

Anna Zielińska-Chmielewska

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

**POMIAR RYZYKA DZIAŁALNOŚCI GOSPODARCZEJ
NA PRZYKŁADZIE GIEŁDOWYCH SPÓŁEK MIĘSNYCH
Z WYKORZYSTANIEM
FINANSOWEJ ANALIZY WSKAŹNIKOWEJ**

Streszczenie: W opracowaniu podjęto próbę określenia poziomu ryzyka działalności gospodarczej giełdowych spółek mięsnych przy wykorzystaniu finansowej analizy wskaźnikowej w obszarze płynności finansowej, zadłużenia, rentowności, sprawności działania i produktywności. Niniejszą analizę przeprowadzono na czterech jednostkach notowanych na GPW w Warszawie. Do analizy wykorzystano wtórne dane źródłowe w postaci danych finansowych pochodzących z rocznych bilansów, rachunków zysków i strat oraz przepływów finansowych każdego przedsiębiorstwa za lata 2005-2009. Niniejsze opracowanie wykazało występowanie wysokiego poziomu ryzyka zmian płynności, zmian zadłużenia, zmian rentowności (z wyjątkiem ryzyka zmian rentowności operacyjnej) oraz zmian rotacji w spółkach giełdowych. Natomiast ryzyko zmian produktywności charakteryzowało się średnim poziomem.

Słowa kluczowe: cena, spółki mięsne, analiza finansowa, pomiar ryzyka działalności gospodarczej, zarządzanie ryzykiem.

1. Wstęp

Specyfika produkcji mięsnej, jej uwarunkowania ekonomiczne, a zwłaszcza zmienność cen surowców oraz niestabilność sytuacji rynkowej powodują, że podmioty na rynku mięsa poszukują optymalnych rozwiązań umożliwiających ograniczanie ryzyka cenowego, a w ten sposób – stabilizowanie dochodów. Polski rynek mięsa charakteryzuje się dużym potencjałem oraz wysoką pozycją wśród innych działów gospodarki krajowej. Utrzymanie konkurencyjności produktów mięsnych na krajowym rynku wymaga doskonalenia oferty zarówno pod względem jakości, ilości, jak i jej różnorodności.

Podmioty na rynku mięsa działają w warunkach dużej ekspozycji na wiele ryzyk, w tym na ryzyko ekonomiczne i produkcyjne. Racjonalne zarządzanie zakła-

dami przemysłu mięsnego wymaga przeprowadzenia m.in. analizy poziomu ryzyka działalności gospodarczej. Analiza ryzyka działalności gospodarczej jest jednym z elementów analizy fundamentalnej wykorzystywanej do oceny przedsiębiorstw na rynku kapitałowym. Obejmuje niepewność osiągnięcia dochodów z działalności operacyjnej z powodu samej natury tej działalności¹. Ryzyko działalności gospodarczej skupia w sobie kategorie ryzyka systematycznego i specyficznego, co wynika ze zmian zachodzących na rynku, zarówno pod wpływem czynników makro-, jak i mikroekonomicznych. Stąd poznanie poziomu ryzyka działalności gospodarczej jest istotne dla podejmowanych decyzji inwestycyjnych i gospodarczych².

W niniejszym opracowaniu dokonano oceny poziomu ryzyka działalności gospodarczej określonego na podstawie zmienności wybranych wskaźników finansowych: płynności, zadłużenia, rentowności oraz sprawności i produktywności działania, na przykładzie czterech giełdowych spółek mięsnych (tab. 1). Celem tej analizy było zbadanie, czy wielkość zakładów oraz zróżnicowanie ekonomicznych uwarunkowań prowadzonej działalności, w tym wielkości produkcji oraz lokalizacji, wpływa na poziomy ryzyka działalności tych przedsiębiorstw.

2. Materiał i badania

Na potrzeby niniejszego artykułu przeprowadzono analizę ryzyka działalności gospodarczej badanych giełdowych spółek mięsnych zlokalizowanych na terenie Polski, wykorzystując koncepcję pomiaru ryzyka jako zmienność wskaźnika ekonomiczno-finansowego, które zmierzono miarą odchylenia standardowego (S) oraz współczynnika zmienności (V). Wyniki badań przedstawiono w tab. 1 oraz rys. 1-5 i zinterpretowano³.

Przed rozpoczęciem badań empirycznych opracowano system zbierania danych. W pierwszej kolejności pozyskano dane wtórne z Monitorów Polskich „B”, z których pobrano około 380 danych finansowych z analizowanych czterech spółek mięsnych z okresu 2005–2009 w celu dokonania niezbędnych obliczeń. Do badań powzięto dane przedsiębiorstw: Duda SA, Beef-San SA, Indykpol SA i Pamapol SA, notowanych na GPW w Warszawie.

Ponadto w niniejszym artykule wykorzystano materiały wtórne w postaci: a) danych statystycznych GUS, b) spisu podmiotów prowadzących działalność go-

¹ W. Tarczyński, M. Mojsiewicz, *Zarządzanie ryzykiem. Podstawowe zagadnienia*, PWE, Warszawa 2001.

² M. Jerzak, A. Czyżewski (red.), *Ekonomiczne uwarunkowania wykorzystania instrumentów zarządzania ryzykiem cenowym i stabilizacji dochodów rolniczych w polskim rolnictwie*, Wyd. AR w Poznaniu, Poznań 2007.

³ Gdy klasyczny współczynnik zmienności jest $V < 10\%$, mówimy o małej zmienności, gdy $10\% \leq V < 30\%$ – o średniej zmienności, gdy $30\% \leq V < 50\%$ – o dużej zmienności oraz $V > 50\%$ – o bardzo dużej zmienności.

spodarczą w produkcji, przemyśle i handlu mięsem w formie zestawień zgodnych z europejską identyfikacją EKD⁴, c) raportów rynkowych Instytutu Ekonomiki Rolnictwa i Gospodarki Żywnościowej (IERiGŻ), Agencji Rynku Rolnego (ARR), Ministerstwa Rolnictwa i Rozwoju Wsi (MRiRW) oraz d) biuletynów informacyjnych Polskiego Związku Producentów, Eksporterów i Importerów Mięsa („Związek Polskie Mięso”), e) aktów prawnych, a nadto f) krajowej i zagranicznej literatury.

Kryteriami doboru spółek były: a) spółka odnotowana na parkiecie GPW, przerabiająca surowiec rzeźny na skalę przemysłową⁵, b) lokalizacja na terenie kraju, c) ciągłość danych finansowych w Monitorach Polskich „B” w analizowanym okresie 2005-2009.

3. Wyniki badań

Polski rynek mięsa charakteryzuje się bardzo rozwiniętą konkurencją i silnym rozwojem sieci handlowych. Działalność gospodarcza krajowych zakładów mięsnych obciążona jest dużym ryzykiem, które wpływa na poziom i zmiany w rentowności, zadłużenia, obniżenia sprawności i efektywności działania oraz niższych inwestycji zarówno krajowych, jak i zagranicznych w tym sektorze.

Poniżej w tab. 1 zestawiono dane przedstawiające wartości średnie harmoniczne wybranych wskaźników, odchylenia standardowe i współczynniki zmienności dla wybranych czterech spółek mięsnych notowanych na giełdzie, a następnie dokładnie omówiono wyniki, które zostały przedstawione w postaci graficznej na następujących po sobie 5 rysunkach.

4. Ryzyko zmiany płynności finansowej badanych zakładów mięsnych

Do oceny zdolności zakładów mięsnych do wywiązywania się z bieżących zobowiązań posłużył wskaźnik płynności bieżącej (CR) i szybkiej (QR). Przedstawione w tab. 1 wyniki wskazują, że w badanych spółkach mięsnych notowanych na GPW średnia harmoniczna wartość wskaźnika płynności bieżącej (CR) w latach 2005-2009 oscylowała w granicach od 0,60 (2009) do 2,0 (2006). Natomiast średnia arytmetyczna wartość wskaźnika płynności bieżącej z tego okresu osiągnęła poziom równy 1,25, przy którym została zachowana równowaga finansowa, co świadczy o do-

⁴ Numery identyfikacji działalności gospodarczej uległy zmianie po 2000 r. Po 1.01.2001 branże oznaczano: 15.11.00 – produkcja, przetwórstwo i konserwowanie mięsa, 15.13.B – działalność usługowa związana z wytwarzaniem wyrobów z mięsa, 15.13.A – produkcja konserw, przetwory z mięsa, podroby z mięsa i koni, 15.11.Z – produkcja mięsa z wyłączeniem mięsa z drobiu i królików.

⁵ Zob. Ustawa o swobodzie działalności gospodarczej, DzU z 2004 r., nr 173, poz. 1807, art. 104-110, w której występują tzw. przedsiębiorstwa w skali mikro, małe i duże. Małe (do 7,5 tony przerobu surowca rzeźnego tygodniowo), średnie (do 20 ton przerobu surowca rzeźnego tygodniowo) oraz duże (powyżej 20 ton przerobu surowca rzeźnego tygodniowo).

statecznym zasobie środków płynnych niezbędnych do spłaty bieżących zobowiązań. Tak więc spółki posiadały zdolność do terminowego regulowania zobowiązań kredytowych w oparciu o aktywa bieżące. Współczynnik zmienności dla płynności bieżącej przyjął wartość 52,54%, co wskazuje na wysoki poziom ryzyka dla tej miary.

Tabela 1. Wartości średnie wskaźników, odchylenia standardowe i współczynniki zmienności dla analizowanych spółek mięsnych notowanych na giełdzie

Wyszczególnienie	Średnia harmoniczna wartość wskaźnika w latach 2005-2009*					Średnia arytmetyczna wartość wskaźnika	Odchylenie standardowe	Poziom zmienności (w %)
	1,91	2,00	1,21	0,69	0,60			
Wskaźnik płynności bieżącej (CR)	1,91	2,00	1,21	0,69	0,60	1,25	0,65	52,54
Wskaźnik płynności szybkiej (QR)	0,63	1,68	0,83	0,42	0,39	0,50	0,53	105
Ogólne zadłużenie	0,13	0,02	0,04	0,74	1,35	0,74	0,58	78,60
Zadłużenie kapitału własnego	5,43	8,10	12,76	9,32	3,18	4,30	3,67	85,43
Rentowność operacyjna (%)	5,00	5,37	4,08	2,82	6,09	5,55	1,26	22,80
Rentowność sprzedaży netto (%)	4,21	4,77	4,81	5,13	0,42	2,31	1,95	84,60
Rentowność kapitału własnego ROE (%)	15,49	10,94	9,24	19,54	2,17	8,83	6,58	74,50
Rentowność aktywów ROA (%)	15,48	11,40	11,85	21,19	2,73	9,10	6,73	74
Produktywność aktywów	1,39	1,12	0,97	1,45	2,09	1,74	0,43	24,83
Produktywność środków trwałych	2,24	2,11	1,59	2,24	3,08	2,67	0,54	20,14
Produktywność majątku obrotowego	3,68	2,39	2,46	4,13	6,51	5,01	1,67	32,91
Rotacja zapasów (w dniach)	10	29	35	23	19	14,56	9,47	65,05
Rotacja należności (w dniach)	25	49	48	27	22	23,24	13,24	56,98
Rotacja zobowiązań (w dniach)	26	62	94	100	107	66,31	33,48	50,49

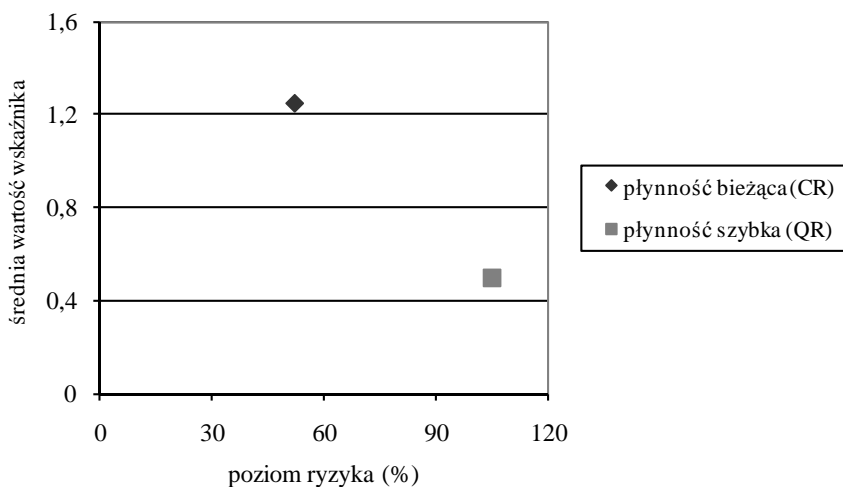
* Średnia harmoniczna wartości wskaźnika dla każdego roku od 2005 do 2009.

** Średnia arytmetyczna wartości wskaźnika jest obliczona ze średnich harmonicznym z lat 2005-2009. Obliczony poziom zmienności przedstawia zmienność badanego zjawiska w ujęciu dynamicznym.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Monitorów Polskich „B” oraz bilansów, rachunków zysku i strat, a także przepływów pieniężnych badanych zakładów mięsnych notowanych na giełdzie w latach 2005-2009.

Jednocześnie w latach 2005-2009 średnia harmoniczna wartość wskaźnika płynności szybkiej (QR) kształtowała się na poziomie od 0,39 (2009) do 1,68 (2006), a jej średnia wartość arytmetyczna dla tego okresu wyniosła 0,50, co świadczy o niedostatecznym zasobie niezbędnych środków płynnych do spłaty bieżących zobowiązań. Współczynnik zmienności dla płynności szybkiej przyjął wartość 105%, co wskazuje na bardzo wysoki poziom ryzyka dla tej miary (tab. 1 oraz rys. 1).

Odwołując się w tym miejscu do badań przeprowadzonych w IERiGŻ⁶, a odnoszących się do ostatniego okresu, należy uznać, że od 2005 roku na polskim rynku mięsa obserwuje się stabilizację wyników i stanu finansowego zakładów mięsnych. Nastąpiła poprawa płynności finansowej, o czym świadczy wzrost wartości wskaźnika płynności bieżącej do poziomu 1,25. Choć rentowność rynku jest niższa niż całego przemysłu spożywczego, to na tyle wysoka, że pozwala na stałą poprawę płynności finansowej. Wyniki finansowe i produkcyjne wykazują natomiast, że następuje względna stabilizacja sytuacji ekonomicznej, której w zasadniczy sposób nie zmieniają ani cykliczne wahania podaży i cen produktów rolniczych, ani zmienność wyników handlu zagranicznego⁷.



Rys. 1. Średnia wartość wskaźników płynności bieżącej i szybkiej na tle poziomu ryzyka płynności w badanych spółkach mięsnych notowanych na giełdzie

Źródło: opracowanie własne na podstawie bilansów, rachunków zysku i strat oraz przepływów pieniężnych badanych zakładów mięsnych w latach 2005-2009.

5. Ryzyko zmiany zadłużenia badanych zakładów mięsnych

W badanym okresie na rynku mięsa obserwowano silną redukcję działalności inwestycyjnej. W pierwszym półroczu 2005 roku wydatki inwestycyjne w Polsce obniżyły się dwukrotnie (z 886 mln zł do 418 mln zł), choć cały czas były wyższe niż w latach 2001-2003. Oznaczało to, że sektor mięsny znajdował się w końcowej fazie procesu

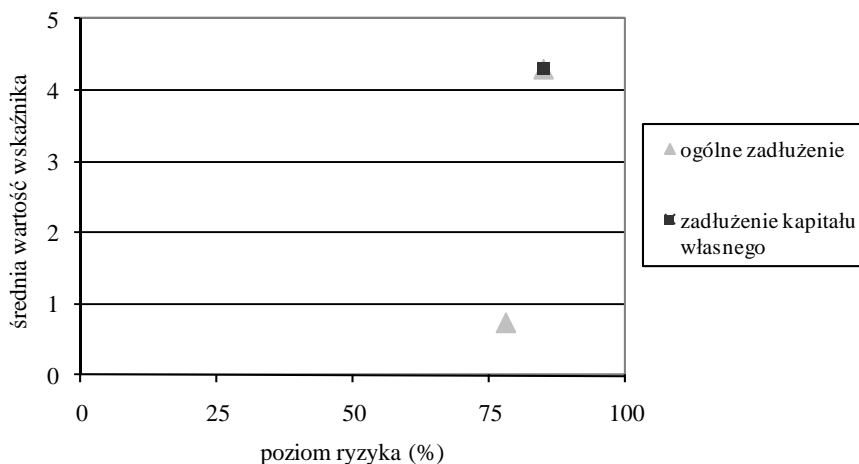
⁶ Raporty rynkowe. Rynek mięsa – stan i perspektywy, 2005-2007.

⁷ Raporty rynkowe. Rynek mięsa – stan i perspektywy, 10.2007.

dostosowawczego do standardów UE. Cały czas rosła liczba zakładów posiadających zezwolenia na eksport towarów mięsnych poza granice Polski. Obniżył się względny poziom zadłużenia zakładów mięsnych, zmniejszyło się zwłaszcza zadłużenie długoterminowe, które było relatywnie duże w stosunku do zobowiązań krótkoterminowych. W sektorze mięsnym zaciągano kredyty (pożyczki) długoterminowe i w niewielkim stopniu korzystano z innych form zobowiązań krótkoterminowych. Działalność operacyjna była w 73% finansowana przez zobowiązania handlowe i skarbowe⁸.

Z analizy ryzyka zmiany zadłużenia wynika, że średnia harmoniczna wartości wskaźnika ogólnego zadłużenia w spółkach mięsnych notowanych na GPW w kolejnych latach przyjęła wartości od 0,02 (2006) do 1,35 (2009), a średnia arytmetyczna tych wartości wyniosła 0,74, (tab. 1), co oznacza, że w niewielkim stopniu zachowano równowagę między kapitałem obcym a własnym⁹. Współczynnik zmienności dla wskaźnika ogólnego zadłużenia wyniósł 78,60%, wskazując na wysoki poziom ryzyka (rys. 2).

Natomiast średnia wartość wskaźnika zadłużenia kapitału własnego wyniosła 4,30, co oznacza o wiele większy aniżeli dozwolony udział kapitału obcego w stosunku do kapitału własnego, który powinien być niższy niż jeden. W badanym okresie ryzyko mierzone poziomem zmienności dla wskaźnika zadłużenia kapitału własnego występowało na wysokim poziomie 85,43% (rys. 2).



Rys. 2. Średnia wartość wskaźników zadłużenia na tle poziomu ryzyka zadłużenia w badanych spółkach mięsnych notowanych na giełdzie

Źródło: opracowanie własne na podstawie bilansów, rachunków zysku i strat oraz przepływów pieniężnych badanych zakładów mięsnych w latach 2005-2009.

⁸ Raporty rynkowe. Rynek mięsa – stan i perspektywy, 10.2005, GUS, Warszawa 2005.

⁹ M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, PWN, Warszawa 1997; A. Ostaszewski, *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 1994.

Od 2004 roku obserwuje się wzrost inwestycji przemysłu mięsnego, który dwukrotnie przekroczył stan z lat 2002-2003, co wpłynęło na wzrost zadłużenia długoterminowego¹⁰.

6. Ryzyko zmiany rentowności badanych zakładów mięsnych

Do oceny rentowności prowadzonej działalności gospodarczej badanych zakładów wykorzystano wskaźnik rentowności operacyjnej, rentowności sprzedaży netto¹¹, rentowności kapitału (ROE) oraz rentowności aktywów (ROA).

W okresie 2005-2009 w analizowanych spółkach mięsnych odnotowano dodatnie wartości rentowności operacyjnej, które kształtowały się na wysokim poziomie około 5%, z wyjątkiem 2008 roku, gdy rentowność spadła do 2,82%. Średnia arytmetyczna wartość wskaźnika rentowności operacyjnej w analizowanym okresie wynosiła 5,55% (tab. 1), co oznacza, że majątek spółek generował zyski.

Również rentowność operacyjna sprzedaży netto występowała na wysokim, co najmniej 4% dodatnim poziomie, z wyjątkiem 2009 roku (0,42%). Średnia arytmetyczna wartość wskaźnika rentowności operacyjnej sprzedaży netto wyniosła 2,31% (tab. 1), co oznacza, że w analizowanym okresie spółki uzyskiwały niezbyt duży zysk po opodatkowaniu w wartości sprzedaży¹².

Podobnie dodatnie, choć niezbyt duże zyski po opodatkowaniu w wartości sprzedaży zaobserwowano w krajowych zakładach mięsnych, które zostały objęte badaniem w ramach Sektorowego Programu Operacyjnego: „Restrukturyzacja i modernizacja sektora żywnościowego oraz rozwój obszarów wiejskich”. Wyniki badań jednoznacznie wykazują, że począwszy od 2002 roku, wskaźnik rentowności operacyjnej sprzedaży netto wyniósł 1,86%, w 2003 – 1,26%, w 2004 – 1,42%, w 2005 – ponad 2,54%, a w 2006 wzrósł do 2,62%¹³.

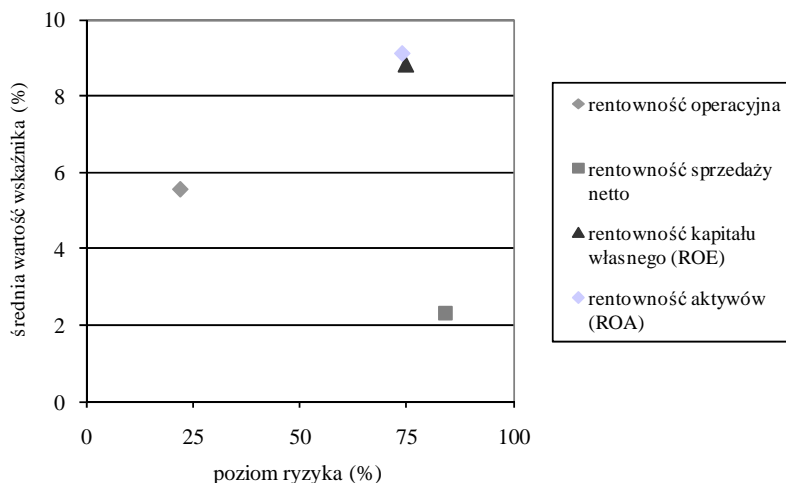
W analizowanym okresie średnie harmoniczne wartości wskaźnika rentowności kapitału (ROE) oscylowały na wysokim, lecz bardzo zróżnicowanym poziomie od 2,17 (2009) do 19,54 (2008). Natomiast średnia arytmetyczna wartość wskaźnika rentowności kapitału (ROE) wyniosła 8,83%, co oznacza, że w danym okresie badane zakłady wypracowały pewien zysk netto z zainwestowanego kapitału własnego.

¹⁰ *Raporty rynkowe. Rynek mięsa – stan i perspektywy, 2002-2007.*

¹¹ Rentowność sprzedaży netto = (wynik finansowy netto)/(przychód ogółem) × 100%. Niższa wartość wskaźnika sprzedaży netto wymaga zrealizowania większego poziomu sprzedaży, by osiągnąć określony poziom zysku. Większa wartość tego wskaźnika oznacza lepszą kondycję finansową firmy, za: „Rachunkowość”, 2005/3, s. 5.

¹² Porównaj z wartością wskaźnika referencyjnego dla rentowności operacyjnej sprzedaży netto w branży mięsno-drobiarskiej w okresie 1999–2003, występującym na poziomie 1,66%.

¹³ Według sektorowego programu operacyjnego: „Restrukturyzacja i modernizacja sektora żywnościowego oraz rozwój obszarów wiejskich” podstawą oceny są pełne lata 2001–2003 w postaci bilansów, rachunku zysków i strat, rachunku przepływów pieniężnych badanych przedsiębiorstw.



Rys. 3. Średnia wartość wskaźników rentowności na tle poziomu ryzyka rentowności w analizowanych spółkach mięsnych notowanych na giełdzie

Źródło: opracowanie własne na podstawie bilansów, rachunków zysku i strat oraz przepływów pieniężnych badanych zakładów mięsnych w latach 2005-2009.

Na wysokim, choć zróżnicowanym dodatnim poziomie występowały wartości wskaźnika rentowności aktywów (ROA): od 2,73 (2009) do 21,19 (2008). Średnia arytmetyczna wartość wskaźnika rentowności aktywów (ROA) wyniosła 9,10%, co wówczas świadczyło o znakomitej zdolności aktywów do generowania zysku. W latach 2005-2009 działalność spółek mięsnych była obciążona bardzo wysokim poziomem ryzyka zmiany rentowności; spośród badanych wskaźników rentowności najniższy poziom ryzyka dla tej kategorii mierzony współczynnikiem zmienności przyjął wskaźnik rentowności operacyjnej (ROA) (22,80%). Bardzo wysoki poziom ryzyka mierzony współczynnikiem zmienności przyjęły pozostałe miary: rentowność operacyjna sprzedaży netto (84,60%), rentowność kapitału własnego (ROE) 74,50% i rentowność aktywów (ROA) 74% (tab. 1, rys. 3). Wynika z tego, że długi cykl produkcyjny wiązał się z wysokimi kosztami, a tym samym wysokim ryzykiem.

Niezwykle pozytywnym efektem poprawy wyników finansowo-ekonomicznych jest fakt, że wskaźnik rentowności kapitału własnego (ROE), wyrażający stopę zysku zainwestowanego kapitału własnego, wzrósł prawie dziewięciokrotnie w badanym okresie¹⁴.

¹⁴ Zgodnie z wynikami badań, które przeprowadziłam na grupie wybranych giełdowych spółek mięsnych w latach 1999-2003, należy stwierdzić, że wówczas wskaźnik rentowności operacyjnej jako jedyny uzyskał wartość dodatnią równą 1,35%, natomiast pozostałe badane wskaźniki rentowności uzyskały wartości ujemne. Wskaźnik rentowności operacyjnej sprzedaży netto wskazywał na stratę

W 2004 r. przemysł mięsny należał do działów produkcji żywności o najniższej rentowności. Pomyślnie ukończony proces akcesji Polski do UE wymagał nakładów inwestycyjnych, mających swoje odzwierciedlenie w ogólnej tendencji spadkowej rentowności zakładów. Wyniki i stan finansowy rynku mięsa poprawiły się w pierwszej połowie 2005 roku, a rentowność netto przemysłu mięsnego w tym okresie zwiększyła się do poziomu 2,8%, zapewniając finansowanie działalności operacyjnej i inwestycyjnej podmiotów tego rynku¹⁵.

Po wejściu Polski do UE nastąpiła znacząca poprawa wyników i stanu ekonomiczno-finansowego zarówno najsilniejszych przedsiębiorstw mięsnych, jak i całego sektora mięsnego. Zauważalnie wzrosły zyski, a rentowność jest bezpieczna. Poprawiły się obliczone wskaźniki płynności oraz znacznie obniżył się poziom zadłużenia giełdowych spółek mięsnych. O skali poprawy tych wyników świadczą m.in.: wzrost wartości wyniku netto (zysku), wzrost udziału kapitału własnego w relacji do kapitału obcego, wartościowy wzrost środków własnych w obrocie. Ponadto poprawę głównych wielkości ekonomiczno-finansowych osiągnięto przy niezwiększaniu poziomu zadłużenia długoterminowego. W pierwszych latach po wejściu Polski do UE zaobserwowano stabilne zmiany omawianych kategorii ekonomicznych wybranych mięsnych spółek giełdowych, które w kolejnych latach analizy charakteryzowały się względną stabilnością z tendencją wzrostową. Analizowane spółki zwiększyły zdolność generowania zysku.

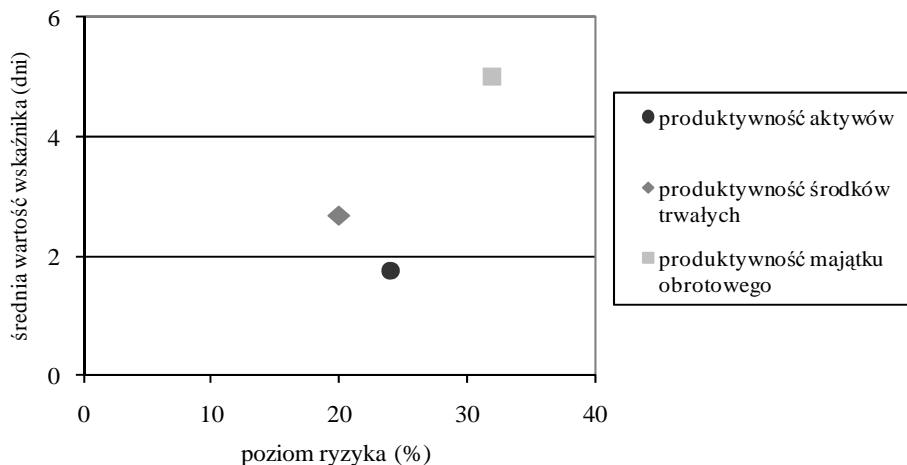
7. Ryzyko sprawności działania w wybranych zakładach mięsnych

Do oceny sprawności działania analizowanych spółek mięsnych wykorzystano wskaźniki produktywności aktywów, w tym: środków trwałych i majątku obrotowego oraz rotacji zapasów, należności i zobowiązań.

Z analizy wynika, że średnia harmoniczna wartość produktywności aktywów w analizowanym okresie oscylowała między jednym dniem (2007) a dwoma dniami (2009), a jej średnia wartość arytmetyczna wyniosła 1,74 dnia. Na podobnie niskim poziomie kształtowały się wartości średnich harmonicznnych dla dwóch pozostałych badanych wskaźników: produktywności środków trwałych i majątku obrotowego. Średnia harmoniczna dla wskaźnika produktywności środków trwałych kształtowała się w przedziale od 1,59 dnia (2007) do 3,08 dnia (2009) i osiągnęła średnią arytmetyczną wartość na poziomie 2,67 dnia. Natomiast średnia harmoniczna

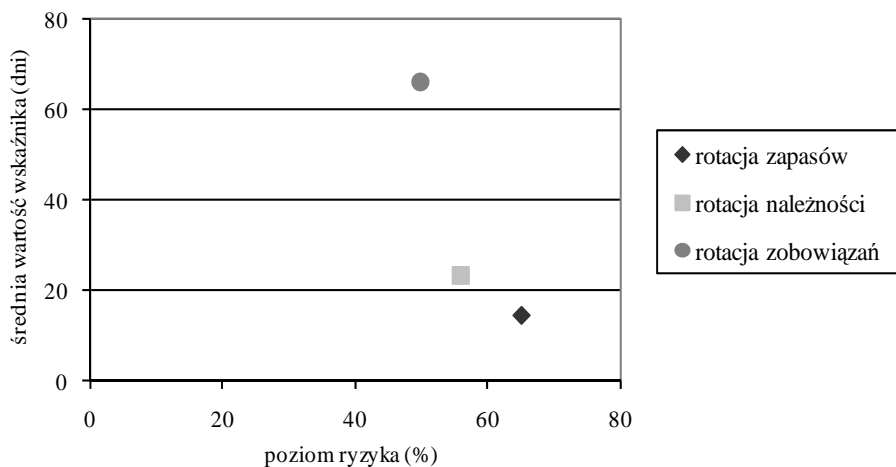
równą 1,18%, wskaźnik rentowności kapitału własnego (ROE) równą 13,26%, a wskaźnik rentowności aktywów (ROA) równą 13%, co oznacza, że zarówno kapitał, jak i aktywa nie były efektywne, a właściciele spółek odnosili minimalne korzyści tylko z działalności operacyjnej; więcej w: A. Zielińska, *Poziom i metody zarządzania ryzykiem działalnością gospodarczej w wybranych zakładach mięsnych*, SGGW, Warszawa 2008.

¹⁵ *Raporty rynkowe. Rynek mięsa – stan i perspektywy, 2004-2006*, GUS, Warszawa.



Rys. 4. Średnia wartość wskaźników produktywności aktywów, środków trwałych oraz majątku obrotowego na tle poziomu ryzyka w analizowanych spółkach mięsnych notowanych na giełdzie

Źródło: opracowanie własne na podstawie bilansów, rachunków zysku i strat oraz przepływów pieniężnych badanych zakładów mięsnych w latach 2005-2009.



Rys. 5. Średnia wartość wskaźników rotacji zapasów, należności i zobowiązań na tle poziomu ryzyka dla tych kategorii w analizowanych spółkach mięsnych notowanych na GPW

Źródło: opracowanie własne na podstawie bilansów, rachunków zysku i strat oraz przepływów pieniężnych badanych zakładów mięsnych w latach 2005-2009.

dla wskaźnika produktywności majątku obrotowego kształtowała się w przedziale od 2,39 dnia (2006) do 6,51 dnia (2009) i osiągnęła średnią arytmetyczną wartość na poziomie 5 dni. Wszystkie uzyskane średnie wartości wskaźników produktyw-

ności świadczą o zdolności odtworzeniowej wykorzystywanego majątku w produkcyjnej działalności spółek.

W okresie 2005-2009 ryzyko mierzone poziomem zmienności dla tej miary kształtowało się na średnim poziomie: produktywność aktywów – 24,83%, produktywność środków trwałych – 20,14%, a produktywność majątku obrotowego 32,91% (tab. 1, rys. 4).

Pogłębione badania z zakresu ryzyka rotacji wykazały, że w spółkach giełdowych średnia arytmetyczna wartości wskaźnika rotacji zapasów wyniosła 14,56 dnia i charakteryzowała się najniższą wartością w porównaniu ze średnią arytmetyczną wartości wskaźnika rotacji należności równą 23 dni, jak również rotacji zobowiązań wynoszącą 66 dni. Ponadto poziom ryzyka dla tej miary był wysoki i wynosił ponad 50% (wskaźnik rotacji zobowiązań), 56% (wskaźnik rotacji należności) i aż 65% w przypadku wskaźnika rotacji zapasów (tab. 1, rys. 5).

8. Podsumowanie

W niniejszym opracowaniu dokonano oceny poziomu ryzyka działalności gospodarczej określonego na podstawie zmienności wybranych wskaźników finansowych: płynności, zadłużenia, rentowności oraz sprawności i produktywności działania na przykładzie czterech giełdowych spółek mięsnych, a następnie scharakteryzowano uzyskane wyniki finansowo-ekonomiczne. Celem tej analizy było zbadanie, czy wielkość zakładów oraz zróżnicowanie ekonomicznych uwarunkowań prowadzonej działalności, w tym wielkości produkcji oraz lokalizacja, wpływa na poziomy ryzyka działalności tych przedsiębiorstw.

W wyniku przeprowadzonych analiz można stwierdzić występowanie wysokiego poziomu ryzyka zmian płynności i zmian zadłużenia w spółkach notowanych na giełdzie (rys. 1 i 2). Ponadto odnotowano wysoki poziom ryzyka zmian rentowności, z wyjątkiem ryzyka zmian rentowności operacyjnej (rys. 3). W badanych spółkach ryzyko zmian produktywności mierzone współczynnikiem zmienności charakteryzowało się średnim poziomem: produktywności aktywów 24,83%, produktywności środków trwałych 20,14% i majątku obrotowego 32,91%. Natomiast wskaźniki rotacji zapasów, należności i zobowiązań charakteryzowały się wysokim poziomem ryzyka (rys. 5).

Podsumowując można stwierdzić, że wielkość zakładów oraz zróżnicowanie ekonomicznych uwarunkowań prowadzonej działalności ma wpływ na poziom ryzyka działalności tych przedsiębiorstw. Wyższy poziom i skala produkcji spółek mięsnych może być uzasadnieniem ich wyższej ekspozycji na ryzyko prowadzonej działalności. Wskazuje na to analiza ryzyka największych przyjętych do analizy krajowych spółek mięsnych notowanych na GPW, w których ryzyko działalności gospodarczej dla wielkości analizowanych wskaźników było wysokie bądź bardzo wysokie.

Literatura

- Długosz S., Laszuk G., *Ryzyko gospodarcze związane z działalnością handlową*, Wydawnictwo Prawno-Ekonomiczne INFOR, Warszawa 1998.
- Dowgiałło Z., *Pojęcie, podział i kierunki eliminowania ryzyka w działalności przedsiębiorstwa rolniczego*, Wydawnictwo PWN, Warszawa 1980.
- Jerzak M., Czyżewski A. (red.), *Ekonomiczne uwarunkowania wykorzystania instrumentów zarządzania ryzykiem cenowym i stabilizacji dochodów rolniczych w polskim rolnictwie*, Wyd. AR w Poznaniu, Poznań 2007.
- Juchniewicz M., *Zmienność i transmisja cen na rynku wieprzowiny*, Wyd. Uniwersytetu Warmińsko-Mazurskiego, Olsztyn 2002.
- MacDonald J., Perry J., Ahearn M., Banker D., Chambers W., Dimitri C., Key N., Nelson K., Southard L., *Contracts, markets, and prices: Organizing the production and use of agricultural commodities*, USDA, Agricultural Economic Report No. 837. Washington DC 2004.
- Milewski L., *Powiązania ekonomiczne i marketingowe rolnictwa z przemysłem mięsnym w Polsce na przykładzie rynku żywca wieprzowego*, SGGW, Warszawa 2003.
- Ministerstwo Rolnictwa i Rozwoju Wsi: Sektorowy Program Operacyjny: „Restrukturyzacja i modernizacja sektora żywnościowego oraz rozwój obszarów wiejskich”, Narodowy Plan Rozwoju na lata 2004-2006.
- Ostaszewski A., *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 1994.
- Smithson Ch., Smith Jr. C., Wilford D., *Zarządzanie ryzykiem finansowym – instrumenty pochodne, inżynieria finansowa i maksymalizacja wartości*, Oficyna Ekonomiczna, Dom Wydawniczy ABC, Kraków 2000.
- „Rachunkowość” 2005/3, s. 5.
- Raporty rynkowe. Rynek mięsa – stan i perspektywy, 2004-2010*, GUS Warszawa.
- Raporty rynkowe. Rynek drobiu i jaj – stan i perspektywy, 2004-02010*, GUS Warszawa.
- Sierpińska M., Jachna T., *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, PWN, Warszawa 1997.
- Tarczyński W., Mojsiewicz M., *Zarządzanie ryzykiem. Podstawowe zagadnienia*, PWE, Warszawa 2001.
- Ustawa o swobodzie działalności gospodarczej, DzU z 2004 r., nr 173, poz. 1807.
- Woś A., *Konkurencyjność potencjalna polskiego rolnictwa*, Wyd. IERiGŻ, Warszawa 2001.
- Wrzosek W., *Funkcjonowanie rynku*, PWE, Warszawa 1998.
- Zielińska A., *Poziom i metody zarządzania ryzykiem działalności gospodarczej w wybranych zakładach mięsnych* (rozprawa doktorska), SGGW, Warszawa 2008.

MEASUREMENT OF THE ECONOMIC RISK LEVEL ON THE EXAMPLE OF CHOSEN STOCK MEAT ENTERPRISES WITH THE USE OF FINANCIAL INDICATORY ANALYSIS

Summary: The main aim of the article is to assess the level of the economic risk measured by financial fluctuality, debtability, rentability, credibility and productivity indicators in chosen stock meat enterprises. The analysis covered the official financial data (380 units) from *Monitory Polskie* “B” of the enterprises in the period of 2005-2009. The results showed that there was a high level of fluctuality, debtability, rentability risk as well as productivity risk and a medium level of credibility risk. Indeed, the size of an enterprise and the diversity of the economic conditions have a vivid influence on the economic risk of running the analysed stock meat enterprises. The further subject analysis is worth continuation.