

## BEZPIECZEŃSTWO FINANSOWE A EFEKTYWNOŚĆ ZAANGAŻOWANIA KAPITAŁÓW WŁASNYCH

*Justyna Franc-Dąbrowska*

Katedra Ekonomiki i Organizacji Gospodarstw Rolniczych SGGW w Warszawie  
Kierownik Katedry: prof. dr hab. Wojciech Zięta

*Słowa kluczowe: bezpieczeństwo finansowe, płynność finansowa, sprawność gospodarowania, stopa zwrotu z kapitałów własnych*

*Key words: financial security, liquidity, efficiency, Return on Equity (ROE)*

**S y n o p s i s.** W artykule przeprowadzono analizę bezpieczeństwa finansowego i jego związku z wysokością stóp zwrotu z kapitałów własnych wśród przedsiębiorstw w dzierżawie, jednoosobowych spółek agencji i gospodarstw administrowanych. Stwierdzono, iż występuje bezpośrednia zależność między zachowaniem bezpieczeństwa finansowego, którego wyznacznikami są: płynność finansowa oraz sprawność gospodarowania, w tym cykl kapitału obrotowego, a efektywnością zaangażowania kapitałów własnych. Najkorzystniejsze wielkości wskaźnika bezpieczeństwa finansowego i najwyższej stopy zwrotu z kapitałów własnych cechowały przedsiębiorstwa dzierżawione, najgorsze wskaźniki oraz wyniki były charakterystyczne dla gospodarstw administrowanych.

### WSTĘP

Jedną z najszybciej rozwijających się nauk, obok biotechnologii i telekomunikacji, są finanse. Nie ma żadnych wątpliwości, że ten aspekt funkcjonowania każdego podmiotu gospodarczego powinien pozostawać w sferze szczególnych zainteresowań kierownictwa. Jednym z podstawowych warunków sprawnego gospodarowania i rozwoju przedsiębiorstwa jest zapewnienie bezpieczeństwa finansowego.

Zdaniem Wędzkiego [2003] bezpieczeństwo finansowe w Polsce maleje, gdyż poziom finansowania pasywów obrotowych aktywami obrotowymi maleje. W tej sytuacji podstawę analiz powinno stanowić badanie płynności finansowej, a zasadniczym przedmiotem zarządzania nią jest kapitał obrotowy. Bezpieczeństwo finansowe należy bowiem rozumieć jako zdolność zachowania płynności finansowej oraz wysoką sprawność gospodarowania.

### CEL I METODYKA BADAŃ

Celem opracowania było zbadanie bezpieczeństwa finansowego w przedsiębiorstwach rolniczych uczestniczących w „Rankingu 300” w aspekcie uzyskiwanej stopy zwrotu z zaangażowanych kapitałów własnych. Badania obejmowały lata 1994-2003. Bezpieczeń-

stwo finansowe i tendencje jego zmian określone zostały przez relację aktywów obrotowych do sumy bilansowej, pasywów obrotowych do sumy bilansowej, relacją środków pieniężnych do aktywów obrotowych ( $LR_1$ ), wskaźnikiem płynności bieżącej<sup>1</sup> i przyspieszonej<sup>2</sup>. Do pogłębienia analizy wykorzystane zostały wskaźniki sprawności: cykl zapasów w dniach<sup>3</sup>, cykl należności w dniach<sup>4</sup>, cykl zobowiązań w dniach<sup>5</sup>, cykl kapitału obrotowego w dniach<sup>6</sup>. Efektywność wykorzystania zaangażowanych w działalność gospodarczą kapitałów własnych oceniona została stopą zwrotu z kapitałów własnych<sup>7</sup>.

## WYNIKI BADAŃ I DYSKUSJA

### CHARAKTERYSTYKA BADANEJ GRUPY PRZEDSIĘBIORSTW

Badane jednostki stanowiły zróżnicowaną pod względem organizacyjnym i prawnym zbiorowość przedsiębiorstw biorących dobrowolnie udział w „Rankingu 300” organizowanym przez Guzewicza w Instytucie Ekonomiki Rolnictwa i Gospodarki Żywnościowej. Liczebność podmiotów była zmienna, najliczniej reprezentowana w 1996 r. Zróżnicowana również była jej struktura. Początkowo dominowały gospodarstwa w administrowaniu (w kolejnych latach ich udział zmniejszał się, gdyż była to przejściowa forma gospodarowania), następnie najliczniej reprezentowani byli dzierżawcy, w tym przedsiębiorstwa dzierżaw spółek pracowników. Badana zbiorowość nie była także jednorodna w zakresie posiadanego potencjału produkcyjnego. Największą powierzchnią użytków rolnych (UR) dysponowały jednoosobowe spółki Agencji (średnio 1500 ha UR), a najmniejszą przedsiębiorstwa dzierżawione przez osoby fizyczne (średnio 600 ha UR). Administratorzy zatrudniali największą liczbę pracowników (w przeliczeniu na 100 ha UR). Od 2000 r. zatrudnienie to wzrosło 2-krotnie i było skutkiem znacznego zmniejszenia powierzchni bez jednoczesnego ograniczenia liczby pracowników. Najmniejsze zatrudnienie cechowało przedsiębiorstwa dzierżawione przez osoby fizyczne i było ponad 2-krotnie mniejsze od średniej dla całej zbiorowości.

Badane jednostki dysponowały także zróżnicowanym potencjałem majątku. Majątek największej wartości i o rosnącej tendencji cechował jednoosobowe spółki agencji (wzrost wartości majątku w ciągu 10 lat o 125%), a najmniejszej wartości i pozostający na zbliżonym

<sup>1</sup> Wskaźnik bieżącej płynności =  $\frac{\text{Aktywa bieżące}}{\text{Zobowiązania bieżące}}$

<sup>2</sup> Wskaźnik płynności przyspieszonej =  $\frac{\text{Aktywa bieżące} - \text{zapasy} - \text{rozliczenia międzyokresowe czynne}}{\text{Zobowiązania bieżące}}$

<sup>3</sup> Cykl zapasów w dniach =  $\frac{\text{Średni stan zapasów}}{\text{Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów}} \times 365$

<sup>4</sup> Cykl należności w dniach =  $\frac{\text{Średni stan należności}}{\text{Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów}} \times 365$

<sup>5</sup> Cykl zobowiązań w dniach =  $\frac{\text{Średni stan zobowiązań}}{\text{Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów}} \times 365$

<sup>6</sup> Cykl kapitału obrotowego netto w dniach =  $\frac{\text{Średni poziom kapitału obrotowego}}{\text{Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów}} \times 365$

<sup>7</sup> Stopa zwrotu z kapitałów własnych =  $\frac{\text{wynik finansowy netto}}{\text{końcowa wartość kapitałów własnych}} \times 100$

Tabela 1. Charakterystyka badanej zbiorowości

Wyszczególnienie	Ważniejsze informacje za lata									
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Liczebność próby [przedsiębiorstwa]	200	385	430	370	320	297	253	205	203	188
A	87	124	126	102	65	49	21	9	5	2
DOF	2	8	12	12	15	24	22	27	30	24
DP	12	53	72	56	52	68	58	36	48	54
DSP	56	116	122	94	88	77	79	76	69	65
JSA	43	84	98	106	100	79	73	57	51	43
Przeciętna powierzchnia użytków rolnych [ha]	1249	1246	1267	1299	1285	1073	1086	1142	1226	1174
A	1145	1231	1305	1256	1308	907	564	279	301	698
DOF	1012	863	636	611	430	454	459	520	613	444
DP	1256	1342	1301	1346	1141	936	790	888	905	1246
DSP	856	799	894	821	951	870	895	913	1266	886
JSA	1984	1874	1898	1820	1772	1674	1867	2037	2074	1947
Zatrudnienie [os./100 ha UR]	8,61	6,86	6,54	6,61	6,20	5,67	5,26	4,81	4,43	4,49
A	8,38	6,48	6,38	6,42	5,80	6,84	10,18	22,81	13,91	10,60
DOF	3,71	3,77	4,79	4,48	3,15	2,85	2,39	2,08	2,08	2,12
DP	5,67	4,84	5,07	4,69	3,87	2,77	2,77	2,65	3,90	3,30
DSP	5,24	4,95	4,64	4,64	4,20	3,73	3,51	3,98	2,99	4,19
JSA	11,41	9,33	8,56	8,35	8,20	7,91	6,79	5,85	5,83	5,86
Wartość aktywów [tys. zł]	3 969	4 654	5 722	6 084	6 169	5 060	5 972	6 796	7 359	7 983
A	4 322	6 478	7 525	7 217	7 483	7 466	7 265	5 774	4 555	6 066
DOF	1 459	1 500	2 268	2 965	2 145	2 899	1 263	2 741	1 979	1 411
DP	2 396	2 712	5 056	4 655	4 010	3 110	2 880	5 648	7 695	8 668
DSP	929	1 133	1 780	1 836	2 792	2 959	2 984	7 354	3 288	3 608
JSA	7 770	8 349	9 224	9 870	10 014	6 466	12 710	7 354	15 989	17 491
Wynik finansowy [tys. zł/ przedsiębiorstwo]	169,55	254,44	298,61	88,15	-107,34	-111,35	192,83	234,62	270,12	337,47
A	94,55	156,47	286,21	73,31	-71,25	9,83	143,39	40,07	-46,6	-115,50
DOF	339,50	316,05	127,83	45,93	10,46	-11,67	75,17	104,61	257,03	190,88
DP	106,51	219,84	322,19	107,90	-184,44	-266,06	112,02	266,68	563,48	462,44
DSP	147,81	196,64	208,98	46,66	-84,08	-25,30	180,42	197,58	156,15	291,43
JSA	359,29	453,59	429,71	133,58	-128,84	-167,52	320,16	356,09	189,94	353,00

A – gospodarstwa administrowane, DOF – przedsiębiorstwa dzierżawione przez osoby fizyczne, DP – przedsiębiorstwa dzierżaw pozostałych, DSP – przedsiębiorstwa dzierżawione przez spółki pracowników, JSA – jednoosobowe spółki agencji.

Źródło: obliczenia własne.

poziomie w ciągu dziesięciolecia przedsiębiorstwa osób fizycznych. Posiadany potencjał produkcyjny nie miał bezpośredniego odzwierciedlenia w uzyskiwanych wynikach finansowych. Najbardziej stabilne efekty w okresie 10 lat wypracowywało kierownictwo jednoosobowych spółek agencji (średnio 230 tys. zł na przedsiębiorstwo). Najgorsze wyniki

charakterystyczne były dla gospodarstw administrowanych, pogarszające się systematycznie od 2000 r., gdy inne formy gospodarowania zwiększały zyski, włącznie z pogłębieniem straty od 2002 r.

#### BEZPIECZEŃSTWO FINANSOWE

Podstawową relacją wyznaczającą bezpieczeństwo finansowe jest udział aktywów obrotowych w sumie bilansowej i tendencje jego zmian. Jeżeli stosunek ten maleje, może wskazywać na zmniejszenie zapotrzebowania na aktywa obrotowe i oznaczać poprawę efektywności zarządzania nimi [Wędzki 2003]. Z zawartych w tabeli 2 liczb wynika, że badaną zbiorowość cechował wysoki udział aktywów obrotowych w majątku ogółem (poza gospodarstwami w administrowaniu) przekraczający 50%. W kolejnych latach zaobserwowano tendencję malejącą tego wskaźnika we wszystkich grupach (poza gospodarstwami w administrowaniu). Największe ograniczenie relacji nastąpiło w przedsiębiorstwach dzierżawionych przez osoby fizyczne (o 42 p.p.), a najmniejsze w jednoosobowych spółkach Agencji (o 9 p.p.). Tendencję tę należałoby uznać za korzystną, jednak wymaga ona konfrontacji ze zmianami udziału zobowiązań krótkoterminowych w sumie bilansowej. Jeżeli relacja ta rośnie, zwiększa się ryzyko utraty płynności finansowej. Jednostkami, w których oba wskaźniki zachowały korzystną tendencję zmian byli dzierżawcy. We wszystkich grupach dzierżaw nastąpiło zmniejszenie udziału zobowiązań bieżących w sumie bilansowej (średnio o 36 p.p.), w największym stopniu – podobnie jak w przypadku pierwszego analizowanego wskaźnika – wśród przedsiębiorstw dzierżawionych przez osoby fizyczne, wskazując na zmniejszenie ryzyka utraty płynności finansowej. Gorszą relację obydwu wskaźników zaobserwowano w jednoosobowych spółkach Agencji, w których nastąpiło zmniejszenie udziału aktywów obrotowych i zwiększenie udziału zobowiązań bieżących. Niekorzystna sytuacja cechowała gospodarstwa administrowane, gdyż obydwa wskaźniki wykazały tendencję wzrostową. Miało to swoje bezpośrednie odbicie w wysokości stopy zwrotu z kapitałów własnych, której najwyższe poziomy uzyskiwali dzierżawcy, nieco niższe kierownictwo jednoosobowych spółek Agencji, a najniższe administratorzy.

Spośród wyznaczników bezpieczeństwa finansowego zwrócić należy uwagę na wskaźnik  $LR_1$ , który w gospodarce cechującej się zatorami płatniczymi powinien być utrzymywany na stosunkowo wysokim poziomie. Korzystne zmiany, potwierdzające wcześniejsze stwierdzenia, charakterystyczne były dla dzierżawców, wśród których wskaźnik  $LR_1$  utrzymywany był (szczególnie od 1999 r.) na wyższym poziomie i systematycznie wzrastał. Podobnie korzystną tendencję zmian zaobserwowano w jednoosobowych spółkach Agencji, a najgorszą wśród administratorów (w 2000 r. wskaźnik  $LR_1$  wyniósł 1/7 wartości średniej dla całej zbiorowości).

Omówione zależności znalazły odzwierciedlenie we wskaźnikach płynności. Najwyższe osiągnęli administratorzy i kierownictwo jednoosobowych spółek Agencji. Jednak poza przedsiębiorstwami dzierżawionymi przez osoby fizyczne w latach 1997-1998 i przedsiębiorstwami dzierżaw pozostałych w 1999 r. analizowane wskaźniki uznać należy za właściwe (zawierające się w granicach uznawanych za optymalne [Sierpińska, Jachna 2005] dla wszystkich grup przedsiębiorstw. Podobnie sytuacja przedstawiała się w przypadku wskaźników płynności przyspieszonej, którą również ocenić należy jako prawidłową (poza przedsiębiorstwami dzierżawców pozostałych i spółek pracowników w latach 1998-1999 oraz przedsiębiorstwami osób fizycznych w 2000 r.) [Sierpińska, Jachna 2005].

Tabela 2. Wskaźniki wyznaczające bezpieczeństwo finansowe badanej zbiorowości

Wyszczególnienie	Ważniejsze informacje za lata									
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Udział aktywów obrotowych w sumie bilansowej [%]	44,88	35,43	40,09	40,08	40,08	40,77	44,34	42,72	45,63	46,72
A	33,15	20,06	26,34	28,32	31,56	31,39	21,87	36,1	29,23	44,15
DOF	86,18	73,13	64,74	64,49	46,73	42,90	49,21	39,43	46,74	44,50
DP	71,15	65,57	58,31	56,75	52,99	51,92	58,39	35,44	49,45	51,68
DSP	78,94	70,13	62,11	59,09	53,91	52,17	61,58	44,87	55,39	56,14
JSA	50,16	39,72	41,12	40,24	38,72	38,96	40,98	44,20	41,56	40,85
Udział zobowiązań krótkoterminowych w sumie bilansowej [%]	14,03	13,78	19,60	20,89	23,09	24,19	22,36	21,15	22,64	21,24
A	8,21	6,96	8,89	10,79	13,12	9,81	7,68	18,23	15,35	15,79
DOF	66,80	27,98	39,59	62,83	47,18	19,56	36,27	1,79	25,45	16,35
DP	54,84	37,49	43,52	47,10	40,08	51,74	35,38	23,70	27,25	25,83
DSP	58,04	28,27	34,56	36,35	41,60	39,76	37,48	24,49	33,86	29,39
JSA	9,76	13,78	17,00	17,50	19,07	19,71	18,18	16,97	17,43	16,15
Wskaźnik LR <sub>1</sub> [%]	.	5,18	4,31	4,92	4,46	6,47	7,60	21,38	18,96	21,10
A	.	4,16	4,49	4,84	5,92	8,58	5,73	10,92	16,51	3,64
DOF	.	4,98	4,72	5,03	2,06	6,93	5,91	21,97	15,21	15,58
DP	.	3,16	3,29	3,03	2,13	5,47	8,32	16,72	9,45	19,13
DSP	.	7,97	3,91	5,24	3,02	4,22	9,96	17,56	20,97	20,88
JSA	.	6,24	4,62	5,39	4,67	6,42	7,23	27,41	23,70	23,30
Płynność bieżąca [krotność]	10,44	2,39	1,93	1,84	1,68	1,62	1,92	2,05	2,02	2,20
A	10,24	2,54	2,53	2,36	2,24	2,93	2,73	3,01	1,90	2,80
DOF	12,90	2,51	1,71	1,01	0,98	2,16	1,25	1,95	1,84	2,72
DP	6,51	1,59	1,31	1,17	1,29	0,97	1,60	1,75	1,81	2,00
DSP	8,73	2,42	1,74	1,59	1,21	1,26	1,60	1,74	1,64	1,91
JSA	12,05	2,72	2,29	2,22	1,95	1,90	2,17	2,28	2,38	2,53
Płynność przyspieszona [krotność]	2,84	0,72	1,66	1,70	0,52	0,61	0,69	0,84	0,84	0,95
A	3,24	0,83	2,13	2,14	0,84	1,36	1,09	1,93	0,65	0,49
DOF	6,79	0,83	1,52	0,95	0,17	0,95	0,36	0,61	0,66	0,81
DP	1,93	0,53	1,15	1,06	0,36	0,39	0,63	0,82	0,74	0,87
DSP	2,36	0,63	1,41	1,45	0,35	0,43	0,59	0,65	0,57	0,77
JSA	2,81	0,78	2,01	2,08	0,59	0,67	0,76	0,94	1,07	1,13

Źródło: obliczenia własne.

Wskaźniki płynności nie stanowią całkowitego odzwierciedlenia bezpieczeństwa finansowego, a ważne ich uzupełnienie stanowi analiza sprawności. Z danych zawartych w tabeli 3 wynika, że badana zbiorowość zróżnicowana była również, gdy za kryterium porównań przyjęto wskaźniki sprawności gospodarowania.

Najdłuższym cyklem obrotu zapasów cechowały się jednoosobowe spółki Agencji, wskazując na najwolniejszą zamianę zapasów na środki pieniężne. Znacznie szybciej rotacja zapasów następowała wśród dzierżawców, wskazując na sprawniejsze gospodarowanie

nimi. Większe różnice zaobserwowano w zakresie cyklu rotacji należności. Najkrótszy cykl cechował gospodarstwa w administrowaniu (poza 2000 r.) we wszystkich latach poniżej średniej dla całej zbiorowości. Wskazywałoby to na dążenie przez administratorów do szybkiego egzekwowania należności i realizowania sprzedaży gotówkowej (w ten sposób ograniczając poziom należności). W konsekwencji polityka taka mogła doprowadzić do utraty kontrahentów na rzecz podmiotów chętniej udzielających kredytów kupieckich. Dłuższe cykle spływu należności charakterystyczne były dla pozostałych grup przedsiębiorstw, we wszystkich jednak podlegały wahaniom w kolejnych latach, nie pozwalając na wyznaczenie zdecydowanej linii trendu. Może to być sygnałem, że przedsiębiorcy niezależnie od formy prawnej zdani byli na sprzedaż produktów bez możliwości jej zakontraktowania i ustabilizowania zarówno wysokości przychodów ze sprzedaży, jak i wpływu należności. Potwierdzenie stanowiły wskaźniki cyklu zobowiązań, znacznie przekraczające długość cykli należności. Najdłuższe cykle zobowiązań cechowały przedsiębiorstwa dzierżaw pozostałych (średnio dla 10 lat 106 dni). Najgorsza sytuacja wystąpiła w 1999 r., gdy cykl zobowiązań wyniósł 182 dni, o 10 tygodni przewyższając średnią dla całej zbiorowości i o 19 tygodni cykl należności. Wskazywało to na trudności z bieżącym regulowaniem zobowiązań i stanowiło pogorszenie bezpieczeństwa finansowego. Najdłuższe okresy spłat zobowiązań cechowały wszystkie grupy przedsiębiorstw w latach 1998-1999, gdy poniosły one straty i miały trudności finansowe. Najlepiej sytuacja prezentowała się wśród administratorów, których cechował najkrótszy cykl zobowiązań wskazując na zachowawczą postawę w zakresie ich regulacji (administratorzy jako jedyna grupa nie ponieśli w 1999 r. straty finansowej). Z badań przeprowadzonych w 2002 r.<sup>8</sup> wynika, że część przedsiębiorców świadomie wydłużała terminy regulacji zobowiązań, inwestując w tym czasie środki pieniężne na lokatach bankowych [Franc 2003]. W tych przypadkach nie można stwierdzić zagrożenia bezpieczeństwa finansowego, gdyż było to świadome działanie, uwzględniające ewentualne konsekwencje w postaci utraty kontrahentów, którym nie zapłacono w terminie. Uzyskiwane przez dzierżawców (w tym okresie, gdy cykl zobowiązań był najdłuższy) stopy zwrotu z kapitałów własnych wskazywały na słuszność podjętych decyzji. We wszystkich analizowanych latach (poza 1998-1999) dzierżawców wyróżniały wysokie stopy zwrotu z kapitałów własnych. W początkowym okresie wpływ miała niska wartość kapitałów własnych, a po 1999 r. wyższa efektywność prowadzonej działalności. Począwszy od 2000 r. charakterystyczna była zależność: im krótszy cykl kapitału obrotowego (świadczący o szybszej rotacji środków pieniężnych) tym wyższe stopy zwrotu z kapitałów własnych, informujące o lepszym wykorzystaniu zaangażowanych kapitałów własnych<sup>9</sup>.

Niewątpliwie wskaźniki sprawności gospodarowania wskazują na okresowe trudności płatnicze, czego nie stwierdzono w analizie wskaźników płynności. Jednak jednostki cechujące się dużymi różnicami w cyklach należności i zobowiązań, uzyskiwały jednocześnie wyższe stopy zwrotu z kapitałów własnych, mimo pogorszenia bezpieczeństwa finansowego i okresowych trudności płatniczych. Dzierżawcy podejmowali ryzyko i uzyskiwali lepsze wyniki niż administratorzy i kierownictwo jednoosobowych spółek agencji.

<sup>8</sup> Badania przeprowadzone przez autorkę w 2002 r. w ramach projektu badawczego nr 6P06J02120 pt.: „Struktura kapitału w procesie rozwoju przedsiębiorstw rolniczych”, finansowanego przez Komitet Badań Naukowych.

<sup>9</sup> Z wyłączeniem gospodarstw w administrowaniu, które jako przemijająca grupa gospodarowania, w 2003 r. nie stanowiły próby reprezentatywnej.

Tabela 3. Wskaźniki sprawności gospodarowania oraz stopa zwrotu z kapitałów własnych w badanych przedsiębiorstwach

Wyszczególnienie	Ważniejsze informacje za lata									
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Cykl zapasów [dni]	145,8	110,1	126,5	117,5	122,2	115,1	115,4	113,7	115,9	124,7
A	148,2	109,3	124,5	115,1	95,3	95,3	74,4	138,7	111,5	125,6
DOF	42,3	87,5	84,2	120,4	77,2	77,2	108,6	96,5	106,3	106,4
DP	76,2	75,2	113,2	114,7	105,5	105,5	107,3	105,6	114,7	131,8
DSP	119,0	109,4	128,4	119,0	116,3	116,3	113,6	121,0	111,8	98,4
JSA	175,0	129,8	139,2	128,0	126,6	126,6	124,3	109,1	119,7	137,1
Cykl należności [dni]	46,1	23,8	24,4	34,2	39,8	39,8	34,1	32,5	46,8	47,3
A	42,4	19,5	20,6	34,5	33,5	33,5	16,7	63,9	28,6	21,2
DOF	7,5	34,1	39,8	20,6	38,1	38,1	24,8	21,7	33,7	21,5
DP	36,8	31,7	25,4	36,3	52,7	52,7	43,4	27,1	72,0	56,3
DSP	60,9	21,8	22,8	36,5	45,9	45,9	36,7	27,0	22,7	31,5
JSA	47,9	22,9	16,0	33,1	35,7	35,7	33,3	41,0	44,8	52,8
Cykl zobowiązań [dni]	19,2	65,9	87,8	105,3	113,9	113,9	94,2	92,0	98,2	99,5
A	21,2	64,2	69,2	82,3	60,5	60,5	45,3	114,8	88,9	54,6
DOF	6,9	52,1	78,2	159,4	63,8	63,8	122,2	83,7	90,0	55,8
DP	16,6	71,0	113,7	129,7	182,2	182,2	108,8	106,6	107,1	117,0
DSP	18,7	61,3	92,5	133,4	140,8	140,8	112,1	98,0	105,0	86,5
JSA	18,9	66,8	81,4	94,0	102,6	102,6	88,1	79,4	90,8	98,2
Cykl kapitału obrotowego [dni]	0,9	91,6	82,0	77,1	0,2	0,2	86,6	93,9	99,7	218,9
A	2,2	98,7	106,1	1,6	2,4	2,4	78,3	112,6	80,4	143,1
DOF	41,1	78,4	55,5	-0,3	3,1	3,1	30,8	67,8	75,3	148,5
DP	7,6	41,7	35,6	0,7	-0,1	-0,1	66,4	52,8	87,3	233,7
DSP	2,6	86,9	68,9	0,3	0,5	0,5	67,5	81,6	66,8	164,8
JSA	4,9	115,2	105,0	0,9	1,2	1,2	103,5	127,4	125,7	248,1
Stopa zwrotu z kapitałów własnych [%]	5,83	6,77	7,34	-2,61	-2,59	-2,59	3,64	4,21	4,36	5,43
A	2,65	2,65	4,35	-1,13	0,23	0,23	3,07	0,82	-2,62	-1,80
DOF	842,43	44,57	14,56	1,48	-0,78	-0,78	5,41	6,79	12,59	12,64
DP	20,86	25,98	16,69	-13,76	-8,74	-8,74	3,27	6,15	7,89	6,62
DSP	108,47	46,12	33,82	-8,50	-0,93	-0,93	4,86	4,84	4,04	6,51
JSA	6,01	6,77	6,06	-1,74	-2,14	-2,14	3,24	3,44	1,67	3,36

Źródło: obliczenia własne.

## PODSUMOWANIE

Zachowanie bezpieczeństwa finansowego warunkuje uzyskiwanie wyższych efektów z zaangażowanych kapitałów własnych. Spośród badanych grup przedsiębiorstw najkorzystniejsze wyznaczniki bezpieczeństwa finansowego utrzymywali dzierżawcy wypracowując jednocześnie najwyższe stopy zwrotu z kapitałów własnych. Najgorsze wskaźniki

cechowały gospodarstwa administrowane, które też uzyskiwały najslabsze wyniki. Zachowawcza postawa administratorów i ograniczanie sprzedaży do sprzedaży gotówkowej spowodowała zmniejszenie przychodów i w konsekwencji gorsze wypracowane efekty. Zbyt długi cykl kapitału obrotowego i zamrożenie środków pieniężnych w zapasach spowodowało niską efektywność ich zaangażowania. Odmianą postawę prezentowali dzierżawcy, podejmując ryzyko i okresowo świadomie wydłużając terminy regulacji zobowiązań, inwestując w międzyczasie środki pieniężne i uzyskując dodatkowe efekty. Cechował ich również krótszy cykl zapasów, świadcząc o szybszej ich zamianie na gotówkę. Zachowanie bezpieczeństwa finansowego oraz podejmowanie aktywnych działań skutkowało uzyskaniem wyższych stóp zwrotu przez dzierżawców.

#### BIBLIOGRAFIA

- Franc J. 2003: Struktura kapitału w procesie rozwoju przedsiębiorstw rolniczych. Wydawnictwo SGGW. Ranking 300. Baza danych Instytutu Ekonomiki Rolnictwa i Gospodarki Żywnościowej za lata 1994-2003.
- Sierpińska M., T. Jachna 2005: Ocena przedsiębiorstw według standardów światowych. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Wędzki D. 2003: Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa. Oficyna Ekonomiczna, Kraków.

*Justyna Franc-Dąbrowska*

#### THE FINANCIAL SECURITY VERSUS EFFECTIVENESS OF EQUITY INVOLVED

##### Summary

This study presents an analysis of THE financial security and its correlation with ROE rates within leased enterprises, wholly state owned companies and administered enterprises. The study concludes that there is a direct correlation between keeping financial security measured by liquidity and efficiency ratios (including working capital turnover) and ROE. The best financial security and ROE ratios were achieved by the leased companies while the worst ones appeared within administered enterprises.

Adres do korespondencji:  
dr inż. Justyna Franc-Dąbrowska  
Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie  
Katedra Ekonomiki i Organizacji Gospodarstw Rolniczych SGGW  
Zakład Rachunkowości, Finansów Przedsiębiorstw i Bankowości  
ul. Nowoursynowska 166  
02-787 Warszawa  
tel. (0 22) 593 42 14  
e-mail: justyna\_franc\_dabrowska@sggw.pl