

*Anna Stepniak-Kucharska**

EFEKTYWNOŚĆ PROCESÓW PRYWATYZACYJNYCH DUŻYCH PRZEDSIĘBIORSTW PRZEMYSŁOWYCH W LATACH 1990–2004

1. WSTĘP

Zmiany systemu społeczno-gospodarczego, które zostały zapoczątkowane na przełomie lat 1989/1990 wywierają wpływ zarówno na sferę mikro- jak i makroekonomiczną gospodarki. Jedną z istotnych konsekwencji przechodzenia polskiej gospodarki z systemu centralnego planowania do systemu rynkowego jest systematyczny spadek znaczenia sektora publicznego. Na wzrost udziału sektora prywatnego w tworzeniu PKB ma wpływ przede wszystkim dynamiczny rozwój małej i średniej przedsiębiorczości. Zmiany te jednak spowodowane są również przekształceniami dokonującymi się w sferze przedsiębiorstw publicznych. Ubywanie podmiotów tego sektora wynika głównie z procesów prywatyzacyjnych, ale także stanowi konsekwencję działania mechanizmów samooczyszczających rynku, w wyniku których podmioty najsłabsze wypadają z niego.

Celem opracowania jest ocena kondycji finansowej przedsiębiorstw publicznych i prywatnych obejmująca okres od 1990 do 2004 roku. Zadaniem przeprowadzonej analizy jest określenie czy niesprywatyzowane przedsiębiorstwa rzeczywiście gorzej przystosowują się do mechanizmów rynkowych i tym samym osiągają gorsze wyniki finansowe.

W ramach weryfikacji hipotezy przedstawione zostaną analizy porównawcze wartości podstawowych wskaźników finansowych. Ocena firm dokonana zostanie w oparciu o wskaźniki rentowności (operacyjnej netto, sprzedaży, aktywów i kapitałów własnych), wskaźników płynności (bieżącej i podwyższonej) oraz wskaźniki zadłużenia (ogólnego, kapitału własnego oraz kredytowego).

* Dr, Instytut Ekonomii UL.

2. PRZEKSZTAŁCENIA WŁASNOŚCIOWE POLSKICH PRZEDSIĘBIORSTW

Zmiany własnościowe dokonujące się w naszym kraju od roku 1990 opierają się na dwóch podstawowych filarach – rozwoju prywatnej przedsiębiorczości (głównie małej i średniej) oraz na procesach prywatyzacyjnych dotychczasowej własności publicznej.

Pojęcie prywatyzacji używane jest w dwóch znaczeniach. W ujęciu szerokim prywatyzacja to szereg różnorodnych działań, mających na celu zmianę struktury własności w danym kraju, na korzyść własności prywatnej, przy jednoczesnej redukcji zaangażowania państwa w gospodarce¹. W polskich warunkach sprowadza się ona do sześciu podstawowych form: prywatyzacji oddolnej (założycielskiej), prywatyzacji (odpłatnej bądź nieodpłatnej) niegospodarczego mienia publicznego, prywatyzacji w formie konwersji długu na akcje, prywatyzacji powszechnej (NFI), prywatyzacji bezpośredniej oraz prywatyzacji pośredniej (kapitałowej).

Prywatyzacja w wąskim znaczeniu, nazywana także prywatyzacją właściwą², jest natomiast procesem transformacji własności państwowej we własność niepaństwowych osób prawnych lub fizycznych. Obejmuje więc trzy ostatnie procesy – prywatyzację bezpośrednią i kapitałową oraz prywatyzację masową (bezkapitałową).

Prywatyzacja bezpośrednia, nazywana także likwidacyjną polega na zadysponowaniu przez Skarb Państwa aktywami zlikwidowanego przedsiębiorstwa państwowego. Przeznaczona jest dla przedsiębiorstw małych i średnich. W ramach jej funkcjonowania można wyróżnić dwa etapy – pierwszy do 22 października 1996 r. i drugi po tym okresie. Do 22 października 1996 r. prywatyzacja bezpośrednia odbywała się w oparciu o trzy różne akty prawne – ustawę o prywatyzacji, ustawę o przedsiębiorstwie państwowym i prawo upadłościowe³. W oparciu o ustawę o prywatyzacji przekształcano małe i średnie przedsiębiorstwa, będące w dobrej sytuacji finansowej. Prywatyzacja w oparciu o ustawę o przedsiębiorstwie państwowym i prawo upadłościowe dotyczyła przedsiębiorstw o złej kondycji finansowej.

¹ M. Bałtowski, *Prywatyzacja przedsiębiorstw państwowych. Przebieg i ocena*, PWN, Warszawa 1998, s. 19.

² L. Balcerowicz, *Determinanty i kierunki prywatyzacji w Polsce: próba przeglądu zagadnień*, [w:] J. W. Bossak (red.) *Prywatyzacja w Polsce. Szanse i zagrożenia*, Instytut Gospodarki Światowej SGH, Warszawa 1994, s. 5.

³ Ustawa z 25.09.1981 r. o przedsiębiorstwach państwowych; Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 30.11.1981 r. w sprawie wykonania ustawy o przedsiębiorstwach państwowych; Ustawa z dnia 13.07.1990 r. o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych; Ustawa z dnia 9.11.1990 r. o rozszerzeniu działania ustawy o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych.

Wprowadzona 22 października 1996 r. ustawa o prywatyzacji i komercjalizacji przedsiębiorstw państwowych uprościła procedurę prywatyzacji bezpośredniej, wydziałając z niej likwidację oraz zawężając krąg przedsiębiorstw, których dotyczy. Przedsiębiorstwo może przystąpić do działań prywatyzacyjnych zgodnych z nową ustawą, jeżeli zatrudnienie 31 grudnia 1995 roku nie przekraczało 500 osób, wartość sprzedaży towarów i usług w roku 1995 nie przekroczyła równowartości 6 mln ECU⁴ oraz wysokość funduszy własnych w dniu 31.12.1995 r. nie była wyższa niż równowartość 2 mln ECU.

Zarówno przed 22 października 1996 r. jak i po, prywatyzacja bezpośrednia mogła przybierać formę sprzedaży przedsiębiorstwa lub zorganizowanych części jego mienia, wniesienia przedsiębiorstwa lub zorganizowanej jego części do spółki oraz oddania na czas oznaczony do odpłatnego korzystania przedsiębiorstwa lub zorganizowanej jego części spółce z udziałem pracowników (leasing pracowniczy; pracownicza prywatyzacja lewarowana).

Prywatyzacja pośrednia dotyczy dużych przedsiębiorstw. Przebiega w dwóch etapach. W pierwszym etapie następuje komercjalizacja, czyli przekształcenie przedsiębiorstwa państwowego w jednoosobową spółkę Skarbu Państwa (najczęściej w spółkę akcyjną, ale także w spółkę z ograniczoną odpowiedzialnością). Kolejnym etapem jest sprzedaż utworzonej spółki. Zbycie udziałów/akcji przedsiębiorstwa może się odbywać w trzech formach – w wyniku oferty publicznej, przetargu publicznego lub publicznego zaproszenia do rokowań.

Prywatyzacja masowa realizowana jest w oparciu o program Narodowych Funduszy Inwestycyjnych⁵. Istotą programu jest bezkapitałowy sposób prywatyzowania uczestniczących w programie jednoosobowych spółek Skarbu Państwa. W ramach tej prywatyzacji utworzono 15 Narodowych Funduszy Inwestycyjnych, w skład których weszło 512 uprzednio skomercjalizowanych przedsiębiorstw. Akcje spółek parterowych objęli: fundusz wiodący (33%), pozostałe 14 funduszy (łącznie 27%), pracownicy (15%) i Skarb Państwa (25%). Fundusze są zarządzane przez wyspecjalizowane firmy zarządcze. Podstawowym celem działania NFI jest pomnażanie swojego majątku, w szczególności poprzez powiększanie wartości akcji spółek, których akcjonariuszami są fundusze. Fundusze dążą do osiągnięcia tych celów poprzez bezpośredni lub pośredni udział w restrukturyzacji, wsparcie w procesie prywatyzacji i poszukiwanie inwestorów strategicznych.

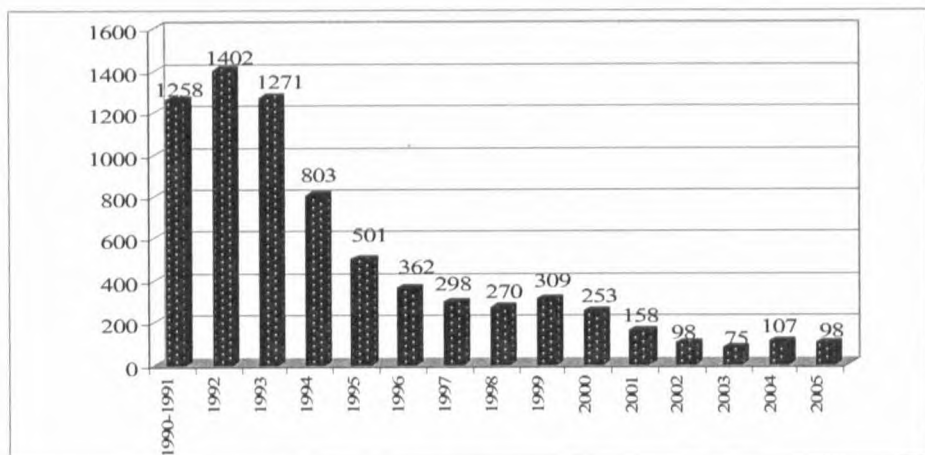
Do końca 2005 roku procesami przekształceń własnościowych objęte zostały 7.263 przedsiębiorstwa⁶ (zob. Wykres 1). W grupie tej 1.584 przedsiębiorstwa

⁴ Przeliczonych wg tabeli NBP z dnia 31.12.1995 r.

⁵ Ustawa z 30 kwietnia 1993 r. o narodowych funduszach inwestycyjnych i ich prywatyzacji (Dz. U. nr 44, poz. 202, z późniejszymi zmianami).

⁶ *Prywatyzacja przedsiębiorstw państwowych i jej efekty gospodarcze w 2005 r.*, GUS, Warszawa 2006, s. 28, 48.

zostały skomercjalizowane, a 349 spółek sprywatyzowano kapitałowo. W okresie tym 2.132 przedsiębiorstwa objęte zostały prywatyzacją bezpośrednią, w tym 2.053 sprywatyzowano, a 512 firm włączonych zostało do programu NFI. Z grupy przedsiębiorstw państwowych 1.893 poddanych zostało likwidacji z mocy ustawy o przedsiębiorstwie państwowym a w 997 postępowanie likwidacyjne zakończone. Ogółem, w ciągu ostatnich 15 lat różnym formom prywatyzacji poddanych zostało prawie 92%⁷ przedsiębiorstw państwowych a końcu roku 2005 w Polsce funkcjonowało 712 podmiotów państwowych, w tym w 559 z nich miały miejsce różnego rodzaju przekształcenia stanu organizacyjno-prawnego.



Wykres 1. Przedsiębiorstwa państwowe objęte procesami przekształceń własnościowych w latach 1990–2005

Źródło: *Prywatyzacja przedsiębiorstw państwowych i jej efekty gospodarcze w 2005 r.*, GUS, Warszawa 2006, s. 28.

3. DOBÓR PRÓBY

Analiza przeprowadzona została w oparciu o badania ankietowe przeprowadzone na grupie 156 dużych przedsiębiorstw przemysłowych, które w roku 1990 były dużymi przedsiębiorstwami państwowymi. Lista przedsiębiorstw opracowana została w oparciu o dane Ministerstwa Finansów,

⁷ Z 8.453 przedsiębiorstw państwowych funkcjonujących w roku 1990 pozostało 712, co stanowi 8,4%.

Ministerstwa Gospodarki oraz Listę „500” największych przedsiębiorstw przemysłowych przygotowywanej corocznie przez INE PAN⁸.

Przedsiębiorstwa poddane badaniom empirycznym dobrane zostały w pary – przedsiębiorstwo publiczne i prywatne. Za przedsiębiorstwa publiczne (państwowe) uznane zostały podmioty, w których dominującym właścicielem pozostaje Skarb Państwa, a więc przedsiębiorstwa państwowe, jednoosobowe spółki skarbu państwa oraz przedsiębiorstwa włączone do NFI, w których nie nastąpiły zmiany własnościowe. Podział taki z całą pewnością nie odpowiada przyjętym klasyfikacjom, gdyż ostatnie dwie grupy przedsiębiorstw, a więc podmioty skomercjalizowane oraz NFI uznawane są za firmy sprywatyzowane, jednak w związku z tym, iż w przedsiębiorstwach tych nastąpiła jedynie zmiana formy organizacyjno-prawnej w opracowaniu uznano je za podmioty nadal pozostające własnością publiczną.

Pary dobierane były w taki sposób, aby przedsiębiorstwa wykazywały jak największe podobieństwo. W ramach doboru firm brano pod uwagę m.in. rodzaj prowadzonej działalności (EKD), potencjał produkcyjny, poziom techniczny majątku i wyrobów, sytuację finansową oraz pozycję na rynku krajowym i rynkach zagranicznych⁹.

Badania empiryczne przeprowadzone zostały w dwóch etapach. Etap pierwszy obejmuje program badawczy przeprowadzony w latach 1997–1998 przez INE PAN na zlecenie Ministerstwa Skarbu Państwa (PBZ-001-09), obejmujący okres od 1990 do 1997 roku. W drugim etapie dane obejmujące lata 1998–2004 zebrane zostały przez autorkę opracowania.

4. ANALIZA RENTOWNOŚCI

Podstawowym celem działania każdego przedsiębiorstwa jest maksymalizacja zysku, a co jest z tym związane zwiększanie rentowności działania. Dlatego też, wskaźniki rentowności, nazywane również wskaźnikami zyskowności (profitability) są podstawowym miernikiem oceny efektywności działania przedsiębiorstwa. Wyrażają one relacje zysku liczonego na różnych poziomach działalności gospodarczej do osiągniętego przychodu ze sprzedaży lub poniesionych nakładów¹⁰. W opracowaniu wykorzystano zestaw

⁸ E. Mączyńska, *Restrukturyzacja przedsiębiorstw w procesie transformacji gospodarki polskiej*, s. 3.

⁹ Szerzej na temat doboru próby: A. Krajewska, *Procesy restrukturyzacji dużych przedsiębiorstw. Zakres i wstępne rezultaty badań ankietowych. Aspekty metodologiczne*, INE PAN, Warszawa 1999.

¹⁰ M. Wypych (red.), *Finanse przedsiębiorstw z elementami zarządzania i analizy*, Absolwent, Łódź 1997, s. 211.

standardowych wskaźników rentowności opartych na modelu Du'Pont'a: ROS, ROA, ROE uwzględniających wynik netto.

W znacznej części analizowanego okresu *wskaźnik rentowności operacyjnej netto*¹¹ (RON) wykazywał podobną tendencję w obu grupach przedsiębiorstw (zob. wykres 2). Wyjątek stanowiły jedynie lata 1992, 1996 i 1999, w których wzrostowi RON przedsiębiorstw prywatnych towarzyszy spadek rentowności firm¹² publicznych.

W znacznej części analizowanego okresu przedsiębiorstwa prywatne charakteryzowały się korzystniejszymi wartościami wskaźnika. Wyjątek stanowiły lata 1994-1995, kiedy przedsiębiorstwa publiczne zanotowały wyższą (znacząco) rentowność operacyjną. W głównej mierze wynikało to z działania ustawy o przedłużeniu¹³, na mocy której przedsiębiorstwa państwowe mogły skorzystać z umorzenia swoich długów¹⁴. W efekcie oddłużania przedsiębiorstwa państwowe wykazywały w tych latach znaczący wzrost zysku (zysków nadzwyczajnych), a co za tym idzie rentowności operacyjnej.

W obu grupach przedsiębiorstw po roku 2001 widoczna jest poprawa rentowności operacyjnej. Firmy sprywatyzowane wykazywały jednak znacznie wyższy średni poziom wskaźnika i w roku 2004, po raz pierwszy od 7 lat, wypracowały zysk netto. Co istotne, podmioty publiczne, mimo ciągle ujemnej wartości wskaźnika znacząco zmniejszają poziom ponoszonych strat i w najbliższych latach powinny zacząć wypracowywać zyski na działalności.

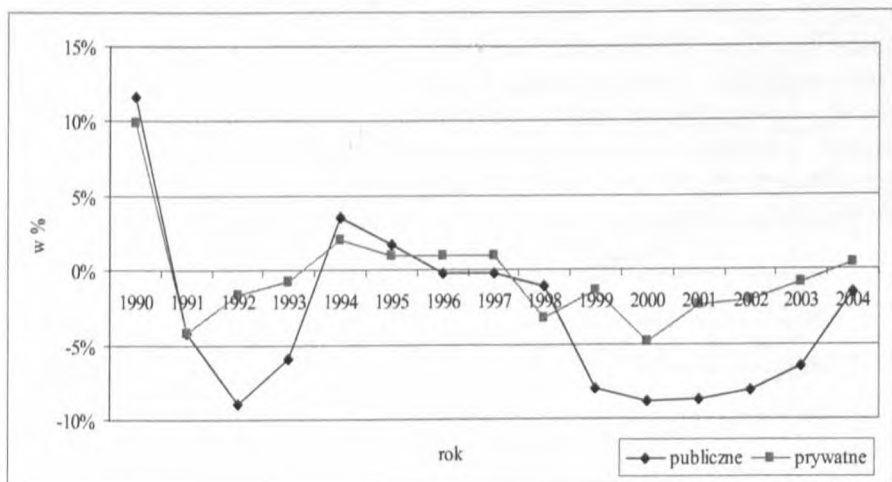
Grupa przedsiębiorstw prywatnych charakteryzowała się również większym rozproszeniem wyników niż przedsiębiorstwa publiczne. W całym analizowanym okresie w grupie tej dominowały firmy z dodatnią rentownością operacyjną, jednak niewielka liczba przedsiębiorstw o (bardzo) ujemnej rentowności znacząco zaniżała średnią wartość wskaźnika.

¹¹ Rentowność sprzedaży (handlowa) informuje o marży zysku jaką przynosi dana wartość sprzedaży. Wielkość wskaźnika RON jest przede wszystkim zdeterminowana strukturą zysku osiąganego w poszczególnych rodzajach działalności. Zależy więc nie tylko od zysku osiąganego z działalności produkcyjnej ale także od zysku z pozostałej działalności operacyjnej, finansowej czy zdarzeń nadzwyczajnych.

¹² W opracowaniu pojęcie „firma” jest utożsamiane z pojęciem „przedsiębiorstwo”.

¹³ Ustawa o restrukturyzacji finansowej przedsiębiorstw i banków oraz o zmianie innych ustaw z dnia 03.02.1993, Dz. U. Nr 18, poz. 82.

¹⁴ Szerzej: A. Stępiak-Kucharska, *Efekty pasywnej restrukturyzacji finansowej dużych przedsiębiorstw przemysłowych w Polsce*, Gospodarka w praktyce i teorii, Nr 2(17)/2005, Łódź 2005.

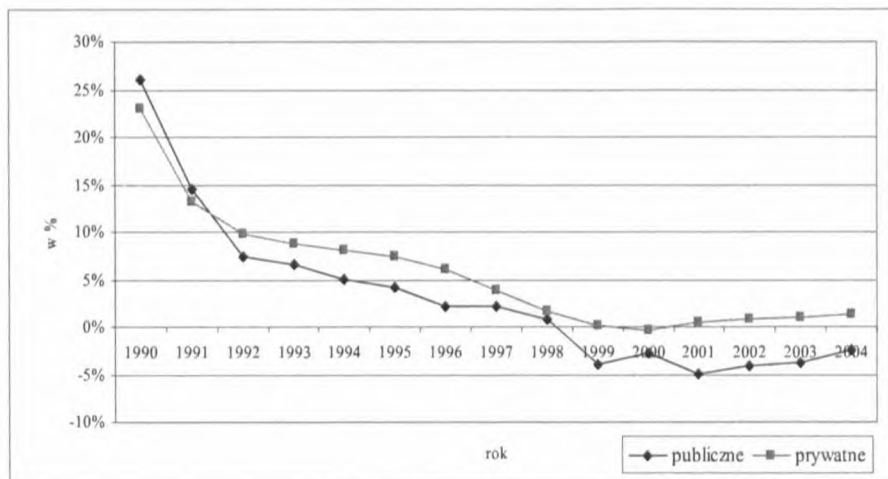


Wykres 2. Rentowność operacyjna netto w latach 1990–2004 (w%)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ankietowych.

W przypadku przedsiębiorstw publicznych korzystne zróżnicowanie wartości wskaźnika RON występowało jedynie do roku 1998, gdyż w kolejnych latach dominować zaczęły firmy ponoszące straty na sprzedaży. Tendencja ta zaczęła ulegać odwróceniu dopiero w ostatnich dwóch latach badania.

Analiza porównawcza wskaźnika rentowności operacyjnej liczonej na różnych poziomach zysku wykazuje, iż jego wartość w znacznym stopniu zdeterminowana była kształtowaniem się wyniku na pozostałych rodzajach działalności, a w szczególności na działalności finansowej. Zarówno przedsiębiorstwa prywatne jak i publiczne uzyskiwały wyższą rentowność operacyjną niż sprzedaży netto (zob. Wykres 3).



Wykres 3. Rentowność sprzedaży netto w latach 1990-2004 (w %)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ankietowych.

W analizowanym okresie podmioty prywatne (z wyjątkiem roku 2000) osiągały dodatnie wartości wskaźnika, znacznie przekraczające wartość rentowności sprzedaży netto¹⁵. Analogicznie, w przedsiębiorstwach publicznych, mimo strat ponoszonych na działalności operacyjnej w latach 1999–2004, wartość rentowności operacyjnej kształtowała się na zdecydowanie wyższym poziomie niż rentowność sprzedaży netto.

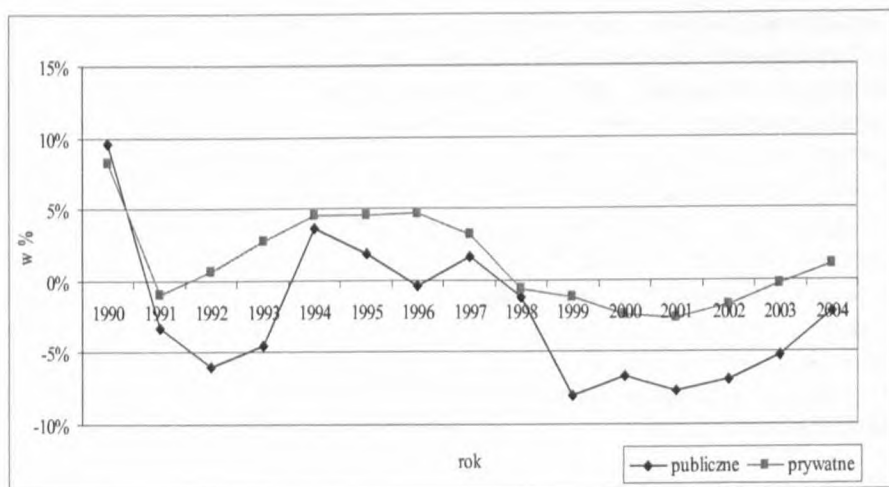
Zależności te wskazują na znaczne obciążenie przedsiębiorstw kosztami nie związanymi bezpośrednio z działalnością produkcyjną, a przede wszystkim kosztami finansowym (głównie odsetkami). Nadmierne zadłużenie podmiotów powoduje, iż niejednokrotnie nie są one w stanie regulować swoich zobowiązań i wpadają w pułapkę kredytową. Jednocześnie, obniżenie marży zysku (generowanie strat) powoduje, iż przedsiębiorstwa nie mają środków na działalność inwestycyjną (obniżającą koszty), w związku z czym stają się mniej konkurencyjne a ich obrót ulega zmniejszeniu.

W analizowanym okresie przedsiębiorstwa publiczne charakteryzowały się zdecydowanie niższym poziomem *wskaźnika rentowności aktywów*¹⁶ niż

¹⁵ W niektórych okresach rentowność operacyjna była siedmiokrotnie wyższa niż rentowność sprzedaży netto.

¹⁶ Rentowność aktywów określa efektywność wykorzystania łącznego majątku przedsiębiorstwa, a więc zdolność do generowania zysków. Wskaźnik rentowności aktywów (ekonomicznej, majątku, środków gospodarczych) jest procentowym stosunkiem wyniku finansowego do stanu majątku trwałego i obrotowego zaangażowanego w przedsiębiorstwo. Zasadniczym walorem tego wskaźnika jest to, że uwzględnia on szerszej niż inne wskaźniki

przedsiębiorstwa sprywatyzowane (zob. Wykres 4). Ponadto, rentowność aktywów tej grupy przedsiębiorstw podlegała większym wahaniom i w znacznej części badanego okresu przyjmowała wartości ujemne. Malejące wartości wskaźnika zdeterminowane były przede wszystkim zmniejszaniem się zysku netto (rosnącymi stratami), ale także wzrostem wartości aktywów. Jednakże, w zakresie kształtowania się poziomu aktywów inne tendencje występują w grupie przedsiębiorstw prywatnych i inne w grupie przedsiębiorstw publicznych.



Wykres 4. Rentowność aktywów w latach 1990–2004 (w %)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ankietowych.

W podmiotach publicznych wzrost poziomu aktywów w głównej mierze wynikał ze wzrostu stanu majątku obrotowego (zapasów i należności). W podmiotach prywatnych również miał miejsce wzrost poziomu aktywów obrotowych, jednak w znacznej części przedsiębiorstw towarzyszył mu równoczesny wzrost wartości aktywów trwałych. Widoczne od roku 1999 między obiema grupami przedsiębiorstw znaczne dysproporcje w kształtowaniu się wskaźnika rentowności operacyjnej mogą więc stanowić konsekwencję wcześniejszych działań inwestycyjnych lub ich braku. Przedsiębiorstwa, które prowadziły politykę prorozwojową dysponują obecnie nowocześniejszym

rentowności wpływ wykorzystania zaangażowanych zasobów. Kształtowanie się jego poziomu zdeterminowane jest bowiem wielkością obrotów, poziomem kosztów własnych, efektywnością gospodarowania majątkiem trwałym i obrotowym jak i efektami działalności inwestycyjnej.

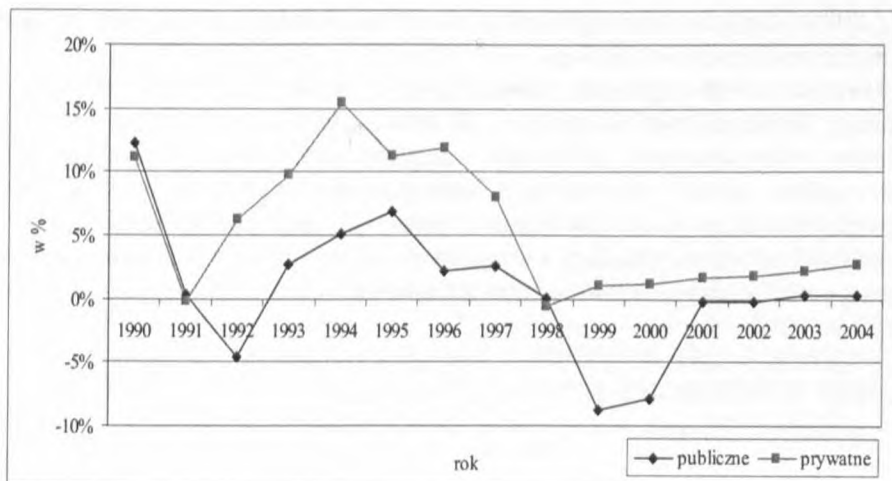
majątkiem, dzięki któremu mogą obniżyć koszty produkcji i tym samym zwiększać zyski.

Do roku 1998 *rentowność kapitałów własnych*¹⁷ w obu grupach przedsiębiorstw wykazywała podobną tendencję. Znaczące różnice, podobnie jak w przypadku poprzednich wskaźników widoczne są dopiero w latach 1999–2000 (zob. Wykres 5). Od roku tego przedsiębiorstwa prywatne charakteryzują się dodatnią rentownością kapitałów własnych natomiast publiczne jeszcze przez kolejne cztery lata ujemną. Co prawda w roku 2003 ta druga grupa przedsiębiorstw wypracowała ROE w wysokości 0,1%, jednak wartość wskaźnika mogła zostać zdeterminowana wyłączeniem z próby przedsiębiorstw charakteryzujących się ujemnymi kapitałami własnymi.

Podmioty publiczne wykazują również większe zróżnicowanie wartości wskaźnika wewnątrz grupy. W badanym okresie mniejszy był udział tych przedsiębiorstw w grupie podmiotów charakteryzujących się dodatnim poziomem rentowności kapitałów własnych.

Kształtowanie się wskaźnika rentowności kapitałów własnych zdeterminowane było wartościami wskaźników rentowności sprzedaży i aktywów. Zmniejszanie się zyskowności aktywów, a przede wszystkim sprzedaży powodowało kumulowanie się strat finansowych i w konsekwencji skutkowało pogorszeniem się rentowności kapitałów zainwestowanych w firmę i tym samym pogłębiało trudności związane z pozyskiwaniem środków na finansowanie inwestycji.

¹⁷Rentowność kapitałów własnych (finansowa) charakteryzuje stosunek zysku osiągniętego przez przedsiębiorstwo do łącznej kwoty kapitałów pozostawionych do dyspozycji przedsiębiorstwa. Wskaźnik ten bardzo często traktuje się jako podstawowy w ocenie działalności podmiotu. Określa on bowiem stopę zysku jaką przynosi inwestycja w dane przedsiębiorstwo. Wzrost jego wartości najczęściej oznacza wzrost wartości firmy i co jest z tym związane stwarza szansę rozwoju przedsiębiorstwa, umacnia jego wiarygodność finansową a inwestorom (właścicielom) stwarza szansę otrzymania wyższej dywidendy. W praktyce jednak obliczanie i analizowanie tego wskaźnika może sprawiać znaczne trudności. Problem pojawia się wówczas, gdy przedsiębiorstwa mają ujemne kapitały własne. Sytuacja taka ma miejsce w analizowanej próbie. Ze względu na to, iż niemożliwe jest obliczenie wskaźnika ROE w przypadku takich przedsiębiorstw, w analizie, w okresach, w których kapitał własny przekracza wartość zobowiązań wskaźnik nie został policzony, co może powodować zawyżenie wartości średniej dla badanej próby.



Wykres 5. Rentowność kapitałów własnych w latach 1990–2004 (w %)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ankietowych.

5. ANALIZA PŁYNNOŚCI FINANSOWEJ

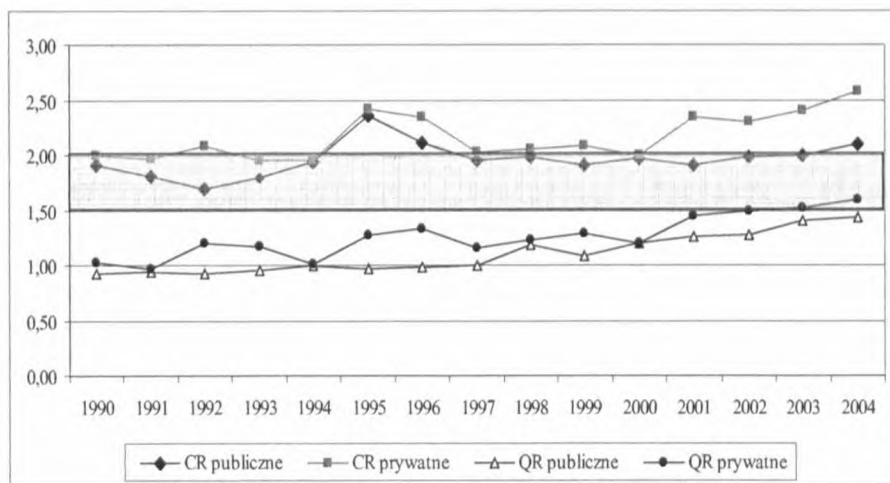
Wskaźniki płynności wykorzystywane są do analizy zdolności firmy do wywiązywania się z krótkoterminowych zobowiązań tzn. wymagalnych w ciągu jednego roku. Badanie płynności finansowej może odbywać się na podstawie strumieni przepływów środków pieniężnych bądź stanu środków obrotowych i zobowiązań bieżących. W opracowaniu, ze względu na dostępność danych wykorzystane zostaną jedynie wskaźniki z drugiej grupy: wskaźnik płynności bieżącej oraz podwyższonej.

W całym analizowanym okresie przedsiębiorstwa prywatne wykazywały nieznacznie wyższy poziom, tak *płynności bieżącej*¹⁸ (CR), jak i podwyższonej (QR) (zob. Wykres 6). W zakresie płynności bieżącej wyraźne dysproporcje między obiema grupami przedsiębiorstw widoczne były w roku 1992 oraz od

¹⁸ Wskaźnik bieżącej płynności finansowej (current ratio) pokazuje stopień pokrycia bieżących pasywów (zobowiązań krótkoterminowych) przez bieżące aktywa (majątek obrotowy). Informuje on o tym czy i w jakim stopniu przedsiębiorstwo mogłoby spłacić wszystkie zobowiązania bieżące w wyniku upłynienia środków obrotowych. W literaturze najczęściej przyjmuje się, iż wskaźnik ten powinien mieścić się w przedziale 1,5–2,0. Zbyt niski jego poziom oznacza, że firma nie posiada wystarczających zasobów gotówki dla regulowania bieżących zobowiązań, co może zagrażać jej prawidłowemu funkcjonowaniu. Poziom zbyt wysoki (powyżej 3) również jest niekorzystny, gdyż oznacza nadmierne zamrożenie w majątku obrotowym środków, które mogłyby być zainwestowane, a więc nieefektywne gospodarowanie zasobami.

roku 2001, kiedy to przedsiębiorstwa prywatne charakteryzowały się znacznie wyższym poziomem wskaźnika.

Również w obu grupach przedsiębiorstw w latach 1995–1996 nastąpił znaczący wzrost płynności bieżącej. W przedsiębiorstwach publicznych mógł być on spowodowany działaniem ustawy oddłużeniowej (zmniejszenie zobowiązań), jednak równoczesne występowanie takich samych tendencji w grupie przedsiębiorstw prywatnych wskazuje na istnienie jeszcze innych przyczyn tego stanu. Analiza szczegółowa bilansu w tym okresie pokazuje znaczący wzrost stanu zapasów, który zdeterminował wzrost wskaźnika CR.



Wykres 6. Płynność bieżąca i podwyższona w latach 1990–2004

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ankietowych.

Podobna tendencja występowała w grupie przedsiębiorstw prywatnych od roku 2001, jednakże w roku tym wzrastający poziom płynności przedsiębiorstw prywatnych wynikał również z coraz większego spadku stanu zobowiązań bieżących.

W obu grupach przedsiębiorstw średnie wartości wskaźnika oscylowały wokół górnej granicy poziomu optymalnego lub go przekraczały. Jednak wewnątrz wyodrębnionych grup występowały znaczne dysproporcje między poszczególnymi podmiotami.

W grupie firm publicznych największe różnice między podmiotami miały miejsce w latach 1994–1998. W okresie tym duża grupa przedsiębiorstw osiągała optymalny poziom wskaźnika, ale równocześnie znaczna grupa firm charakteryzowała się zbyt niską płynnością bieżącą. Mimo, iż grupa ta osiągała

wysokie wartości wskaźnika, przez cały badany okres dominowały w niej przedsiębiorstwa o zbyt niskiej płynności (poniżej 1,5).

Podobna tendencja występowała wśród przedsiębiorstw prywatnych. W grupie tej dominowały podmioty nie osiągające wymaganego poziomu bieżącej płynności ale równocześnie ok. 30% firm osiągało wskaźnik o wartościach znacznie przekraczających 1,5.

W ostatnich latach (po 1998 roku) charakterystycznym zjawiskiem jest malejący udział tak podmiotów prywatnych jak i publicznych, osiągających poziom wskaźnika przekraczający dolny próg wartości optymalnej.

*Wskaźnik płynności podwyższonej*¹⁹ charakteryzował się dużo większym zróżnicowaniem niż płynności bieżącej. Dysproporcje występujące między CR i QR wskazują na znaczne zamrożenie środków przedsiębiorstw w zapasach. W niektórych okresach płynność szybka była bowiem ponad 2-krotnie wyższa niż bieżąca.

Największe zróżnicowanie obu wskaźników występuje w grupie przedsiębiorstw prywatnych. Ponadto, przedsiębiorstwa te osiągały zdecydowanie wyższy poziom płynności podwyższonej niż przedsiębiorstwa publiczne.

O ile zarówno grupa przedsiębiorstw prywatnych jak i publicznych osiągała optymalną średnią wartość wskaźnika CR, to odmienna sytuacja miała miejsce w zakresie wskaźnika QR. Do roku 1998 przedsiębiorstwa publiczne osiągały nieznacznie niższy poziom wskaźnika niż wartość optymalna. Natomiast od roku 1999 występowała tendencja do wzrostu szybkiej płynności ponad jej optymalny poziom. W grupie przedsiębiorstw prywatnych przez cały badany okres (z wyjątkiem roku 1991) wskaźnik przekraczał tą wartość. Podobna tendencja miała miejsce w grupie podmiotów publicznych.

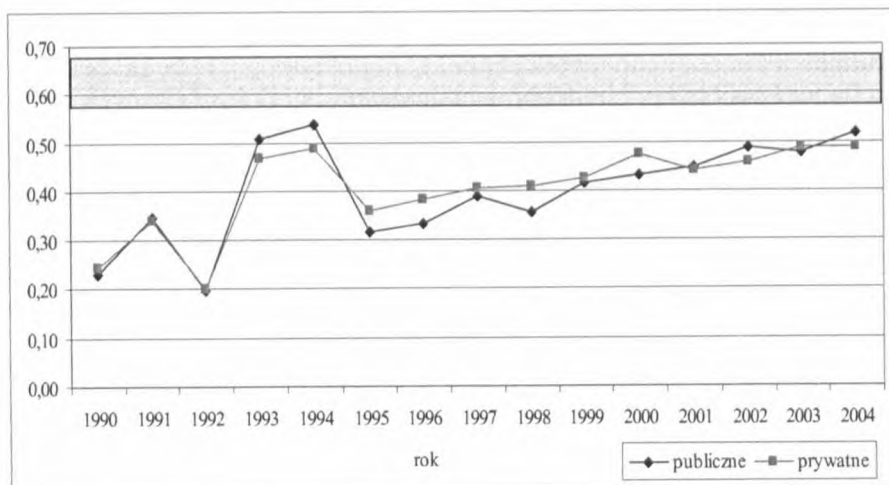
W obu grupach przedsiębiorstw dominowały jednak firmy, w których wskaźnik przyjmował wartości mniejsze od jedności, przy czym udział takich podmiotów wśród firm publicznych był większy niż wśród firm prywatnych. Oznacza to, że znaczna część podmiotów objętych badaniem nie jest w stanie szybko sprostać bieżącym zobowiązaniom co może oznaczać ryzyko utraty zdolności do terminowego regulowania przez nie zobowiązań.

¹⁹Wskaźnik podwyższonej (szybkiej) płynności (Quick ratio) pokazuje stopień pokrycia pasywów bieżących aktywami bieżącymi o dużym stopniu płynności. Nie uwzględnia on więc najmniej płynnych elementów majątku obrotowego tj. zapasy i czynne rozliczenia międzyokresowe kosztów, które nie zawsze mogą być szybko upłynnione. W literaturze najczęściej przyjmuje się, że satysfakcjonujący poziom wskaźnika QR wynosi 1, co oznacza, że firma jest w stanie szybko sprostać bieżącym zobowiązaniom. Zbyt niski poziom, analogicznie jak w przypadku bieżącej płynności może oznaczać ryzyko utraty zdolności do terminowego regulowania zobowiązań, a zbyt wysoki niekorzystnie wpływa na rentowność przedsiębiorstwa.

6. ANALIZA STRUKTURY FINANSOWEJ

Wskaźniki struktury finansowej charakteryzują sytuację firmy z punktu widzenia jej zdolności kredytowej. O ile wskaźniki płynności finansowej określają zdolność firmy do bieżącego regulowania zobowiązań, a tym samym zdolność kredytową w zakresie kredytów obrotowych (krótkoterminowych), to wypłacalność wiąże się z możliwością spłaty zobowiązań długoterminowych, a więc ze zdolnością kredytową długoterminową²⁰.

W ciągu piętnastu analizowanych lat *wskaźnik zadłużenia ogólnego*²¹ wykazywał podobną tendencję w obu grupach przedsiębiorstw (zob. Wykres 7). Jednocześnie średnia wartość wskaźnika nie wykraczała poza poziom optymalny, przyjmując wartości poniżej jego dolnej granicy.



Wykres 7. Zadłużenie ogólne w latach 1990–2004

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ankietowych.

²⁰ M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, PWN, Warszawa 1994, s. 89.

²¹Wskaźnik ogólnego zadłużenia pokazuje strukturę finansowania majątku, a więc udział kapitałów obcych w finansowaniu majątku. Zgodnie ze standardami światowymi optymalne wartości wskaźnika powinny mieścić się w przedziale 0,57–0,67. Zbyt wysoki poziom wskaźnika świadczy o zachwianiu równowagi między kapitałem własnym a obcym, która może doprowadzić do utraty zdolności do spłaty długów.

W badanym okresie daje się wyróżnić występowanie trzech charakterystycznych faz. W latach 1990–1992 widoczne są znaczne, skokowe wahania wartości wskaźnika. Wynikały one przede wszystkim ze zmiany struktury obcego finansowania. Restrykcyjna polityka pieniężna spowodowała, iż w początkowym okresie przedsiębiorstwa zanotowały znaczący wzrost poziomu zadłużenia. Zmniejszenie się wartości wskaźnika ogólnego zadłużenia wynikało w 1992 roku z tego, iż podmioty zaczęły masowo odchodzić od odpłatnego, drogiego zadłużania kredytowego.

W latach 1993–1994 miał miejsce ponowny wzrost zadłużenia wynikający ze zwiększania się intensywności wykorzystania niebankowych źródeł finansowania. Wyczerpywanie się rezerw finansowych, możliwości zbycia majątku i wysoki koszt odsetek powodował, że przedsiębiorstwa w znacznym stopniu zaczęły finansować swoją działalność kosztem dostawców. W konsekwencji, w gospodarce nastąpiło wydłużenie cyklu regulowania zobowiązań i pojawiły się zatory płatnicze.

Znaczący spadek zadłużenia w roku 1995 był efektem działania ustaw oddłużeniowych, które pozwoliły przedsiębiorstwom pozbyć się nadmiernego zadłużenia.

Systematyczny wzrost wskaźnika od roku 1996 stanowił konsekwencje działania dwóch grup czynników. Do roku 2001 przedsiębiorstwa zwiększały swoje zadłużenie w związku z pogarszającą się ich sytuacją ekonomiczną. Spadek przychodów spowodował zmniejszenie zysków i w konsekwencji rentowności, a oddłużanie pozwoliło na księgowo zmniejszenie stanu zobowiązań, ale nie spowodowało zwiększenia posiadanych środków pieniężnych. W sytuacji takiej przedsiębiorstwa zmuszone były do zaciągania zobowiązań w celu finansowania bieżącej działalności czy nakładów inwestycyjnych. Wydaje się jednak, że wzrost zadłużenia w ostatnich trzech latach badania wynikał z działania przeciwstawnych czynników. Wzrost rentowności i płynności, poprawa koniunktury gospodarczej oraz zbliżająca się akcesja do Unii Europejskiej poprawiły nastroje przedsiębiorców. W efekcie, podmioty zaczęły zwiększać nakłady inwestycyjne (co jest wyraźnie widoczne w zmianach struktury i poziomu majątku), które z braku środków finansowane były przede wszystkim kredytami bankowymi (zob. wskaźnik zadłużenia kredytowego).

W znacznej części badanego okresu (z wyjątkiem lat 1993–1994, 2002, 2004) grupa przedsiębiorstw publicznych charakteryzowała się nieznacznie niższym poziomem średniej wartości wskaźnika zadłużenia ogólnego. Jednakże, tak jak w przypadku rentowności i płynności, w grupie tej występowały znaczne dysproporcje między poszczególnymi podmiotami.

Wśród przedsiębiorstw publicznych niewielki był odsetek firm osiągających optymalne wartości wskaźnika zadłużenia ogólnego. W grupie tej dominowały podmioty z niższym niż optymalny poziomem zadłużenia, jednak równocześnie

następował wzrost liczby przedsiębiorstw charakteryzujących się nadmiernym zadłużeniem, a w szczególności firm, których zobowiązania przekraczały wartość kapitału całkowitego²².

Grupa przedsiębiorstw sprywatyzowanych osiągała wyższe wartości wskaźnika zadłużenia, jednak towarzyszyła temu większa liczba firm charakteryzujących się optymalnym lub niższym niż optymalny poziomem wskaźnika. Przyjmowanie przez wskaźnik zadłużenia ogólnego wartości z przedziału optymalnego lub niższych jest zjawiskiem pozytywnym, gdyż świadczy o utrzymywaniu przez przedsiębiorstwa równowagi między finansowaniem własnym a obcym, a więc o jego bezpieczeństwie finansowym. Ponadto, niski poziom zadłużenia, a w szczególności zadłużenia kredytowego powoduje zmniejszenie kosztów finansowych. Niechęci przedsiębiorstw w zadłużaniu się można właśnie upatrywać w obciążeniach związanych z odpłatnym finansowaniem. Wysokie koszty odsetek ponoszone przez podmioty powodują bowiem obniżenie rentowności, a co za tym idzie zmniejszenie możliwości rozwojowych.

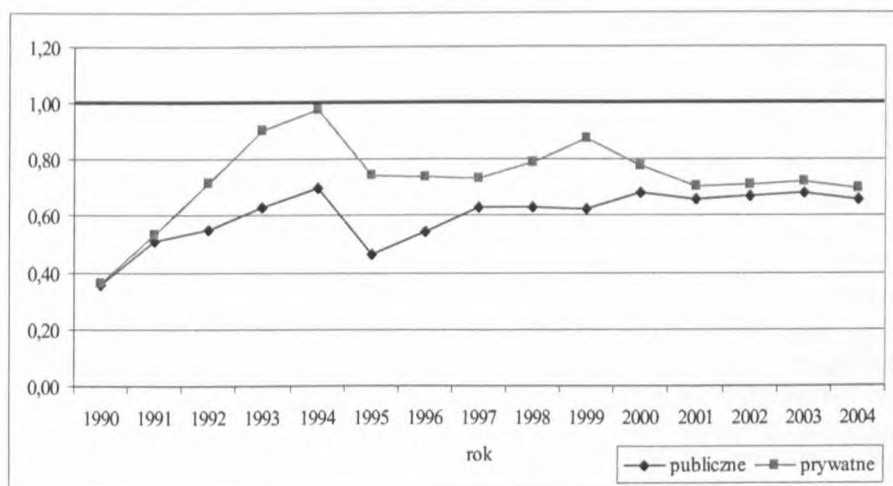
W grupie tej jednak, podobnie jak w przypadku przedsiębiorstw publicznych widoczna jest wzrostowa tendencja liczby podmiotów nadmiernie zadłużających się. Wzrost liczby przedsiębiorstw nadmiernie zadłużonych w znacznej mierze wynikał z niespłaconych długów zaciągniętych przed rokiem 1990 lub w początkowym okresie transformacji. Podmioty, w których poziom zadłużenia przekroczył poziom majątku wykazują bowiem znaczny stopień finansowania kapitałami obcymi od początku badanego okresu. Nadmierne zadłużenie powoduje z kolei problemy z terminowym regulowaniem zobowiązań, utratę zdolności kredytowej, a tym samym brak środków na inwestycje. Podstawowe wskaźniki analizy finansowej wykazują w tej grupie przedsiębiorstw (bez względu na strukturę własności) gwałtownie pogarszającą się sytuację finansową. Dla firm prywatnych ratunkiem może być dokapitalizowanie przez właścicieli, jednak w przypadku firm publicznych nieuchronna wydaje się być upadłość.

Analiza *zadłużenia kapitału własnego*²³ badanych przedsiębiorstw wykazuje, iż średni poziom wskaźnika w obu grupach przedsiębiorstw nie wykracza poza jego racjonalny poziom (zob. Wykres 8). Podobnie, jak w przypadku zadłużenia

²² Por. A. Stępnia-Kucharska, *Analysis of debt and creditability of large Polish enterprises during 1990–2001*, Research bulletin, No. 3–4, vol. 11, GUS, Warszawa 2002.

²³ Wskaźnik zadłużenia kapitału własnego określa stosunek kapitału obcego do własnego. Pokazuje on stopień zabezpieczenia długów majątkiem pokrytym kapitałem własnym, a więc stopień ryzyka finansowego kredytobiorców. W praktyce bankowej przyjmuje się, że wskaźnik ten nie powinien wykraczać poza racjonalny poziom, najczęściej za poziom taki uznaje się proporcję 1:1. Niski poziom zadłużenia kapitału własnego z całą pewnością świadczy o samodzielności finansowej firmy, niezależnieniu się od kredytobiorców, a także o niskim ryzyku finansowym, jednak niekoniecznie pozytywnie wpływa na rentowność przedsiębiorstwa. Ostateczna ocena uzależniona jest bowiem od efektu działania dźwigni finansowej.

kapitału całkowitego przedsiębiorstwa publiczne charakteryzują się niższym jego poziomem. Zjawisko to może wynikać przede wszystkim z mniejszej dostępności finansowania zewnętrznego, a w szczególności kredytów bankowych. Grupa badanych podmiotów publicznych charakteryzowała się niższym poziomem kapitałów własnych, niską (niejednokrotnie ujemną) rentownością, nie posiadała nowoczesnych technologii i produktów, w związku z czym stanowiła znaczne ryzyko dla banków. Jednocześnie część firm publicznych miała większy dostęp do „miękkiego finansowania”. Z jednej strony oddłużanie powodowało papierowe zmniejszanie stanu zobowiązań, a więc i wskaźników zadłużenia, a z drugiej bezpośrednie dofinansowanie przedsiębiorstw ze środków publicznych mogło zmniejszać ich zapotrzebowanie na kapitał obcy.



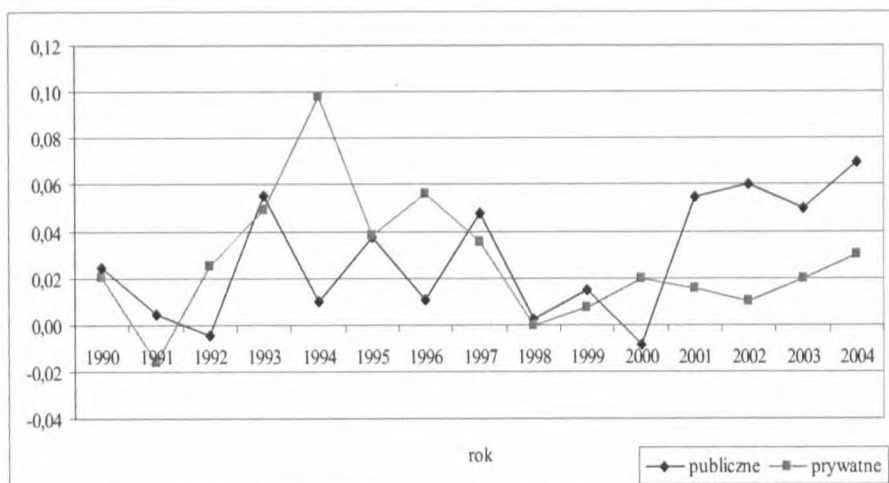
Wykres 8. Zadłużenie kapitału własnego w latach 1990–2004

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ankietowych.

W obu grupach przedsiębiorstw występuje znaczne zróżnicowanie wartości wskaźnika w poszczególnych firmach. Tak w podmiotach publicznych jak i prywatnych dominują przedsiębiorstwa z zadłużeniem nieprzekraczającym wartości kapitału własnego, jednak od roku 1990 do 1998 następował systematyczny wzrost liczby przedsiębiorstw nadmiernie zadłużających kapitał własny. Zmiana tej tendencji widoczna jest dopiero od roku 1999, jednak może być ona zdeterminowana wzrostem liczby przedsiębiorstw posiadających ujemne kapitały własne, które nie były brane pod uwagę przy obliczaniu wskaźnika.

Stabilizacja średniego stopnia zadłużenia kapitałów własnych w ostatnich czterech latach jest zjawiskiem pozytywnym, gdyż świadczy o wzroście finansowej samodzielności przedsiębiorstw, jednak kompleksowa ocena tej tendencji, a w szczególności jej wpływ na kształtowanie się rentowności podmiotów wymaga dokonania analizy dźwigni finansowej.

Efektywność wykorzystania kapitałów obcych w badanym okresie charakteryzowała się zmienną tendencją. Średnie wartości *wskaźnika dźwigni finansowej*²⁴ wskazują, iż w znaczącej części okresu przedsiębiorstwa osiągały efekt „dźwigni finansowej”. Jedynie w roku 1991 przedsiębiorstwa prywatne i w 2000 roku przedsiębiorstwa publiczne wykorzystując kapitał obcy obniżyły rentowność kapitału własnego (zob. Wykres 9).



Wykres 9. Dźwignia finansowa w latach 1990–2004

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ankietowych.

W obu grupach przedsiębiorstw występowało znaczne zróżnicowanie efektywności wykorzystania kapitałów obcych. Tak wśród podmiotów

²⁴Dźwignia finansowa polega na podniesieniu rentowności kapitału własnego w wyniku wykorzystania kapitałów obcych. Przedsiębiorstwo finansuje działalność zarówno kapitałami własnymi jak i obcymi. Dodatkowo, w grupie kapitałów obcych można wyodrębnić dwie grupy: odpłatne i nieodpłatne. Większy kapitał daje przedsiębiorstwu możliwości rozwoju, ale jednocześnie płacone odsetki zwiększają koszty obniżając zysk netto. Opłacalność korzystania z zewnętrznych źródeł finansowania określa dźwignia finansowa. Jeżeli poziom pomnażania zysku netto jest wyższy od poziomu kosztów odsetek występuje efekt dźwigni finansowej, co oznacza, że pożyczanie było opłacalne. W przeciwnym wypadku mamy do czynienia z efektem maczugi finansowej.

prywatnych jak i publicznych zdarzały się firmy, które osiągały znaczny poziom dźwigni finansowej (pond 50%) jak i maczugi finansowej (-80%). W żadnej z grup nie było również podmiotów, które w całym badanym okresie podnosiłyby lub obniżały rentowność kapitałów własnych wykorzystując finansowanie obce.

Jednocześnie, w obu grupach przedsiębiorstw widoczna jest niepokojąca tendencja spadku efektywności wykorzystania kapitałów obcych. W grupie podmiotów publicznych od roku 1998 a w grupie prywatnych od roku 1999 malała liczba firm osiągających efekt „dźwigni finansowej” a rosła liczba przedsiębiorstw doświadczających efektu „maczugi”. Występowanie takich zjawisk może świadczyć o braku w przedsiębiorstwach spójnej polityki zadłużania i wykorzystywaniu kapitałów obcych do realizacji bieżących, krótkookresowych celów związanych przede wszystkim z pozyskiwaniem środków niezbędnych do sfinansowania rosnących strat (spłaty długów).

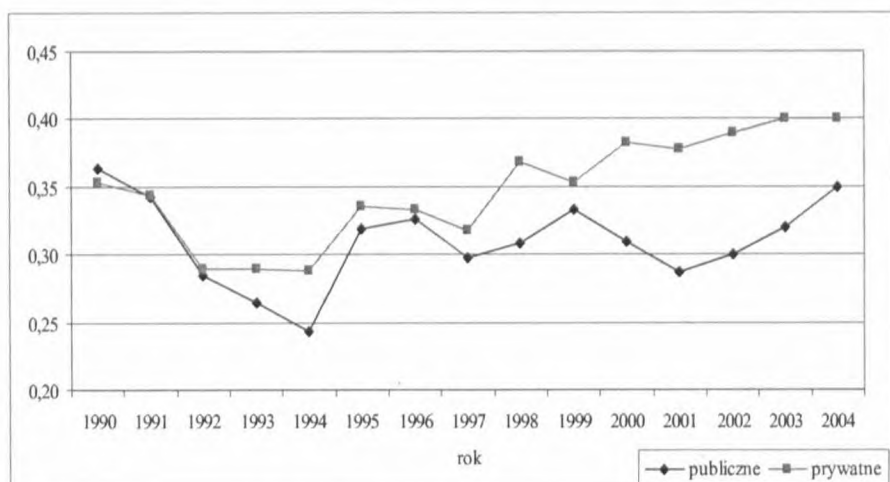
Tendencja ta uległa odwróceniu dopiero w roku 2001. Na uwagę zasługuje szczególnie fakt, iż w ostatnich czterech latach przedsiębiorstwa publiczne charakteryzowały się wzrostem efektywności wykorzystania kapitałów. Od roku 2001 grupa ta wykazuje bowiem dużo większe efekty dźwigni finansowej niż przedsiębiorstwa prywatne. W powiązaniu ze wzrastającym zadłużeniem ogólnym i rentownością świadczy to o coraz większej umiejętności wykorzystania kapitałów obcych do zwiększania rentowności przedsiębiorstwa.

W ramach analizy zadłużenia przedsiębiorstw celowe jest również wyznaczenie *wskaźnika zadłużenia kredytowego*, określającego udział finansowania kredytowego w globalnym finansowaniu działalności przedsiębiorstwa. Szczególnie istotna jest analiza czasowa kształtowania się wartości tego wskaźnika, gdyż znaczna część podstawowych problemów finansowych przedsiębiorstw wywodzi się z problemu złych długów zaciągniętych na początku lat dziewięćdziesiątych. O istotności tego wskaźnika decyduje również wpływ kosztów finansowych (odsetek) na wynik finansowy przedsiębiorstwa.

W dominującej części badanego okresu średni wskaźnik zadłużenia kredytowego w grupie przedsiębiorstw prywatnych wykazywał podobną tendencję jak w grupie przedsiębiorstw publicznych. Jedynie w latach 2000–2001 widoczne jest jej zróżnicowanie (zob. Wykres 10).

Znaczący spadek poziomu wskaźnika w początkowym okresie badania wywołany był masowym spłacaniem przez przedsiębiorstwa kredytów zaciągniętych przed rokiem 1990. Działania podjęte w ramach pakietu stabilizacyjnego, a w szczególności restrykcyjna polityka pieniężna spowodowały, iż podmioty, które były w stanie pozbywały się zadłużenia bankowego. Zjawisko to jest wyraźnie widoczne w obu badanych grupach. Zarówno przedsiębiorstwa publiczne (w początkowym okresie ponad 80%) jak i prywatne (prawie 80%) wykazywały zmniejszanie się stanu zobowiązań

kredytowych. Jednocześnie następowało poszukiwanie nowych źródeł finansowania – głównie w formie kredytu kupieckiego, ale także poprzez sprzedaż zbędnego majątku i redukcję kosztów.



Wykres 10. Zadłużenie kredytowe w latach 1990–2004

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ankietowych.

Wzrost wartości wskaźnika w kolejnych latach wynikał z wyczerpywania się niebankowych źródeł finansowania. W sytuacji, gdy przedsiębiorstwa pozbyły się możliwego do sprzedania majątku, a w konsekwencji finansowania się kredytem handlowym powstały zatory płatnicze podstawową możliwością sfinansowania bieżącej działalności a przede wszystkim inwestycji został kredyt.

Zróznicowanie tendencji kształtowania się wskaźnika w latach 2000–2001, a szczególnie spadek w grupie przedsiębiorstw publicznych wynikał głównie z pogarszającej się ich sytuacji finansowej i związanej z tym mniejszej zdolności kredytowej. Odwrócenie tej tendencji po roku 2001, jak zaznaczono wcześniej, spowodowane było poprawą koniunktury gospodarczej i tym samym rentownością przedsiębiorstw. W efekcie, przedsiębiorstwa wykazywały większą zdolność kredytową i w większym stopniu zaczęły wykorzystywać kredyty bankowe do finansowania nakładów inwestycyjnych.

W całym badanym okresie przedsiębiorstwa publiczne charakteryzowały się niższym zadłużeniem kredytowym niż przedsiębiorstwa prywatne. Największe dysproporcje między obiema grupami przedsiębiorstw występowały w latach 1994, 1998 oraz od roku 2000. Co istotne, od roku 2002 ma miejsce systematyczne zmniejszanie się tych dysproporcji.

Większe zadłużenie kredytowe podmiotów prywatnych może wynikać przede wszystkim z większych kapitałów własnych. Dokapitalizowanie znacznej części firm w trakcie procesów prywatyzacyjnych poprawiło bowiem ich konkurencyjność (nowe technologie, pakiety inwestycyjne, sieci dystrybucyjne), a więc zwiększyło ich zdolność kredytową.

W obu grupach przedsiębiorstw występuje istotne zróżnicowanie wartości wskaźnika, lecz w grupie przedsiębiorstw publicznych jest ono nieznacznie wyższe. W obu formach własności dominują przedsiębiorstwa, których stopień zadłużenia kredytowego nie przekracza 50%. W grupie podmiotów publicznych więcej jest jednak firm korzystających wyłącznie z pozabankowych źródeł finansowania (od 8% w roku 1996 do 16% w roku 2001 i 12% w roku 2004), ponadto udział takich przedsiębiorstw nieznacznie ale systematycznie wzrasta. Jednocześnie, wśród przedsiębiorstw publicznych zmniejszeniu ulega liczba podmiotów, w których zadłużenie kredytowe przekracza poziom 50%.

Zupełnie odwrotne tendencje występują wśród podmiotów prywatnych. W grupie tej nieznacznie spadkowi uległa liczba firm korzystających wyłącznie z pozabankowych źródeł finansowania i dynamicznie wzrosła liczba przedsiębiorstw posilujących się głównie kredytami bankowymi (z 20% w roku 1997 do 45% w roku 2004).

7. WNIOSKI

Przeprowadzona analiza finansowa przedsiębiorstw publicznych i prywatnych wskazuje, iż w większości badanych obszarów, w obu grupach przedsiębiorstw występuje podobna tendencja. Jednakże podmioty sprywatyzowane charakteryzują się korzystniejszym poziomem wskaźników rentowności, płynności i zadłużenia.

Uzyskane wyniki badań wskazują na występowanie charakterystycznych przedziałów czasowych kształtowania się wskaźników finansowych. Do roku 1991 w przypadku przedsiębiorstw prywatnych i 1992 w przypadku przedsiębiorstw publicznych miało miejsce pogarszanie wartości podstawowych parametrów ekonomicznych badanych podmiotów. Wynikało to z oddziaływania negatywnych efektów zewnętrznych. Przedsiębiorstwa działające dotychczas w warunkach stabilnego otoczenia, niedbające o koszty i konkurencyjność były zupełnie nieprzygotowane na szok transformacyjny. Rozwiązania przyjęte w pakiecie stabilizacyjnym, a w szczególności uwolnienie cen, wprowadzenie wewnętrznej wymienialności i dewaluacja złotego, odejście państwa od miękkiego finansowania czy urealnienie stóp procentowych spowodowały pogorszenie się sytuacji ekonomicznej większości podmiotów gospodarczych.

W kolejnych dwóch, trzech latach obie grupy przedsiębiorstw notowały poprawę większości wskaźników. Było to konsekwencją powolnego przystosowywania się do warunków gospodarki rynkowej. Z jednej strony podmioty zmniejszały swoje zadłużenie kredytowe, przechodząc na tańsze zadłużenie handlowe i w konsekwencji redukując koszty finansowe. Z drugiej strony przeprowadzały racjonalizację działalności operacyjnej pozbywając się zbędnego majątku (głównie nieprodukcyjnego) czy redukując pozostałe koszty. Do poprawy efektywności ekonomicznej przedsiębiorstw przyczyniły się również rozwiązania przyjęte w ustawie oddłużeniowej, umożliwiające podmiotom wyczyszczenie długów (przede wszystkim publicznoprawnych i bankowych).

Pogorszenie się wskaźników w kolejnych latach wynikało z działań oszczędnościowych podejmowanych w poprzednich latach oraz z pojawiającego się kryzysu gospodarczego. Niedokapitalizowanie podmiotów, ograniczanie nakładów inwestycyjnych, zatory płatnicze i wyczerpywanie się niebankowych źródeł finansowania działalności gospodarczej powodowało ponowne narastanie trudności finansowych. Dodatkowo, po roku 1998, nałożyło się na to pogorszenie koniunktury gospodarczej i kryzys rosyjski.

Kolejna charakterystyczna faza widoczna jest od roku 2001 w przypadku podmiotów prywatnych i 2002 w przypadku przedsiębiorstw publicznych. Od tego momentu zaczynają się pojawiać pierwsze symptomy poprawy sytuacji ekonomicznej. Przedsiębiorstwa prywatne wykazują jednak znacznie większą i szybszą poprawę wyników finansowych niż przedsiębiorstwa publiczne. Zjawiska te stanowią konsekwencję coraz lepszego przystosowywania się podmiotów do warunków gospodarki rynkowej, a przede wszystkim poprawy koniunktury gospodarczej.

W analizowanym okresie podmioty prywatne charakteryzowały się korzystniejszymi wartościami wskaźników niż podmioty publiczne. Zróżnicowanie to może wynikać przede wszystkim z zobowiązań inwestorów przyjętych w pakietach prywatyzacyjnych. Przedsiębiorstwa prywatne, w znacznej części zostały bowiem dokapitalizowane, podwyższeniu uległy ich kapitały własne, uzyskały one również dostęp do nowych technologii i produktów. W efekcie stały się bardziej konkurencyjne dla klientów i kontrahentów oraz pozyskały dostęp do bezpłatnych lub tańszych kapitałów obcych.

W ostatnich latach ma miejsce nasilenie tej tendencji. Jak zaznaczono wcześniej, przedsiębiorstwa prywatne notują szybszą poprawę wartości większości parametrów finansowych. Szczególnie istotne różnice zaczynają występować w podstawowej grupie wskaźników rentowności (sprzedaży i aktywów). Jednakże, kompleksowa analiza finansowa obejmująca wskaźniki rentowności, płynności i zadłużenia wskazuje, iż firmy publiczne, w porównaniu do firm prywatnych reagują na sygnały rynkowe z rocznym, dwuletnim

opóźnieniem. Utrzymanie się tej tendencji może wywołać przyspieszenie poprawy ich sytuacji w kolejnych latach i tym samym zmniejszenie dysproporcji pomiędzy obiema grupami firm.

Analiza średniego poziomu zadłużenia wskazuje, iż badanym okresie następował znaczący jego wzrost, który nie przekraczał jednak granic optymalnych. Efektywność wykorzystania kapitałów obcych do podnoszenia rentowności kapitałów własnych wykazywała zmienną tendencję. Średnie wartości wskaźnika wykazują, iż zarówno przedsiębiorstwa publiczne jak i prywatne w znaczącej części badanego okresu osiągały efekt dźwigni finansowej, jednak skoki tego wskaźnika świadczą o braku spójnej polityki zadłużania w badanych podmiotach. Niewątpliwie pozytywnym zjawiskiem ostatnich lat (2001-2004) jest coraz większa umiejętność wykorzystywania obcego finansowania, której konsekwencją są coraz większe efekty dźwigni finansowej, szczególnie w grupie podmiotów publicznych.

Struktura finansowania bankowego wskazuje na to, iż obie grupy przedsiębiorstw kredyt bankowy wykorzystywały przede wszystkim do finansowania bieżącej działalności, zmniejszając jego znaczenie w działalności inwestycyjnej. W przypadku podmiotów prywatnych wiązało się to z dostępem do innych (tańszych) źródeł finansowania (inwestorzy, nadwyżki finansowe) a w grupie przedsiębiorstw publicznych ze zmniejszaniem nakładów inwestycyjnych.

Średnie wartości wyznaczonych parametrów wskazują na to, iż obie grupy przedsiębiorstw znajdują się w coraz lepszej kondycji finansowej. Jednak w zakresie szczegółowej analizy podmiotów wchodzących w skład obu grup występują znaczne dysproporcje. Zdecydowanie znacznie większe różnice mają miejsce w grupie przedsiębiorstw publicznych. Wśród tych podmiotów znaczny jest udział firm o słabej kondycji finansowej, w których większość parametrów wykazuje znaczną tendencję spadkową. Co istotne, grupa ta ulega systematycznemu, choć powolnemu zmniejszaniu.

Zróznicowanie to może być spowodowane tym, iż w grupie tej wysoka polaryzacja występowała od samego początku badanego okresu. Ponadto, w znacznej części badanych podmiotów publicznych nie były podejmowane działania restrukturyzacyjne lub miały miejsce płytkie zmiany ukierunkowane na przetrwanie (restrukturyzacja obronna). W konsekwencji sytuacja finansowa przedsiębiorstw słabych ulegała dalszemu pogorszeniu (nadmierne zadłużanie, pułapka kredytowa, spadek sprzedaży i rentowności). Dlatego też, w najbliższych latach można się spodziewać, iż część z nich upadnie lub zostanie zlikwidowana z przyczyn ekonomicznych. W grupie podmiotów publicznych znalazły się również przedsiębiorstwa dobre, w których podjęte działania naprawcze skutkowały zdecydowaną poprawą sytuacji finansowej. Co istotne, w wielu z nich wskaźniki ekonomiczne znacząco przekraczają średnią dla całej grupy, jak również średnią dla podmiotów sprywatyzowanych.

Podsumowując, przeprowadzona analiza wskazuje, iż własność prywatna lepiej sprzyja zwiększaniu efektywności ekonomicznej przedsiębiorstw. Przyczyn takiego stanu rzeczy należy upatrywać w procesach restrukturyzacyjnych podejmowanych w tej grupie przedsiębiorstw. Procesy restrukturyzacyjne w dużej części przedsiębiorstw wiązały się bowiem ze zwiększaniem dostępu do wiedzy, kapitału, rynku i ze zmianą nadzoru właścicielskiego, a więc z czynnikami warunkującymi sukces firmy. Efektem przeprowadzenia działań naprawczych jest większa elastyczność podmiotów, a więc i ich odporność na dekonjunkturę. O większej elastyczności podmiotów prywatnych na sygnały płynące z otoczenia, tak wewnętrznego jak i zewnętrznego może świadczyć to, iż notowały mniejsze spadki wartości wskaźników oraz szybciej wychodziły z kryzysów.

Anna Stępnia-Kucharska

THE EFFICIENCY OF THE PRIVATISATION OF LARGE MANUFACTURING ENTERPRISES BETWEEN 1990–2004

(Summary)

Changes in the socio-economic system initiated at the beginning of the 1990s affect both the micro- and macroeconomic sphere of economy. Solutions adopted in the stabilisation package, and related to the monetary policy in particular, exerted an enormous influence on enterprises. Price liberation, an introduction of internal convertibility with a currency devaluation, and above all making interest rates real resulted in a deterioration of the economic situation of businesses and forced them to undertake reform actions. One of the most important changes was privatisation of large manufacturing enterprises.

The aim of the paper is to assess the economic situation of large public and private enterprises between 1990 and 2004. This analysis should make it possible to respond to the question whether it is private or public enterprises which can better adapt to market mechanisms. The paper presents comparable analyses of the values of the basic profitability, liquidity and debt ratios.

ZAŁĄCZNIK

WSKAŹNIKI FINANSOWE PRZEDSIĘBIORSTW PUBLICZNYCH
I SPRYWATYZOWANYCH W LATACH 1990–2004

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
RON								
Publiczne	11,7%	-4,2%	-8,9%	-5,9%	3,5%	1,8%	-0,2%	-0,2%
Prywatne	10%	-4,2%	-1,6%	-0,7%	2,1%	1,0%	1,0%	1,1%
ROS								
Publiczne	26,2%	14,5%	7,4%	6,7%	5,1%	4,2%	2,2%	2,2%
Prywatne	23,1%	13,2%	9,9%	8,9%	8,1%	7,4%	6,0%	3,9%
ROA								
Publiczne	9,6%	-3,3%	-6,0%	-4,5%	3,7%	1,9%	-0,3%	1,6%
Prywatne	8,2%	-1,0%	0,7%	2,8%	4,6%	4,6%	4,7%	3,2%
ROE								
Publiczne	12,3%	0,4%	-4,6%	2,7%	5,1%	6,9%	2,2%	2,6%
Prywatne	11,2%	-0,2%	6,3%	9,7%	15,5%	11,3%	11,9%	8,0%
CR								
Publiczne	1,92	1,81	1,70	1,79	1,95	2,36	2,11	1,95
Prywatne	2,00	1,97	2,09	1,96	1,95	2,41	2,35	2,02
QR								
Publiczne	0,93	0,94	0,93	0,96	1,00	0,97	0,98	0,99
Prywatne	1,03	0,97	1,21	1,17	1,02	1,28	1,34	1,16
Zadłużenie ogólne								
Publiczne	0,23	0,35	0,20	0,51	0,54	0,32	0,33	0,39
Prywatne	0,25	0,34	0,20	0,47	0,49	0,36	0,38	0,41
Zadłużenie kapitału własnego								
Publiczne	0,36	0,51	0,55	0,63	0,70	0,47	0,55	0,63
Prywatne	0,36	0,53	0,72	0,90	0,98	0,74	0,74	0,73
Zadłużenie kredytowe								
Publiczne	0,36	0,34	0,28	0,26	0,24	0,32	0,33	0,30
Prywatne	0,35	0,34	0,29	0,29	0,29	0,34	0,33	0,32
Dźwignia finansowa								
Publiczne	0,02	0,00	0,00	0,06	0,01	0,04	0,01	0,05
Prywatne	0,02	-0,02	0,02	0,05	0,10	0,04	0,06	0,04

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
RON							
Publiczne	-1,1%	-7,9%	-8,8%	-8,8%	-8,1%	-6,4%	-1,5%
Prywatne	-3,2%	-1,4%	-4,8%	-2,4%	-2,0%	-0,8%	0,5%
ROS							
Publiczne	0,9%	-4,0%	-2,7%	-4,9%	-4,1%	-3,7%	-2,4%
Prywatne	1,7%	0,2%	-0,3%	0,6%	0,9%	1,1%	1,3%
ROA							
Publiczne	-1,1%	-7,9%	-6,7%	-7,6%	-6,9%	-5,2%	-2,1%
Prywatne	-0,6%	-1,1%	-2,4%	-2,6%	-1,7%	-0,2%	1,1%
ROE							
Publiczne	0,1%	-8,8%	-7,9%	0,2%	0,2%	0,3%	0,3%
Prywatne	-0,5%	1,1%	1,2%	1,7%	1,8%	2,2%	2,7%
CR							
Publiczne	1,99	1,92	1,98	1,92	1,99	2,00	2,10
Prywatne	2,05	2,09	2,00	2,34	2,30	2,41	2,58
QR							
Publiczne	1,19	1,09	1,21	1,26	1,27	1,40	1,43
Prywatne	1,23	1,29	1,20	1,45	1,50	1,52	1,59
Zadłużenie ogólne							
Publiczne	0,36	0,42	0,43	0,45	0,49	0,48	0,52
Prywatne	0,41	0,43	0,48	0,44	0,46	0,49	0,49
Zadłużenie kapitału własnego							
Publiczne	0,63	0,63	0,68	0,66	0,67	0,68	0,66
Prywatne	0,79	0,87	0,78	0,70	0,71	0,72	0,70
Zadłużenie kredytowe							
Publiczne	0,31	0,33	0,31	0,29	0,30	0,32	0,35
Prywatne	0,37	0,35	0,38	0,38	0,39	0,40	0,40
Dźwignia finansowa							
Publiczne	0,00	0,01	-0,01	0,05	0,06	0,05	0,07
Prywatne	0,00	0,01	0,02	0,02	0,01	0,02	0,03

Źródło: jak do wykresu 2.