone wskaźniki dźwigni finansowej w 2012 r. (tab. 3), można zauważyć, że DFL wyższy od jedności zanotowały następujące spółki: PBS Finanse, Kofola, Kruszwica, Pepees, Seko oraz Żywiec. Oznacza to, że zysk operacyjny tych spółek był wyższy niż koszty oprocentowania długu. Najwyższym stopniem dźwigni finansowej charakteryzowała się Kruszwica, co oznacza, że jeżeli w kolejnym roku spółka zanotowałaby jednoprocenowy wzrost zysku operacyjnego, to spowodowałoby to wzrost zysku brutto, netto i wskaźnika ROE o 5,188%. Wskaźnik rentowności kapitałów własnych tej spółki wyniósłby wtedy 0,84%.

Ujemny efekt dźwigni finansowej występuje wtedy, gdy koszty finansowe przewyższają wygenerowany zysk operacyjny (Dynus i in. 2002). Taka sytuacja miała miejsce w spółkach Duda w 2012 r., Kofola i Makaronpol w 2010 r. Firmy te utraciły wtedy płynność finansową, co oznacza najwyższe ryzyko finansowe.

Umiejętne wykorzystanie dźwigni finansowej nie zagraża równowadze firmy, co oznacza, że może być ona stosowana. Jednak wówczas proces ten powinien być stale monitorowany, co może zapobiec nadmiernemu zadłużeniu firmy (Tarczyński i Łuniewska 2004).

WNIOSKI

1. Wybór struktury finansowania działalności przedsiębiorstw uzależniony jest od specyfiki prowadzonej działalności, aktualnej sytuacji finansowej przedsiębiorstwa, a także od możliwości, form i warunków pozyskiwania zewnętrznych źródeł finansowania oferowanych na rynkach.
2. Spółki bardziej zadłużone musiały przeznaczać coraz większą część zysku operacyjnego na spłatę odsetek od kredytów i pożyczek wykorzystywanych do finansowania ich działalności. To z kolei przyczyniło się do znacznego spadku zysku netto, a nawet jego braku w ostatnim okresie.

3. Niska rentowność badanych podmiotów spowodowała, że spółki w dużym stopniu ograniczały pozyskiwanie kapitałów obcych, obciążonych odsetkami, finansując swoją bieżącą działalność z kredytów handlowych, co prowadziło do zatorów płatniczych. Banki komercyjne z uwagi na wysokie ryzyko unikają udzielania kredytów takim podmiotom lub znacznie podnoszą prowizje przy ich udzielaniu.
4. Monitorowanie przez zarządzających stopnia dźwigni finansowej może ułatwić im podejmowanie decyzji dotyczących źródeł pozyskiwania kapitałów i ich wpływu na pozycję konkurencyjną firm. Brak podjęcia próby poprawy sytuacji finansowej spółek może doprowadzić do sytuacji, w której akcjonariusze pozbędą się akcji tych spółek, co jeszcze bardziej pogłębi ich trudną sytuację rynkową.

PIŚMIENNICTWO

- Bednarski L.** 2007. Analiza finansowa w przedsiębiorstwie. Warszawa, PWE, 76–120.
- Bień W.** 2000. Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa. Warszawa, Difin, 155–194.
- Czekaj J., Dresler Z.** 2002. Zarządzanie finansami przedsiębiorstw – podstawy teorii. Warszawa, PWN, 228–232.
- Dobiegała-Korona B., Kasiewicz S.** 2000. Metody oceny konkurencyjności przedsiębiorstw. Uwarunkowania konkurencyjności przedsiębiorstw w Polsce. Mater. Pr. IFGN 79, 86–89.
- Dynus M., Kołowska B., Prewysz-Kwinto P.** 2002. Zarządzanie finansami przedsiębiorstw (zbiór zadań). Toruń, TNOiK, 123–135.
- Ostaszewski J.** 1996. Analiza finansowa i wycena firmy według standardów Unii Europejskiej. Warszawa, CIM, 53.
- Repetowski R.** 2010. Konkurencyjność przedsiębiorstw w dobie globalnego kryzysu finansowego, w: Przedsiębiorczość w warunkach integracji europejskiej. Przedsiębiorczość – edukacja. T. 6. Warszawa, Wydaw. Nowa Era, 92–100.
- Sierpińska M., Jachna T.** 2004. Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych. Warszawa, PWN.
- Tarczyński W., Łuniewska M.** 2004. Dywersyfikacja ryzyka na polskim rynku kapitałowym. Warszawa, Placet, 65.
- Waśniewski T.** 1992. Ocena oddziaływania „Dźwigni finansowej” na rentowność kapitału własnego. Rachunkowość 3, 63–65.
- Wędzki D.** 2009. Analiza wskaźnikowa sprawozdania finansowego. T 2. Wskaźniki finansowe. Kraków, Wydaw. Wolters Kluwer Polska Sp. z o.o., 387–389.

