

Anetta KUNA-MARSZAŁEK\*

Jakub MARSZAŁEK\*\*

**CZY EKOBIZNES SIĘ OPLACA?  
FINANSOWA CHARAKTERYSTYKA PRZEDSIĘBIORSTW  
PROEKOLOGICZNYCH**

**Wstęp**

Prowadzenie działalności gospodarczej wymaga nieustannych decyzji w zakresie finansów, a w szczególności doboru źródeł kapitału i ich wydatkowania na określone rodzaje aktywów. Ukształtowane relacje bilansu są istotą strategii finansowej i mają kluczowe znaczenie dla przyszłych rezultatów przedsiębiorstwa oraz ryzyka prowadzonej działalności. Nadmierny udział aktywów trwałych w aktywach ogółem oznaczać będzie najczęściej posiadanie silnie rozbudowanych mocy wytwórczych, ale jednocześnie świadczy o znacznym unieruchomieniu majątku, co może być przeszkodą w przypadku zmiany profilu działalności. Po stronie pasywów, nadmierny udział kapitału własnego w kapitale ogółem pozwala na redukcję ryzyka bankructwa spółki, ale jednocześnie istotnie ogranicza możliwości ekspansji gospodarczej podmiotu dzięki dźwigni finansowej. Odpowiednie relacje pasywów i aktywów są zatem bardzo ważne, choć nie do końca można określić, jakie powinny być. Zależy to od wielu czynników zewnętrznych, np. branży, w jakiej podmiot funkcjonuje.

Celem niniejszego artykułu jest próba charakterystyki finansowej przedsiębiorstw z branży zarządzania odpadami i recyklingu. Wybór tego sektora nie jest przypadkowy, gdyż został on zdominowany przez przedsiębiorstwa prywatne, ale świadczące swoje usługi na rzecz podmiotów państwowych lub municypalnych,

---

\* Dr, Katedra Wymiany Międzynarodowej, Uniwersytet Łódzki.

\*\* Dr, Katedra Zarządzania Przedsiębiorstwem, Uniwersytet Łódzki.

których działania są często jedynymi bodźcami rozwojowymi branży<sup>1</sup>. Sektor publiczny jako główny odbiorca może realizować określoną politykę gospodarczą, która może dążyć do ograniczania koncentracji podaży usług poprzez określone procedury kwalifikacyjne. Takie działanie może wspierać małą lokalną przedsiębiorczość i być istotną barierą wzrostu przedsiębiorstwa<sup>2</sup>.

Regulacje sektora publicznego nie muszą być traktowane jedynie jako ograniczenia. Należy zauważyć, że władze lokalne mają duże możliwości wsparcia finansowego firm sektora zarządzania odpadami i recyklingu za pomocą proekologicznych obciążeń fiskalnych<sup>3</sup>. Możliwe jest nawet samofinansowanie takiej działalności z podatków, w ramach polityki ochrony środowiska i uświadamiania proekologicznego ludności i biznesu. Z drugiej strony, ograniczenia budżetowe mogą usztywniać lub wręcz zmniejszać wydatki na zarządzanie odpadami i recykling, zmuszając tym samym przedsiębiorstwa do coraz bardziej efektywnego funkcjonowania lub tworząc warunki do wzrostu konkurencyjności opartej na cenach<sup>4</sup>.

Powyższe uwarunkowania nadają badanej branży wyjątkowe cechy, które determinują zachowania przedsiębiorstw w zakresie polityki finansowania i decyzji inwestycyjnych. Mają one bowiem istotny wpływ na uzyskiwane przychody i możliwe do osiągnięcia zyski, a te z kolei mogą określać przyjętą strategię finansowania. Jakże zatem są przedsiębiorstwa z tego sektora? Jak finansują swoją działalność? Jaką osiągają rentowność w tak specyficznych warunkach? Odpowiedzi na te pytania są celem niniejszego artykułu.

<sup>1</sup> S. Cointreau-Levine, *Private sector participation in municipal solid waste services in developing countries*, Urban Management Programme Discussion Paper, The World Bank, Washington D.C. 1995, s. 15.

<sup>2</sup> Zob. O. Harding, *Organic Waste Collection: A Business Opportunity In Vancouver*, Simon Fraser University 2010, s. 13.

<sup>3</sup> Zob. K. Millock, *Packaging Waste in Sweden: Economics and Policy*, The Centre for Social and Economic Research on the Global Environment Working Paper, University College London 1992; H. Opoku, A. Eik, *Barriers in the EPR System for plastic packaging, Norway*, Program for Industrial Ecology Working Paper, Leiden 2002.

<sup>4</sup> Szerzej: G. Hector, *The Waste of Nations*, Adam Smith Institute, London 2008, s. 28.

## 2. Finansowa charakterystyka badanych przedsiębiorstw

### 2.1. Charakterystyka próby

Badaniu poddano 150 przedsiębiorstw prowadzących działalność w zakresie zarządzania odpadami i recyklingu w latach 2007–2011. Wybrano jedynie te podmioty, dla których dostępne były wszystkie informacje, niezbędne do przeprowadzenia niniejszej analizy. Dane finansowe pobrano z bazy Amadeus, w której zuniifikowano systemy sprawozdawczości finansowej, dzięki czemu możliwe było porównanie przedsiębiorstw z różnych krajów. Badana zbiorowość obejmowała podmioty z następujących krajów: Belgia (12 spółek), Niemcy (31 spółek), Finlandia (19 spółek), Francja (37 spółek), Wielka Brytania (25 spółek), Włochy (11 spółek), Norwegia (5 spółek), Szwecja (10 spółek). Można zatem zauważyć, że rozkład narodowościowy przedsiębiorstw jest stosunkowo równomierny, a występujące różnice wynikają prawdopodobnie z wielkości kraju, z którego spółka pochodzi. Pozwala to na pominięcie lokalnych uwarunkowań badanej działalności w tych krajach, takich jak uwarunkowania prawne czy świadomość ekologiczna społeczeństwa.

Zawarte w tabeli 1 podstawowe charakterystyki statystyczne analizowanej zbiorowości wskazują na silnie zróżnicowanie wartości posiadanych aktywów, przychodów ze sprzedaży czy wyniku finansowego, co jest oczywiście zależne od rozmiarów badanych spółek. Występują zatem przedsiębiorstwa stosunkowo niewielkie o aktywach i przychodach około 0,5 mln euro, jak spółki duże, których aktywa przekraczają 1,5 mln euro, a obroty są rzędu 3 mln euro. Należy jednak podkreślić istotnie niższą wartość mediany w stosunku do średniej arytmetycznej wszystkich badanych parametrów, co świadczy o silnym zróżnicowaniu, potwierdzonym wysoką wartością odchylenia standardowego. Co ciekawe, wartość mediany jest bardziej zbliżona do wartości I niż III kwartyła, a to oznacza, że więcej jest obserwacji o wartościach niższych niż wyższych w stosunku do mediany, czyli więcej jest spółek o stosunkowo niższych aktywach, przychodach ze sprzedaży lub wynikach finansowych. Można zatem przyjąć, że badane przedsiębiorstwa to na ogół spółki małe lub średnie.

TABELA 1: *Charakterystyka aktywów, przychodów ze sprzedaży, zysku operacyjnego i zysku netto badanych przedsiębiorstw w latach 2007–2011 (w tys. euro)*

Wyszczególnienie	Aktywa	Przychody ze sprzedaży	Zysk operacyjny	Zysk netto
Średnia arytmetyczna	6 696,91	15 086,66	689,17	431,22
Odchylenie standardowe	33 780,25	87 854,23	3 420,07	1 968,14
I kwartył	467,53	650,31	36,18	24,53
Mediana	866,36	1 296,12	114,61	83,60
III kwartył	1 696,47	2 885,49	270,69	192,29

Źródło: oprac. własne na podstawie bazy danych Amadeus; www.amadeus.bvdep.com; stan na dzień: 10.04.2012 r.

## 2.2. Analiza rentowności

Interesujących informacji dostarcza analiza rentowności aktywów badanych podmiotów (tab. 2). Przede wszystkim nie obserwuje się tak dużej zmienności. Wartość średniej arytmetycznej i mediana są zbliżone, natomiast odchylenie standardowe jest wyraźnie niższe od średniej. Oznacza to, że spółki uzyskały podobną rentowność mimo różnic wielkości. Wyjątkowy na tym tle jest rok 2009, kiedy to wartość I kwartyła jest ujemna, co oznacza, że ponad 25% badanych spółek osiągnęło stratę, a przeciętna rentowność jest czterokrotnie mniejsza niż pozostałych latach. To był bez wątpienia trudny rok dla tej branży. Warto zauważyć, że 25% najlepszych przedsiębiorstw osiągnęło rentowność aktywów na poziomie połowy badanych w pozostałych latach, o czym świadczy wartość III kwartyła w 2009 r. i mediana w pozostałych latach.

TABELA 2: *Charakterystyka rentowności aktywów ogółem badanych przedsiębiorstw w latach 2007–2011 (w %)*

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010	2011	Średnio
Średnia arytmetyczna	11,71	9,63	2,23	7,51	8,84	7,98
Odchylenie standardowe	6,82	7,10	8,84	5,98	5,80	4,04
I kwartył	4,21	4,18	-2,43	2,53	2,35	3,74
Mediana	10,52	9,81	2,49	7,75	8,37	7,42
III kwartył	16,03	14,86	9,28	12,27	13,87	11,55

Źródło: oprac. własne na podstawie bazy danych Amadeus; www.amadeus.bvdep.com; stan na dzień: 10.04.2012 r.

Analizując wartości rentowności kapitału własnego, można dostrzec zdecydowanie większe zróżnicowanie parametrów w stosunku do wskaźników ROA (tab. 3). Fakt ten należy uzasadnić różnym udziałem kapitału własnego w pasywach ogółem, co zwiększa zmienność obserwacji ROE. Podobnie jak poprzednio, można zauważyć zbliżoną wartość mediany i średniej arytmetycznej oraz niższą od średniej wartość odchylenia standardowego. Ciekawy wydaje się fakt, że w najtrudniejszym roku 2009 średnia rentowność ROE była ujemna, podczas gdy ROA – dodatnia. Wartości mediany obu parametrów w tym czasie są dodatnie. Potwierdza to fakt większego zróżnicowania ROE – co prawda, większość spółek nie poniosła straty, ale te, którym się to nie udało, straciły na tyle dużo, że zaważyło to na wartości średniej. Można przypuszczać, że dotyczyło to przede wszystkim podmiotów o wysokim zadłużeniu, gdyż mają one relatywnie wyższe wartości ROE w porównaniu ze spółkami niezadłużonymi.

TABELA 3: Charakterystyka rentowności kapitałów własnych badanych przedsiębiorstw w latach 2007–2011 (w %)

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010	2011	Średnio
Średnia arytmetyczna	27,9	21,3	-6,2	15,2	18,4	15,3
Odchylenie standardowe	20,6	19,6	62,7	20,7	13,4	11,6
I kwartyl	12,9	10,9	-3,5	5,5	6,5	8,4
Mediana	23,9	20,6	5,9	15,5	16,5	15,1
III kwartyl	36,6	31,2	18,2	26,0	29,2	22,9

Źródło: oprac. własne na podstawie bazy danych Amadeus; [www.amadeus.bvdep.com](http://www.amadeus.bvdep.com); stan na dzień: 10.04.2012 r.

Generalnie pozytywnie należy ocenić wyniki finansowe osiągnięte przez badane przedsiębiorstwa. Spółki, mimo trudności gospodarczych panujących w badanym okresie w Europie, wydają się być względnie odporne na skutki kryzysu. Badane rentowności są stosunkowo stabilne mimo różnej wielkości przedsiębiorstw, co sugeruje trudności uzyskiwania efektu skali w badanej branży oraz względnie stabilną koniunkturę.

Dobre wyniki rentowności kapitałów wynikają z bardzo dobrej rentowności sprzedaży, czego dowodzą dane zawarte w tabeli 4. Przeciętnie wskaźnik ROS jest powyżej 5% i jest zbliżony do wartości ROA, co należy uznać za sukces. Z tabeli 1 wynika, że wartość sprzedaży jest istotnie wyższa od wartości aktywów, co powinno znacząco obniżyć wskaźniki ROS w stosunku do

ROA. Podobnie jak w przypadku rentowności aktywów, nie zaistniała średnia ujemna rentowność w 2009 r., choć wyniki w tym okresie są wyraźnie gorsze.

TABELA 4: *Charakterystyka rentowności sprzedaży badanych przedsiębiorstw w latach 2007–2011 (w %)*

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010	2011	Średnio
Średnia arytmetyczna	7,03	6,34	2,30	5,25	5,85	5,36
Odchylenie standardowe	5,99	8,04	7,07	6,60	6,19	4,76
I kwartył	2,61	2,24	-1,85	1,42	1,78	2,10
Mediana	5,90	5,06	1,83	4,34	4,85	4,41
III kwartył	10,54	10,13	6,76	9,53	8,78	8,47

Źródło: oprac. własne na podstawie bazy danych Amadeus; www.amadeus.bvdep.com; stan na dzień: 10.04.2012 r.

Analiza marży zysku operacyjnego pozwala przypuszczać, że wysoka rentowność działalności ma podstawy operacyjne (tab. 5).

TABELA 5: *Charakterystyka marży zysku operacyjnego badanych przedsiębiorstw w latach 2007–2011 (w %)*

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010	2011	Średnio
Średnia arytmetyczna	10,06	8,88	3,85	7,62	8,28	7,74
Odchylenie standardowe	3,77	4,96	8,70	2,85	4,15	2,89
I kwartył	4,13	3,75	-1,22	2,54	3,83	3,43
Mediana	8,50	7,36	3,45	6,41	7,23	6,91
III kwartył	14,34	13,02	9,37	13,42	12,13	11,10

Źródło: oprac. własne na podstawie bazy danych Amadeus; www.amadeus.bvdep.com; stan na dzień: 10.04.2012 r.

Badane przedsiębiorstwa przeciętnie są w stanie uzyskać 8% nadwyżkę przychodów operacyjnych nad poniesionymi nakładami w tym obszarze. Co więcej, wartość I kwartyła marży zysku operacyjnego w roku 2009 jest najniższa w porównaniu z analogicznymi wskaźnikami ROA, ROE i ROS. Potwierdza to wcześniejsze przypuszczenia trudności finansowych dotyczących spółki zadłużone. Mniej niż 25% badanych spółek nie pokryła w tym czasie kosztów operacyjnych, i to w stosunkowo niewielkim zakresie. Wartość tego parametru wskazuje, że ogólne trudności gospodarcze nieznacznie zdeterminowały

efektywność prowadzonej działalności badanej branży, jeszcze raz dowodząc stabilnej koniunktury. Świadczy o tym ponadto relatywnie niski poziom odchylenia standardowego wskaźnika marży zysku operacyjnego w badanym okresie, oczywiście poza rokiem 2009.

### 2.3. Analiza polityki finansowania

Badane przedsiębiorstwa osiągają nie tylko dobre wyniki finansowe, ale również prowadzą bardzo bezpieczną politykę finansowania. Dowodem tego jest zgodność z tzw. złotą regułą finansowania, zgodnie z którą wartość kapitałów stałych<sup>5</sup> powinna przewyższać wartość majątku trwałego przedsiębiorstwa<sup>6</sup>. Aktywa trwałe stanowią sedno majątku przedsiębiorstwa. Ryzyko utraty ich finansowania może skutkować zaprzestaniem prowadzonej działalności, ponieważ często niemożliwe jest zmniejszenie wartości aktywów trwałych z uwagi na rzeczową naturę.

Niemalże we wszystkich przypadkach spełniono zalecenia złotej reguły finansowania (tab. 6). Co więcej, uzyskane relacje istotnie przekraczają oczekiwane normy, o czym świadczy wysoka wartość odchylenia standardowego i duża różnica pomiędzy wartością średniej arytmetycznej i mediany. W wielu przypadkach wartość średnia jest zbliżona do wartości III kwartyła, co wskazuje na tendencję do zawyżania relacji kapitału stałego w stosunku do majątku trwałego. Oznacza to prowadzenie zachowawczej polityki finansowania, opartej na kapitałach własnych i długi długoterminowym. Spółki te wykazują rosnącą awersję do ryzyka finansowego. Ciekawym wydaje się ponadto to, że w „trudnym” roku 2009 badana relacja ma wartości najwyższe i jedną z najniższych zmienności. Wynika to ze zwiększenia zadłużenia, zwłaszcza długoterminowego, które mogło być wykorzystane do pokrycia niedoborów finansowych.

<sup>5</sup> Kapitał stały to kapitał pozostający długo w przedsiębiorstwie, a zatem kapitał własny i zobowiązania długoterminowe.

<sup>6</sup> **W. Dębski**, *Theoretical and Practical Aspects of Corporate Finance Management*, Wyd. UŁ, Łódź 2005, s. 58.

TABELA 6: *Charakterystyka złotej reguły finansowania badanych przedsiębiorstw w latach 2007–2011 (w %)*

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010	2011	Średnio
Średnia arytmetyczna	2,84	2,84	2,87	2,52	2,86	2,79
Odchylenie standardowe	6,17	4,80	3,91	3,39	7,41	4,46
I kwartył	0,94	1,04	1,06	1,05	1,08	1,11
Mediana	1,47	1,42	1,60	1,56	1,61	1,68
III kwartył	2,70	2,85	2,49	2,93	3,22	2,79

Źródło: oprac. własne na podstawie bazy danych Amadeus; www.amadeus.bvdep.com; stan na dzień: 10.04.2012 r.

Zmienność relacji kapitału stałego i majątku trwałego wynika przede wszystkim ze zmienności pasywów, o czym świadczą wyliczenia zawarte w tabeli 7. Badane przedsiębiorstwa charakteryzują się bardzo stabilną strukturą aktywów. Udział aktywów trwałych w aktywach ogółem wynosi średnio 40% i nie jest szczególnie zróżnicowany w badanej grupie. Dowodzą tego bardzo zbliżone wartości średniej arytmetycznej i mediany. Warto też podkreślić relatywnie niską i praktycznie niezmienną wartość odchylenia standardowego. To po raz kolejny potwierdza stabilny charakter prowadzonej działalności.

TABELA 7: *Charakterystyka udziału aktywów trwałych w aktywach ogółem badanych przedsiębiorstw w latach 2007–2011 (w %)*

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010	2011	Średnio
Średnia arytmetyczna	0,40	0,40	0,41	0,39	0,38	0,40
Odchylenie standardowe	0,23	0,22	0,22	0,22	0,22	0,21
I kwartył	0,21	0,22	0,26	0,20	0,20	0,23
Mediana	0,39	0,39	0,40	0,37	0,35	0,38
III kwartył	0,60	0,55	0,60	0,55	0,55	0,56

Źródło: oprac. własne na podstawie bazy danych Amadeus; www.amadeus.bvdep.com; stan na dzień: 10.04.2012 r.

Niezmienną strukturze aktywów towarzyszy nieco bardziej zróżnicowana struktura kapitału, choć można dostrzec zmienność tylko w wybranych obszarach. Analiza udziału kapitału własnego w pasywach ogółem dostarcza kilka interesujących spostrzeżeń (tab. 8). Przede wszystkim można zaobserwować podobną jak w strukturze aktywów zmienność mierzoną odchyleniem standardowym. Wartość średniej arytmetycznej i zbliżonej do niej mediany są jednak wyższe niż wyznaczone w tabeli 7. Oznacza to, że badane przedsiębiorstwa



realizują stabilną politykę finansowania, o wskazanym wcześniej defensywnym charakterze. Świadczy o tym większy udział kapitałów własnych w pasywach ogółem w stosunku do udziału aktywów trwałych w aktywach ogółem (tab. 9).

TABELA 8: Charakterystyka udziału kapitału własnego w pasywach ogółem badanych przedsiębiorstw w latach 2007–2011 (w %)

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010	2011	Średnio
Średnia arytmetyczna	0,45	0,47	0,48	0,48	0,49	0,47
Odchylenie standardowe	0,19	0,20	0,23	0,22	0,22	0,20
I kwartył	0,30	0,33	0,28	0,32	0,35	0,33
Mediana	0,45	0,45	0,46	0,47	0,48	0,47
III kwartył	0,61	0,62	0,66	0,65	0,67	0,62

Źródło: oprac. własne na podstawie bazy danych Amadeus; www.amadeus.bvdep.com; stan na dzień: 10.04.2012 r.

Stosunek obu relacji określa tzw. złota reguła bilansowa, wedle której wartość kapitałów własnych powinna być mniejsza od wartości aktywów trwałych przedsiębiorstwa<sup>7</sup>. Zasada ta stanowi ważną przeciwwagę dla złotej reguły finansowania i jej zalecenia wspierają rozwój przedsiębiorstwa. Niepełne pokrycie aktywów trwałych kapitałem własnym wymusza na zarządzających przedsiębiorstwem korzystanie z długu. Co ważne, w myśl złotej reguły finansowania, jest to dług stosunkowo bezpieczny, bo niewymagalny w krótkim terminie. Uzyskane wyniki wskazują na nadwyżkę kapitałów własnych nad wartością majątku trwałego, co łamie zasadę złotej reguły bilansowej i dowodzi nadmiernego wykorzystania kapitałów własnych do finansowania działalności.

TABELA 9: Charakterystyka udziału zobowiązań długoterminowych w pasywach ogółem badanych przedsiębiorstw w latach 2007–2011 (w %)

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010	2011	Średnio
Średnia arytmetyczna	0,13	0,12	0,15	0,12	0,11	0,13
Odchylenie standardowe	0,14	0,14	0,16	0,15	0,14	0,13
I kwartył	0,01	0,01	0,02	0,01	0,01	0,03
Mediana	0,08	0,07	0,10	0,07	0,05	0,08
III kwartył	0,20	0,19	0,20	0,17	0,17	0,17

Źródło: oprac. własne na podstawie bazy danych Amadeus; www.amadeus.bvdep.com; stan na dzień: 10.04.2012 r.

<sup>7</sup> *Ibidem*, s. 59.

Próba utrzymania stałego udziału kapitału własnego w pasywach wymaga aktywnego zarządzania zobowiązaniami. Analizowane przedsiębiorstwa realizują ten cel częściowo za pomocą zaciągania zobowiązań długoterminowych, choć nie wydaje się, aby na tym opierała się polityka finansowania. Jest to zresztą uzasadnione, chcąc bowiem zachować określoną strukturę bilansu, należy przede wszystkim oddziaływać na jego najbardziej płynne elementy, gdyż tylko one mogą w krótkim czasie pomóc w utrzymaniu żądanych relacji. Poziom wykorzystania długoterminowych kapitałów obcych w pasywach oscyluje wokół 13%. Należy jednak podkreślić, że badane przedsiębiorstwa wykazały wysoką różnorodność w tym zakresie, o czym świadczy istotna różnica pomiędzy wartością średniej arytmetycznej i mediany oraz znaczna wartość odchylenia standardowego. Mediana przyjmuje wyraźnie niższe wartości w stosunku do średniej, co oznacza, że większość przedsiębiorstw w mniejszym stopniu wykorzystuje długoterminowe kapitały obce. Warto także zauważyć, że wartość średniej arytmetycznej jest mniej więcej pomiędzy wartością mediany i III kwartyli, co oznacza, że stosowanie długu długoterminowego jest rzadkie, ale sporadycznie może mieć wysoką wartość.

Zachowawcza polityka finansowania widoczna jest nie tylko w relacji kapitału długoterminowego i majątku trwałego, ale także w przypadku polityki płynności finansowej (tab. 10). Wskaźnik bieżącej płynności to relacja wartości majątku obrotowego podmiotu do wartości zaciągniętych zobowiązań krótkoterminowych. Według tego miernika, strategia finansowa przedsiębiorstwa określona jest jako agresywna i ryzykowna, gdy poziom wskaźnika jest niższy od 1,5<sup>8</sup>. Gdy wartość wspomnianej relacji przekroczy 2, strategię podmiotu uważa się za zachowawczą. Spółka ma wówczas nadpłynność finansową, co może spowalniać jej rozwój. Przyjęte wartości dopełniają złote zasady finansowania i bilansowa. Majątek trwały powinien być częściowo finansowany kapitałem własnym, resztę powinny pokrywać zobowiązania długoterminowe, które także częściowo należy wykorzystywać do finansowania majątku obrotowego. Taka strategia zapewnia bezpieczny, ale w miarę dynamiczny rozwój i wspiera działalność operacyjną<sup>9</sup>.

<sup>8</sup> R. Machala, *Praktyczne zarządzanie finansami firmy*, PWN, Warszawa 2004, s. 404.

<sup>9</sup> J. Ostaszewski, *Finanse*, Difin, Warszawa 2008, s. 397.

TABELA 10: Charakterystyka wskaźnika bieżącej płynności badanych przedsiębiorstw w latach 2007–2011 (w %)

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010	2011	Średnio
Średnia arytmetyczna	1,81	1,97	2,69	2,10	2,31	2,18
Odchylenie standardowe	1,04	1,15	3,57	1,27	1,38	1,27
I kwartył	1,03	1,16	1,16	1,20	1,23	1,22
Mediana	1,50	1,59	1,64	1,62	1,71	1,64
III kwartył	2,21	2,33	2,78	2,43	2,56	2,41

Źródło: oprac. własne na podstawie bazy danych Amadeus; www.amadeus.bvdep.com; stan na dzień: 10.04.2012 r.

Przedstawiona w tabeli 10 charakterystyka wskaźnika płynności dowodzi utrzymania wysokiej płynności badanych przedsiębiorstw. We wszystkich przypadkach wartość mediany i średniej arytmetycznej mieści się określonych teorią progach. Warto zauważyć, że wartość średniej arytmetycznej jest wyższa od wartości mediany, co wskazuje na występowanie przedsiębiorstw o silnej nadpłynności. Sytuacja ta szczególnie jest widoczna w latach 2009–2011. Co więcej, wartości I kwartyła oscylują w granicach 1,16–1,23, co oznacza, że prawie 75% badanych wykazało bezpieczny poziom płynności<sup>10</sup>. Ponad 25% podmiotów charakteryzuje się płynnością powyżej 2,2. To bardzo wysokie wartości potwierdzające dotychczasową opinię o stosowanej polityce finansowania. Ciekawe wydaje się to, że zmienność wskaźnika bieżącej płynności jest relatywnie niższa od zmienności udziału zobowiązań długoterminowych w pasywach ogółem. Jeśli dodatkowo uwzględni się fakt niskiej zmienności udziału aktywów trwałych w aktywach ogółem, to można zauważyć, że aktywa obrotowe mają również stosunkowo stabilny udział w sumie bilansowej. Oznacza to, że czynnikiem, który determinuje zmienność wskaźnika bieżącej płynności, są zobowiązania krótkoterminowe. Można jeszcze zauważyć, iż różnorodność wskaźnika płynności bieżącej jest istotnie niższa od zmienności udziału zobowiązań długoterminowych w pasywach ogółem. Potwierdza to wcześniejsze przypuszczenia, że pożądaną strukturę kapitałową przedsiębiorstwa uzyskują poprzez zarządzanie długoterminowym kapitałem obcym, stąd jego silnie zmienny udział w sumie kapitałów. Dowodzi to także bardzo

<sup>10</sup> Część autorów uważa, że postulowany przedział wartości wskaźnika bieżącej płynności powinien być szerszy i wynosić 1,2–2,0; G. Michalski, *Strategiczne zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, CeDeWu, Warszawa 2010, s. 94.

ostrożnej polityki finansowania realizowanej przez badane podmioty, choć nie do końca zgodnej z zaleceniami teorii.

### 3. Wnioski

Przeprowadzona w pracy analiza pozwala na dość spójną charakterystykę sytuacji finansowej badanych przedsiębiorstw, mimo że są one różnej wielkości i pochodzą z różnych krajów. Przede wszystkim można zaobserwować stosunkowo jednorodną rentowność prowadzonej działalności, której towarzyszą najczęściej wysokie wartości wskaźników. Niska zmienność wskaźnika ROA, który osiąga dobre wartości, świadczy, że spółki potrafią racjonalnie zarządzać majątkiem, bez względu na jego wielkość. Najlepszym tego dowodem jest bardzo dobra rentowność sprzedaży ROS, zbliżona do rentowności ROA, choć uzyskane wyniki nie są już tak jednorodne. Jeśli dodatkowo uwzględni się relatywnie niską zmienność marży zysku operacyjnego, można stwierdzić, że przedsiębiorstwa funkcjonują we względnie stabilnych warunkach popytowych, co wynika ze specyfiki branży. Znaczną część przychodów spółki mają zakontraktowane, zaś rosnące gospodarki coraz bardziej potrzebują usług w zakresie zarządzania odpadami i recyklingu. Szczególnie recykling wydaje się silnie uzasadniony ekonomicznie w warunkach rosnących cen surowców naturalnych. Wydaje się, że badane spółki w większości świetnie wykorzystują sprzyjające im warunki.

Stosunkowo stabilne przychody ze sprzedaży powinny sprzyjać stałemu i dość wysokiemu zadłużeniu, tym bardziej że spółki osiągają dobrą rentowność działalności. Dzięki temu możliwe jest wykorzystanie dźwigni finansowej, która pozwala na zwiększenie zakresu działalności lub ograniczenie wykorzystania kapitałów własnych. W tym kontekście może nieco dziwić stosowanie przez badane podmioty bardzo zachowawczej polityki finansowania, która przejawia się przede wszystkim w nadmiernym udziale kapitału własnego w pasywach oraz wysokim poziomie bieżącej płynności finansowej. Takie postępowanie może istotnie ograniczać możliwości wzrostu przedsiębiorstwa. Czym można je wytłumaczyć? Wydaje się, że jest to uwarunkowane branżowo. Spółki recyklingowe i zarządzające odpadami opierają się w dużej mierze na kontraktach, z których znaczna część pochodzi z sektora publicznego. Oznacza to, że popyt

na ich usługi jest ograniczony i nie może dowolnie wzrastać. To może istotnie zniechęcać właścicieli do stosowania ekspansywnych strategii finansowych.

Z drugiej strony, stabilne przychody finansowane kapitałem obcym pozwoliłyby na ograniczenie zaangażowania kapitałów własnych. Zadłużanie się pociąga jednak za sobą wzrost ryzyka finansowego, w tym ryzyka bankructwa. Jeśli po raz kolejny uwzględni się specyfikę branży, w dużej mierze regulowanej przepisami ochrony środowiska, można łatwo dostrzec występowanie znacznego ryzyka politycznego, konkretnie – ryzyka zmiany prawa<sup>11</sup>. Z tego względu przedsiębiorcy mogą unikać agresywnych strategii finansowych, mając na uwadze potencjalne zmiany regulacji.

Ocena finansowych warunków funkcjonowania przedsiębiorstw z branży zarządzania odpadami i recyklingu nie jest zatem jednoznaczna. Z jednej strony, można stwierdzić, że sektor ten jest oparty na stabilnych przychodach, które rosną w miarę wzrostu gospodarczego. Z drugiej zaś strony, możliwości samodzielnego oddziaływania na tempo wzrostu przedsiębiorstwa są często ograniczone decyzjami administracyjnymi. Jest to zatem opłacalny biznes, ale bardzo ryzykowny i prowadzony mimo wszystko w niepewnych warunkach.

## Bibliografia

- Cointreau-Levine S.**, *Private sector participation in municipal solid waste services in developing countries*, Urban Management Programme Discussion Paper, The World Bank, Washington D.C. 1995.
- Dębski W.**, *Theoretical and Practical Aspects of Corporate Finance Management*, Wyd. UŁ, Łódź 2005.
- Harding O.**, *Organic Waste Collection: A Business Opportunity In Vancouver*, Simon Fraser University 2010.
- Hector G.**, *The Waste of Nations*, Adam Smith Institute, London 2008.
- Kaczmarek T.**, *Ryzyko i zarządzanie ryzykiem. Ujęcie interdyscyplinarne*. Difin, Warszawa 2006.
- Machala R.**, *Praktyczne zarządzanie finansami firmy*, PWN, Warszawa 2004.
- Michalski G.**, *Strategiczne zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, CeDeWu, Warszawa 2010.
- Millock K.**, *Packaging Waste In Sweden: Economics And Policy*, The Centre for Social and Economic Research on the Global Environment Working Paper, University College London 1992.

---

<sup>11</sup> **T. Kaczmarek**, *Ryzyko i zarządzanie ryzykiem. Ujęcie interdyscyplinarne*, Difin, Warszawa 2006, s. 64–68.

**Opoku H., Eik A.**, *Barriers in the EPR System for plastic packaging, Norway*, Program for Industrial Ecology Working Paper, Leiden 2002.

**Ostaszewski J.**, *Finanse*, Difin, Warszawa 2008.  
www.amadeus.bvdep.com

Anetta KUNA-MARSZAŁEK

Jakub MARSZAŁEK

## IS ECO-BUSINESS PROFITABLE? THE FINANCIAL CHARACTERISTICS OF GREEN COMPANIES

### (Summary)

The purpose of this article is the financial characteristics of companies in the industry of waste management and remediation services. The choice of this sector results from its specificity. The sector is mainly dominated by private companies providing its services to the state or municipal entities, whose activities are often the only incentives for growth. The public sector, as the main recipient of those services, may pursue specific economic policy and seek to limit the concentration of supply of services using qualification procedures. On the one hand, such actions may support the small local companies, but on the other hand can be a significant barrier to business growth.

The specific features of the industry determine the behavior of firms in the areas of financing and investment decisions. They have a significant impact on revenues and profits can be achieved and they may specify the financing strategy. What are the companies from this sector? How do they finance their activities? What is their profitability in such specific market conditions? The goal of the article is answer to these questions.