

Mirosław Wypych

Spółeczna Wyższa Szkoła Przedsiębiorczości i Zarządzania w Łodzi

ANALIZA CZYNNIKOWA RENTOWNOŚCI PRZEMYSŁU W OKRESIE WZROSTU I SPOWOLNIENIA GOSPODARCZEGO

Streszczenie: Rentowność stanowi ważne kryterium oceny kondycji finansowej przedsiębiorstw, a analiza czynników kształtujących rentowność interesujący wątek badawczy. Poziom rentowności przedsiębiorstw w dużej mierze zależy od koniunktury gospodarczej. W artykule dokonano oceny wpływu wybranych czynników na zmiany poziomu rentowności przemysłu w latach 2005-2008, kiedy gospodarka polska przeżywała okres zarówno ożywienia, jak i spowolnienia gospodarczego. Podstawę analizy stanowiły informacje Głównego Urzędu Statystycznego.

Słowa kluczowe: rentowność przemysłu, analiza rentowności, wzrost gospodarczy.

1. Wstęp

Ocenie sytuacji finansowej najczęściej poddawane są pojedyncze, konkretne przedsiębiorstwa. Z reguły wykorzystuje się w tym celu analizę wskaźnikową opisującą różne aspekty gospodarki finansowej przedsiębiorstwa, m.in. rentowność. Dane statystyczne publikowane przez Główny Urząd Statystyczny dotyczące wyników finansowych podmiotów gospodarczych umożliwiają zastosowanie analizy wskaźnikowej również do oceny sytuacji finansowej zbiorów przedsiębiorstw, zgodnie z ich systematyzacją ujętą w polskiej klasyfikacji działalności. Pozwala to śledzić zjawiska zachodzące w gospodarce narodowej i poszczególnych jej dziedzinach, eksponować cechy opisujące działania gospodarcze oraz określać czynniki wywierające wpływ na efekty tych działań. Przedsiębiorstwo stanowi element składowy gospodarki narodowej, a zatem efektywność wykorzystania zasobów postawionych do dyspozycji pojedynczych podmiotów pośrednio determinuje efektywność zasobów całego sektora przedsiębiorstw, stając się tym samym czynnikiem stymulującym rozwój gospodarczy kraju. Celem artykułu jest ukazanie możliwości zastosowania analizy wskaźnikowej do charakterystyki rentowności przemysłu, a więc ogółu przedsiębiorstw przemysłowych. Objęcie analizą okresu 2005-2008 pozwala wyeksponować czynniki wpływające na zmiany poziomu rentowności zarówno w okresie ożywienia gospodarczego, jak i wówczas, gdy odczuwalne stały się skutki światowego kryzysu ekonomicznego w postaci spowolnienia gospodarczego.

2. Rentowność jako wyróżnik kondycji finansowej przedsiębiorstw i przemysłu

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 [Helfert 2004, s. 177 i 202; Sierpińska, Jachna 2004, s. 144].

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. Poziom rentowności jest jednym z determinantów cen akcji, a wolumen zysku brany jest pod uwagę przy szacowaniu wartości przedsiębiorstwa. Wypracowywanie zysku przez przedsiębiorstwa stanowi źródło zasilania budżetu publicznego podatkiem dochodowym. Zysk jest najbardziej ogólnym i wszechstronnym miernikiem oceny działalności przedsiębiorstwa, o czym przesądzają jego następujące walory [Szyszko, Szczepański 2003, s. 59]:

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

Rentowność może być rozpatrywana nie tylko jako zjawiska mikroekonomiczne, tzn. na poziomie konkretnego przedsiębiorstwa, ale również w odniesieniu do zbiorów przedsiębiorstw. Przedsiębiorstwa stanowią organizacyjną formę prowadzenia działalności gospodarczej, w przedsiębiorstwach dokonuje się realizacja społecznego procesu produkcji. Sytuacja finansowa pojedynczych przedsiębiorstw znajduje przełożenie na branże i gałęzie, na cały sektor przedsiębiorstw. Efektywność gospodarowania zasobami konkretnych przedsiębiorstw determinuje efektywność wykorzystania zasobów całego sektora przedsiębiorstw.

Uzasadnione wydają się w tej sytuacji analizy oceniające kondycję finansową zbiorowości przedsiębiorstw, w tym przypadku przemysłu. Jak wspomniano, użytecznym narzędziem oceny kondycji finansowej jest analiza wskaźnikowa. Źródłem informacji do analizy wskaźnikowej dla zbiorów przedsiębiorstw są m.in. publikacje statystyczne. Zawierają one sumaryczne zestawienie wielkości ujmowanych w sprawozdaniach sporządzanych przez przedsiębiorstwa na znormalizowanych formularzach (F-02). 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.

Rentowność jest szczególnie doceniana przez GUS – na podstawie informacji statystycznych zawartych w opracowaniach poświęconych wynikom finansowym

przedsiębiorstw obliczyć można praktycznie wszystkie podstawowe wskaźniki rentowności. Podobnie jest z płynnością finansową, natomiast ocena zadłużenia oraz sprawności działania na podstawie danych statystycznych może być prowadzona jedynie w ograniczonym zakresie i wymaga dodatkowych zabiegów obliczeniowych.

3. Metodologia analizy czynnikowej rentowności przemysłu

Ogół metod analizy zjawisk ekonomicznych dzieli się na dwie podstawowe grupy, a mianowicie metody analizy opisowej oraz metody analizy ilościowej. Analiza opisowa ujmuje badane związki i zależności w formie werbalnej bez nadawania im mierzalnego wyrazu. Najogólniej rzecz ujmując, polega na analizie dynamiki szeregów czasowych lub na analizie struktury zjawisk ekonomicznych. Nie pozwala na ocenę zależności między badaną zmienną ekonomiczną a określającymi ją czynnikami, dlatego możliwości jej zastosowania w ocenie kondycji finansowej przedsiębiorstw są ograniczone. Bardziej użyteczna jest w tym przypadku analiza ilościowa umożliwiająca kwantyfikację zależności między badanymi zjawiskami.

Spośród wielu metod analizy ilościowej z interesującego nas punktu widzenia na uwagę zasługują metody pozwalające na określenie związków między wskaźnikiem finansowym a czynnikami oddziałującymi na jego poziom. Powszechnym uznaniem cieszy się zwłaszcza tzw. analiza piramidalna, określana także mianem analizy Du Ponta (od nazwy firmy Du Pont Corporation, która ją spopularyzowała) [Walczak 2007, s. 379-381; Sierpińska, Jachna 2004, s. 204-205; Czekał, Dresler 2001, s. 221-222].

Idea analizy piramidalnej sprowadza się do dekompozycji określonego wskaźnika finansowego, czyli przedstawienia 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. Ponieważ wskaźniki cząstkowe również mogą podlegać dekompozycji, powstaje układ przyjmujący postać piramidy, na której czele usytuowany jest wskaźnik podstawowy, a jej podstawę stanowią informacje wyjściowe zawarte w sprawozdawczości finansowej. Analiza piramidalna pozwala na kompleksową ocenę przedsiębiorstwa ze względu na standing finansowy, umożliwia ustalenie stopnia oddziaływania poszczególnych czynników na poziom wskaźnika podstawowego, przyczynia się do pogłębienia wiedzy odnośnie do kształtowania się zjawisk finansowych.

W praktyce analiza piramidalna jest wykorzystywana głównie do oceny rentowności. Porównując wartości wskaźników cząstkowych w ujęciu dynamicznym, można wskazać obszary, które miały pozytywny bądź negatywny wpływ na zmiany poziomu rentowności (analiza *ex post*). Może ona także stanowić użyteczne narzędzie analizy *ex ante* przy podejmowaniu decyzji finansowych ukierunkowanych na poprawę wyników finansowych w przyszłości.

Nie rozwijając wątków teoretycznych, ograniczymy się do przedstawienia propozycji wykorzystania analizy piramidalnej do badania wpływu wybranych czynników na zmiany poziomu rentowności kapitału własnego (ROE).

Rentowność kapitału własnego obliczana jest jako procentowa relacja zysku netto (wyniku finansowego netto) do przeciętnej wartości kapitału własnego (wartość przeciętna kapitału własnego stanowi średnią arytmetyczną jego stanu na początek i koniec roku). Do analizy czynnikowej rentowności kapitału własnego w niniejszym opracowaniu zastosowano zapis matematyczny w postaci następującego iloczynu:

$$ROE = \frac{ZN}{KW} = \frac{ZO}{S} \times \frac{ZN}{ZO} \times \frac{S}{AKT} \times \frac{AKT}{AO} \times \frac{AO}{ZK} \times \frac{ZOB}{AKT} \times \frac{AKT}{KW} \times \frac{ZK}{ZOB},$$

gdzie: ROE – wskaźnik rentowności kapitału własnego,

ZN – zysk netto (wynik finansowy netto),

KW – wartość kapitału własnego (stan przeciętny),

ZO – zysk operacyjny (różnica między przychodami z całokształtu działalności a kosztami uzyskania tych przychodów),

S – przychody z całokształtu działalności,

AKT – wartość aktywów ogółem (stan przeciętny),

AO – aktywa obrotowe (stan przeciętny),

ZOB – wartość zobowiązań i rezerw na zobowiązania (stan przeciętny),

ZK – wartość zobowiązań krótkoterminowych (stan przeciętny).

Wskaźnik rentowności kapitału własnego ROE został rozpisany na osiem relacji (wskaźniki cząstkowe), które należy traktować są jako czynniki determinujące poziom rentowności oraz jego zmiany. Relacja ZO/S określana jest w literaturze wskaźnikiem marży brutto i charakteryzuje sprawność marketingową przedsiębiorstwa (jej poziom zależy od powiązań przedsiębiorstwa z rynkami zbytu wyrobów oraz zaopatrzenia w czynniki produkcji). Relacja ZN/ZO określana mianem wskaźnika wpływu sfery pozaoperacyjnej opisuje wpływ powiązań przedsiębiorstwa z rynkami finansowymi, sytuacji nadzwyczajnych oraz obciążeń fiskalnych na wynik finansowy netto. Relacja S/AKT jest to wskaźnik rotacji aktywów: charakteryzuje sprawność organizacyjną przedsiębiorstwa (informuje o efektywności gospodarowania majątkiem). Relacja AKT/AO charakteryzuje strukturę aktywów przedsiębiorstwa w podziale na aktywa trwałe i aktywa obrotowe. Relacja AO/ZK – wskaźnik bieżącej płynności finansowej – charakteryzuje zdolność przedsiębiorstwa do regulowania zobowiązań krótkoterminowych. Kolejne dwie relacje charakteryzują stopień zadłużenia i odzwierciedlają mechanizm dźwigni finansowej: relacja ZOB/AKT informuje o udziale zobowiązań w finansowaniu aktywów przedsiębiorstwa, natomiast relacja AKT/KW nazywana jest mnożnikiem kapitału własnego i określa stopień pokrycia aktywów kapitałem własnym. Ostatnia z relacji: ZK/ZOB, charakteryzuje strukturę zobowiązań – udział zobowiązań krótkoterminowych w zobowiązaniach

ogółem (z uwzględnieniem rezerw na zobowiązania). Analizując kształtowanie się poziomu wskaźników częstkowych w określonym przedziale czasowym, można ocenić ich wpływ na zmiany poziomu rentowności kapitału własnego.

Wzrost poziomu wskaźnika częstkowego oznacza, że charakterystyka, którą on opisuje, w analizowanym okresie miała dodatni wpływ na zmiany wskaźnika ROE i odwrotnie – tendencję spadkową jego poziomu należy odczytywać jako ujemne oddziaływanie na zmiany wskaźnika ROE. Siłę oddziaływania poszczególnych wskaźników częstkowych na zmiany poziomu rentowności oceniać można bardziej precyzyjnie, wykorzystując techniki badania zależności wykorzystywane w analizie ekonomicznej.

W uzupełnieniu dodajmy, że w analogiczny sposób można przeprowadzić analizę czynnikową rentowności mierzonej na podstawie innych wskaźników, np. ROI (relacja zysku operacyjnego do aktywów) czy ROE (relacja zysku netto do aktywów):

$$\text{ROI} = \frac{\text{ZO}}{\text{AKT}} = \frac{\text{ZO}}{\text{S}} \times \frac{\text{S}}{\text{AKT}} \times \frac{\text{AKT}}{\text{AO}} \times \frac{\text{AO}}{\text{ZK}} \times \frac{\text{ZOB}}{\text{AKT}} \times \frac{\text{ZK}}{\text{ZOB}},$$

$$\text{ROA} = \frac{\text{ZN}}{\text{AKT}} = \frac{\text{ZO}}{\text{S}} \times \frac{\text{ZN}}{\text{ZO}} \times \frac{\text{S}}{\text{AKT}} \times \frac{\text{AKT}}{\text{AO}} \times \frac{\text{AO}}{\text{ZK}} \times \frac{\text{ZOB}}{\text{AKT}} \times \frac{\text{ZK}}{\text{ZOB}}.$$

Większość uwzględnionych w tym przypadku relacji finansowych pokrywa się z podanym uprzednio zapisem dla wskaźnika ROE, z tego względu ograniczenie się do analizy czynnikowej rentowności kapitału własnego jest uzasadnione.

4. Rentowność przemysłu w latach 2005-2008 i determinanty zmian jej poziomu

Analizą czynnikową rentowności przemysłu (na podstawie wskaźnika ROE) objęto lata 2005-2008, a więc okres, kiedy gospodarka polska przeżywała zarówno etap ożywienia gospodarczego, na które istotny wpływ miała integracja z Unią Europejską (lata 2005-2007), jak i etap pogorszenia koniunktury, określane mianem spowolnienia gospodarczego, które ujawniło się w 2008 r. i było następstwem globalnego kryzysu ekonomicznego. Kryzys na rynkach finansowych, którego pierwsze symptomy zaobserwowano w połowie 2007 r. w Stanach Zjednoczonych, stosunkowo 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 okres zarówno ożywienia, jak i spowolnienia w polskiej gospodarce ma swoje uwarunkowania zewnętrzne wynikające z członkostwa w UE. Wskaźniki ilustrujące symptomy ożywienia i spowolnienia przedstawiono w tab. 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 rejestrowanego
		produkt krajowy brutto	eksport	nakłady na środki trwałe	produkcja sprzedana przemysłu ^{a)}	
2005	I	102,4	103,8	101,2	X	19,2
	II	103,2	109,3	103,9	X	18,0
	III	104,3	106,1	106,4	X	17,6
	IV	104,4	112,1	110,1	X	17,6
	I-IV	103,6	108,5	106,5	X	X
2006	I	105,4	122,4	108,5	112,7	17,8
	II	106,3	112,8	115,1	112,3	15,9
	III	106,6	114,6	117,3	112,8	15,2
	IV	106,6	110,1	116,0	110,4	14,8
	I-IV	106,2	114,8	114,9	112,0	X
2007	I	107,4	111,2	123,8	112,2	14,3
	II	106,5	108,0	119,0	108,8	12,3
	III	106,5	109,0	116,7	108,1	11,6
	IV	106,4	108,4	115,2	109,9	11,2
	I-IV	106,7	109,1	117,6	109,7	X
2008	I	106,0	111,1	115,7	108,2	10,9
	II	105,8	108,5	115,2	107,0	9,4
	III	104,8	107,1	103,5	102,2	8,9
	IV	102,9	97,4	103,5	93,7	9,5
	I-IV	104,8	105,8	107,9	102,5	X

^{a)} Dane za 2005 r. nie są porównywalne z aktualnie obowiązującą klasyfikacją przemysłu. Od 1.01.2008 r. obowiązuje polska klasyfikacja działalności 2007 (PKD 2007), która zastąpiła klasyfikację PKD 2004. Dla celów porównawczych GUS dokonuje przeliczeń danych liczbowych zgodnie z klasyfikacją PKD 2007 od 2006 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Kwartalne mierniki makroekonomiczne GUS* [Internet 1].

Wyraźnie jest widoczne, że tempo wzrostu PKB ulega przyspieszeniu od początku 2005 r. aż do I kwartału 2007 r., a przez kolejne cztery kwartały stabilizuje się na dość wysokim poziomie. Wyraźne osłabienie tempa wzrostu obserwujemy dopiero w drugiej połowie 2008 r. Łatwo także 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

w porównaniu z analogicznym kwartałem poprzedniego roku, jednak ostatnie miesiące 2008 r. charakteryzuje drastyczny spadek produkcji sprzedanej. W skali całego roku dynamika produkcji sprzedanej była wyraźnie niższa w porównaniu z poprzednimi latami. Zmiany koniunkturalne w gospodarce rzutują także na rynek pracy. Jeszcze w III kwartale 2008 r. zauważalny jest spadek stopy bezrobocia, jednak pod koniec roku tendencja w tym obszarze uległa odwróceniu.

Ważne z punktu widzenia niniejszego opracowania dane finansowe charakteryzujące przemysł w okresie ożywienia i spowolnienia gospodarczego przedstawiono w tab. 2. Związek między koniunkturą w gospodarce a wynikami finansowymi przemysłu jest bardzo ścisły. W latach 2005-2007 zysk netto zwiększał się w większym stopniu niż przychody, co sprzyjało powiększaniu zasobów kapitału własnego i poprawie jego rentowności. Rok 2007 uznać można za najkorzystniejszy dla polskiego przemysłu pod względem wyników finansowych. Udział przedsiębiorstw wykazujących zysk netto w ogólnej ich liczbie wynosił 82,6% i przedsiębiorstwa te wypracowały aż 88,3% przychodów ogółem przemysłu.

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 38,5%. Drastycznie zmniejszył się udział przedsiębiorstw rentownych (do 76,7%), a udział tych przedsiębiorstw w przychodach ogółem wyniósł jedynie 76,3%. W rezultacie poziom wskaźnika rentowności kapitału własnego obniżył się niemal dwukrotnie (z 14,1 do 7,6%), a wartość kapitałów własnych zwiększyła się zaledwie o 3%.

Tabela 2. Wybrane charakterystyki sytuacji finansowej przemysłu w latach 2005-2008

Wyszczególnienie	Jednostka miary	2005	2006	2007	2008
Przychody z całokształtu działalności	mld zł	779,6	881,8	996,9	1070,8
	rok poprzedni = 100	X	113,1	113,1	107,4
Wynik finansowy netto	mld zł	36,9	47,0	57,4	35,3
	rok poprzedni = 100	X	127,4	122,1	61,5
Wartość kapitału własnego przedsiębiorstw przemysłowych ^{a)}	mld zł	318,3	355,3	456,4	469,9
	rok poprzedni = 100	113,4	111,6	128,5	103,0
Rentowność kapitału własnego (ROE)	%	12,3	14,0	14,1	7,6
Udział liczby przedsiębiorstw wykazujących zysk netto w ogólnej liczbie przedsiębiorstw	%	76,0	79,7	82,6	76,7
Udział przychodów przedsiębiorstw wykazujących zysk netto w przychodach przedsiębiorstw ogółem	%	85,0	87,8	88,3	76,3

^{a)} Stan na koniec roku.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych (lata 2005-2008)* GUS oraz *Roczne mierniki makroekonomiczne GUS* [Internet 1].

Wyniki analizy czynnikowej wskaźnika rentowności ROE przeprowadzonej zgodnie z opisaną metodyką przedstawiono w tab. 3. Informacje dotyczą lat 2005 (okres wyjściowy), 2007 (faza wzrostu) oraz 2008 (faza spowolnienia).

Tabela 3. Czynniki określające poziom rentowności kapitału własnego w przemyśle w latach 2005, 2007 i 2008

Wyszczególnienie wskaźników		2005	2007	2008
Rentowność kapitału własnego	ROE (%)	12,3	14,2	7,6
Wskaźnik marży brutto	ZO/S (%)	5,9	6,9	4,1
Wpływ sfery pozaoperacyjnej	ZN/ZO	0,802	0,839	0,801
Wskaźnik rotacji aktywów	S/AKT	1,343	1,334	1,254
Wskaźnik struktury aktywów	AKT/AO	2,463	2,463	2,542
Bieżąca płynność finansowa	AO/ZK	1,35	1,45	1,38
Wskaźnik zadłużenia	ZOB/AKT	0,484	0,457	0,458
Mnożnik kapitału własnego	AKT/KW	1,938	1,841	1,843
Wskaźnik struktury zobowiązań	ZK/ZOB	0,621	0,612	0,621

Źródło jak w tabeli 2.

Na wzrost poziomu rentowności kapitału własnego odnotowany w latach 2005-2007 decydujący wpływ miały: poprawa sprawności marketingowej, zmniejszenie rozpiętości między zyskiem operacyjnym i zyskiem netto oraz podwyższenie wskaźnika bieżącej płynności finansowej. Wyraźnie osłabło w tym czasie znaczenie mechanizmu dźwigni finansowej, prawdopodobnie z powodu stosunkowo wysokiego kosztu pozyskania kapitału obcego i jednocześnie dość dobrych wyników finansowych, umożliwiających powiększanie kapitału własnego w drodze zatrzymywania zysków. Rotacja aktywów (sprawność organizacyjna) oraz zmiany w strukturze zobowiązań (zmniejszenie udziału zobowiązań krótkoterminowych) oddziaływały niekorzystnie na kształtowanie się poziomu rentowności.

Te same czynniki, które w okresie ożywienia gospodarczego przyczyniły się do wzrostu rentowności, w okresie spowolnienia wpłynęły na obniżenie poziomu rentowności. Ponadto utrzymała się tendencja spadkowa rotacji aktywów. Pozytywnie na zmiany poziomu wskaźnika ROE oddziaływały natomiast: zmiana struktury zobowiązań (wzrost udziału zobowiązań krótkoterminowych) oraz zmiana struktury aktywów (zmniejszenie udziału aktywów obrotowych). Stopień zadłużenia przedsiębiorstw przemysłowych w okresie spowolnienia praktycznie nie uległ zmianie, a więc struktura kapitałowa przedsiębiorstwa nie miała wpływu na obniżenie wskaźnika rentowności ROE.

Dokładniej kierunek i siłę oddziaływania poszczególnych czynników na rentowność charakteryzuje tzw. wartość hipotetyczna wskaźnika ROE, obliczona metodą

podstawień. Wartość hipotetyczną ROE obliczamy przy założeniu, że poziom relacji (wskaźnika cząstkowego), której siła oddziaływania jest oceniana, przyjmuje się według stanu w okresie bazowym, natomiast poziom pozostałych relacji według stanu w okresie badanym. W fazie ożywienia gospodarczego okresem bazowym jest rok 2005, a okresem badanym rok 2007, w fazie spowolnienia okresem bazowym był rok 2007, a okresem badanym rok 2008. Niższy poziom wartości hipotetycznej ROE od wartości rzeczywistej ROE oznacza, że czynnik charakteryzowany przez daną relację ma dodatni wpływ na zmiany poziomu wskaźnika rentowności i odwrotnie. Na przykład gdyby w 2007 r. relacja ZO/S ukształtowała się na poziomie z 2005 r. (wartości pozostałych relacji według stanu w 2007 r.), wówczas wskaźnik ROE wyniósłby nie 14,2, a 12,1%. Świadczy to o dodatnim wpływie marży brutto na zmiany rentowności kapitału własnego. Z kolei gdyby w 2008 r. relacja ZO/S ukształtowała się na poziomie z 2007 r. (wartości pozostałych relacji według stanu w 2008 r.), wówczas wskaźnik ROE wyniósłby nie 7,6, a aż 12,7%. Oznacza to, że zmiany w poziomie marży brutto w okresie spowolnienia w zasadniczym stopniu przyczyniły się do obniżenia poziomu rentowności kapitału własnego. Zestawienie wartości hipotetycznych wskaźnika ROE zawiera tab. 4.

Wyraźnie jest widoczne, że podstawowym wyznacznikiem poziomu rentowności kapitału własnego i czynnikiem kształtującym jego zmiany jest wskaźnik marży brutto, a więc relacja zysku operacyjnego do przychodów. Świadczy to o silnej zależności między tymi dwoma wskaźnikami pomiaru rentowności.

Tabela 4. Wartości hipotetyczne rentowności kapitału własnego w przemyśle w latach 2007 i 2008

Wyszczególnienie wskaźników		Wartość hipotetyczna ROE	
		2007 r. (2005 baza)	2008 r. (2007 baza)
Rentowność kapitału własnego	ROE (%)	14,2	7,6
Wskaźnik marży brutto	ZO/S (%)	12,1	12,7
Wpływ sfery pozaoperacyjnej	ZN/ZO	13,6	7,9
Wskaźnik rotacji aktywów	S/AKT	14,3	8,1
Wskaźnik struktury aktywów	AKT/AO	14,2	7,3
Bieżąca płynność finansowa	AO/ZK	13,2	8,0
Wskaźnik zadłużenia	ZOB/AKT	15,0	7,6
Mnożnik kapitału własnego	AKT/KW	14,9	7,6
Wskaźnik struktury zobowiązań	ZK/ZOB	14,4	7,5

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z tab. 3.

Ważną rolę w oddziaływaniu na poziom rentowności w okresie zarówno wzrostu, jak i spowolnienia odgrywa także płynność finansowa. Można na tej podstawie

sądzić, że zmiany koniunkturalne wywierają istotny wpływ na politykę finansowania przedsiębiorstw przemysłowych, a szczególnie na zarządzanie kapitałem obrotowym netto. W okresie wzrostu przedsiębiorstwa realizują bardziej agresywne strategie finansowania (świadczy o tym wzrost wskaźnika płynności finansowej i zmiany w strukturze aktywów). W okresie spowolnienia przedsiębiorstwa skłaniają się do wykorzystywania strategii zachowawczych, co jest uwarunkowane m.in. zmianą zachowań banków, które w 2008 r. znacznie ograniczyły dostępność kredytów dla przedsiębiorstw.

Znajduje potwierdzenie stwierdzony uprzednio fakt wyraźnego spadku wskaźnika rotacji aktywów w okresie spowolnienia: oznacza to zmniejszenie stopnia wykorzystania zasobów majątkowych przedsiębiorstw i w konsekwencji prowadzi do obniżenia rentowności.

5. Zakończenie

Analiza tendencji rozwojowych w przemyśle może być prowadzona w różnych aspektach. W opracowaniu podjęto próbę wskazania czynników wywierających wpływ na kondycję finansową przedsiębiorstw przemysłowych w warunkach zmian koniunkturalnych w gospodarce narodowej. Ocenie poddano rentowność kapitału własnego, wykorzystując w tym celu zmodyfikowany model Du Ponta. Z analizy wynika, że o poziomie rentowności przedsiębiorstw decydują w dużej mierze czynniki niezależne od przedsiębiorstw, takie jak popyt na wyroby przemysłowe czy dostępność do bankowych źródeł finansowania. Oddziaływanie tych czynników uwarunkowane jest z kolei koniunkturą gospodarczą. To one w okresie ożywienia gospodarczego w znacznym zakresie przyczyniają się do poprawy rentowności, natomiast w okresie spowolnienia do jej pogorszenia. Interesującym wątkiem badawczym, który został pominięty, może być analiza czynnikowa rentowności w układzie działowym przemysłu. Dane statystyczne wskazują bowiem na duże zróżnicowanie poziomu rentowności między poszczególnymi branżami przemysłu. Branżowo są także zróżnicowane konsekwencje zmian koniunkturalnych w gospodarce.

Literatura

- Czekaj J., Dresler Z., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii*, PWN, Warszawa 2001.
- Helfert E.A., *Techniki analizy finansowej*, PWE, Warszawa 2004.
- Sierpińska M., Jachna T., *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, PWN, Warszawa 2004.
- Szyszko L., Szczepański J. (red.), *Finanse przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2003.
- Walczak M. (red.), *Analiza finansowa w zarządzaniu współczesnym przedsiębiorstwem*, Difin, Warszawa 2007.

Źródło internetowe

[1] www.stat.gov.pl.

**ANALYSIS OF INDUSTRY PROFITABILITY FACTORS DURING
TIMES OF A GROWING AND SLOWING ECONOMY**

Summary: Profitability is an important criterion of financial condition valuation of an enterprise. Therefore, an analysis of factors influencing efficiency is an interesting research area. The level of enterprises profitability depends on the economic situation. The paper discusses the influence of chosen factors on the changes in level of Polish industry profitability between 2005 and 2008. Research data were taken from the Central Statistical Office of Poland.