

OCENA RENTOWNOŚCI PRZEDSIĘBIORSTW PRZEMYSŁOWYCH W ZALEŻNOŚCI OD TEMP ZMIAN KURSÓW ICH AKCJI

Marta Juszczyk, Beata Grzejszczyk
Katedra Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw
Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

Abstrakt. W opracowaniu przedstawiono ocenę rentowności przedsiębiorstw z wybranych branż produkcyjnych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w zależności od tempa zmian kursów akcji. Do badań wybrano cztery sektory przemysłowe, tj. budowlany, elektromaszynowy, metalowy i spożywczy, do których łącznie zakwalifikowano 83 przedsiębiorstwa. Dane wykorzystane do obliczeń wskaźników finansowych pochodzą z kwartalnych sprawozdań finansowych przedsiębiorstw za lata 2009–2011. Analizie poddano obszar rentowności spółek, w tym wskaźnik rentowności majątku, wskaźnik rentowności kapitału własnego, jak również wskaźnik rentowności sprzedaży.

Słowa kluczowe: GPW, rentowność majątku, rentowność kapitału, rentowność sprzedaży

WSTĘP

Analiza fundamentalna należy do jednej z najbardziej istotnych i zaawansowanych grup technik używanych do analiz spółek giełdowych. W metodzie tej, ściśle związanej z inwestowaniem długoterminowym, ważną rolę spełniają m.in. takie zagadnienia jak: analiza ekonomiczna, międzyrynkowa czy różnorodne modele wyceny akcji. Jednym z ważniejszych elementów rozbudowanej analizy fundamentalnej stanowi ocena sytuacji finansowej przedsiębiorstw. Analiza finansowa, popularnie nazywana analizą wskaźnikową, umożliwia kompleksową i wszechstronną ocenę kondycji ekonomicznej przedsiębiorstw, dostarcza informacji

o stanie i zmianach, jakie zaszły w sytuacji finansowej i majątkowej, a także w wynikach ich działalności. Pozwala ponadto przewidzieć niekorzystne zjawiska, nie tylko w skali pojedynczego przedsiębiorstwa, ale również dokonać oceny całej branży i zdiagnozować ją pod względem perspektyw rozwoju w przyszłym okresie.

Podstawowym celem każdej spółki jest maksymalizacja zysku. W związku z tym, wskaźniki rentowności odgrywają szczególnie istotną rolę w ocenie kondycji finansowej spółek. Badania przeprowadzone w tym zakresie informują o korzyściach z prowadzonej działalności, dostarczając tym samym odpowiedzi na pytanie, czy funkcjonowanie przedsiębiorstwa jest opłacalne z punktu widzenia jego właścicieli. Zdaniem Wędzkiego [2009], analizę rentowności uważa się za najważniejszą z analiz gdyż: (i) stanowi ona oszacowanie stopnia pomnożenia kapitału właścicieli, co jest równoważne maksymalizacji wartości dla właścicieli, (ii) wyraża funkcję celu przedsiębiorstwa, z którą powinny być zgodne wszystkie inne obszary działalności oraz (iii) umożliwia wskazanie czynników wpływających na wartość dla właścicieli.

W ocenie indywidualnego inwestora, z punktu widzenia opłacalności jego decyzji inwestycyjnych, kluczową kwestią, obok rozpoznania przyszłych trendów cenowych, jest odpowiedź na pytanie, czy kondycja finansowa spółek wpływa na kształtowanie się kursów akcji. Ponieważ emitentem papierów wartościowych na giełdzie są w głównej mierze przedsiębiorstwa, więc powszechnie uważa się, że dobra sytuacja finansowa spółki powinna mieć odzwierciedlenie we wzroście cen jej akcji. Zmiany notowań giełdowych mogą jednak następować pod wpływem wielu innych czynników, wśród których nie bez znaczenia jest sytuacja w danym sektorze, gospodarce krajowej czy nawet wydarzenia na światowych giełdach. Temat zależności między sytuacją ekonomiczno-finansową przedsiębiorstw a notowaniami ich akcji pojawiał się w literaturze wielokrotnie, jednak duża część prac przeprowadzonych w tym zakresie wskazuje na brak jednoznacznych stwierdzeń, co do związku między analizowanymi zmiennymi [Nawrocki 2003; Komuda 2004; Potocki 2004; Urbanowicz i Zaleska 2005].

Stosowanie analizy wskaźnikowej przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych wydaje się mieć racjonalne przesłanki, a przedsiębiorstwo o dobrych fundamentach powinno być wycenione przez uczestników rynku wyżej niż to, którego sytuacja ekonomiczno-finansowa jest gorsza. Za takimi argumentami przemawiają badania Jędrusiaka [2008] wskazujące, że uczestnicy rynku reagują niemal natychmiastowo na silne sygnały o jednoznacznym przekazie, w tym informacje o obniżeniu bądź podwyższeniu prognoz finansowych. Stopy zwrotu często po upływie nawet kilku dni po publikacji takiego komunikatu utrzymują się na wysokim poziomie, co poświadcza, że inwestorzy zdają sobie sprawę z faktu, że wycena przedsiębiorstw bazuje w dużej mierze nie tylko na obecnych, ale również na przeszłych i prognozowanych wynikach finansowych spółek. Wystąpienie

zależności między sytuacją finansową przedsiębiorstw, zwłaszcza w zakresie ich rentowności, a tempem zmian kursów akcji może mieć istotny wpływ na decyzje inwestycyjne na rynku kapitałowym, co uzasadnia podejmowanie badań w tym zakresie.

CEL I METODY BADAŃ

Celem opracowania jest określenie zależności między rentownością spółek przemysłowych notowanych na GPW w Warszawie a średniookresowym tempem zmian kursów akcji.

Badaniem objęto spółki z czterech sektorów produkcyjnych: budownictwo, przemysł elektromaszynowy, metalowy oraz spożywczy, funkcjonujących w latach 2009–2011. Obiekty zostały wybrane w sposób celowy, biorąc pod uwagę jedynie te przedsiębiorstwa, które notowane były na GPW w Warszawie we wszystkich latach badanego okresu, kierując się jednocześnie pełną kompletnością danych w zakresie, zarówno danych finansowych, jak i kursów akcji. Liczba spółek zakwalifikowanych do badania wynosiła: budownictwo – 27 przedsiębiorstw, branża spożywcza – 19 przedsiębiorstw, branża elektromaszynowa – 20 przedsiębiorstw, branża metalowa – 17 przedsiębiorstw. Dane do obliczeń wskaźników finansowych pochodzą z kwartalnych sprawozdań finansowych przedsiębiorstw za lata 2009–2011. Do analizy rentowności wykorzystano w badaniu wskaźniki rentowności aktywów ogółem (ROA), rentowności kapitału własnego (ROE) i rentowności sprzedaży netto (ROS).

Grupa przedsiębiorstw przemysłowych z poszczególnych branż została uszeregowana według rosnącego, średniookresowego tempa zmian kursów akcji, sformułowanego wzorem:

$$\bar{T}_G = (\bar{i}_G - 1) \cdot 100$$

gdzie:

$$\bar{i}_G = \sqrt[n-1]{i_{2/1} \cdot i_{3/1} \cdot \dots \cdot i_{n/n-1}} = \sqrt[n-1]{\frac{y_2}{y_1} \cdot \frac{y_3}{y_2} \cdot \dots \cdot \frac{y_n}{y_{n-1}}} = \sqrt[n-1]{\frac{y_n}{y_1}}$$

przy czym:

\bar{T}_G – średniookresowe tempo zmian,

\bar{i}_G – średnie tempo zmian zjawiska w czasie.

Średniookresowe tempo zmian informuje o ile procent przeciętnie w całym badanym odcinku czasu poziom badanego zjawiska zmieniał się z okresu na okres. W celu oceny wpływu zmian notowań giełdowych na sytuację ekonomiczno-finan-



sową spółek, uzyskane szeregi zostały podzielone na kwartyle. Pierwszy kwartył (25% liczby spółek) obejmował przedsiębiorstwa o najniższym poziomie przyjętego kryterium podziału, kwartył drugi (50%) – o poziomie przeciętnym i kwartył trzeci (25%) – o poziomie najwyższym. Analizując uzyskane wyniki finansowe w poszczególnych kategoriach i branżach, wykorzystano podział na odpowiednio: grupę pierwszą (I), drugą (II) oraz trzecią (III). W ocenie zgromadzonego materiału wykorzystano metody statystyki tabelarycznej, graficznej i opisowej, a także metody matematyczno-statystyczne.

WYNIKI BADAŃ

Rentowność odzwierciedla w sposób najbardziej syntetyczny efektywność gospodarowania w przedsiębiorstwach. Wskaźniki należące do tej grupy wyrażają tym samym relację zysku liczonego na różnych poziomach działalności gospodarczej do osiągniętego przychodu ze sprzedaży lub poniesionych nakładów [Wypych 2000].

Wskaźnik ROA, zwany także stopą zwrotu z aktywów, określa jak efektywnie wykorzystywane są aktywa spółki. Kształtowanie rentowności majątku w spółkach przemysłowych w czterech branżach produkcyjnych, pogrupowanych według średniokresowego tempa zmian kursów akcji w latach 2009–2011 przedstawia tabela 1.

W branży budowlanej najwyższą średnią stopę zwrotu z aktywów uzyskały przedsiębiorstwa charakteryzujące się najwyższym średniokresowym tempem zmian kursu akcji (średnio 1,5%). Jednocześnie w grupie tej znajdowały się spółki o najbardziej stabilnym wskaźniku rentowności majątku. Najmniej korzystna sytuacja pod względem wskaźnika ROA występowała natomiast w przedsiębiorstwach o najniższym średniokresowym tempie zmian kursów akcji i wynosiła ona średnio –0,8%. Grupa II przedsiębiorstw charakteryzowała się największą niestabilnością, a rentowność majątku kształtowała się w przedziale od –2,3% w 2 kwartale 2011 r. do 1,3% w 3 kwartale 2011 r. Średnio w badanym okresie wskaźnik ROA wyniósł 0,1%. Dodatnia zależność między rentownością majątku a zmianą kursu akcji wystąpiła w ostatnim kwartale 2009 r. oraz w większości kwartałów lat 2010–2011. W żadnej z grup nie stwierdzono jednolitej zależności w ujęciu dynamicznym, z wyjątkiem grupy III, w której widoczny był wzrost wskaźnika we wszystkich kwartałach 2011 r., od 1,4% w 1 kwartale do 2,2% w 4 kwartale.

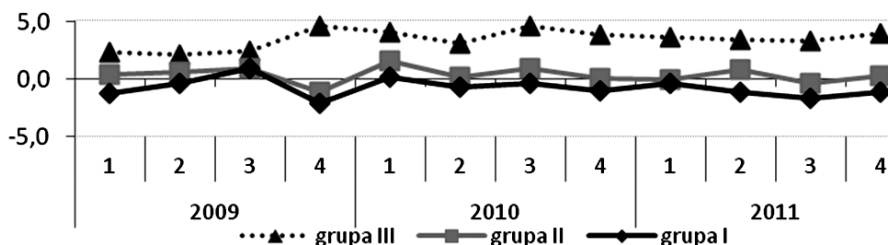
Spośród czterech analizowanych branż najmniejszy związek między średniokresowym tempem zmian kursów akcji a poziomem wskaźnika ROA wystąpił w sektorze metalowym, w którym dodatnia zależność miała miejsce jedynie w 4 kwartale 2009 r., jak również w 1 i 3 kwartale 2010 r. Przeciętnie w branży

TABELA 1. Wskaźnik rentowności majątku według kryterium średniokresowego tempa zmian kursów akcji (%)

Grupa	2009				2010				2011				Średnio
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	
Budownictwo													
I	0,67	1,79	1,29	0,46	0,30	-2,18	0,12	-2,02	0,08	-1,81	-1,30	-6,78	-0,78
II	-0,56	1,13	0,30	1,03	-0,81	-0,16	0,78	0,26	0,49	-2,25	1,26	0,11	0,13
III	0,04	1,55	1,44	1,91	0,48	1,59	1,95	1,58	1,39	1,70	1,90	2,19	1,48
Ogółem	-0,11	1,40	0,81	1,08	-0,24	-0,29	0,87	-0,04	0,59	-1,26	0,74	-1,21	0,19
Metalowy													
I	3,30	1,53	1,66	-2,50	-0,20	3,69	-0,31	1,45	1,46	1,71	1,57	2,42	1,31
II	-0,76	0,40	1,51	-0,34	-0,17	-0,13	1,66	0,01	0,91	1,23	1,33	1,48	0,59
III	0,04	1,86	0,84	1,43	1,12	1,78	1,98	0,50	1,57	2,54	2,68	2,27	1,55
Ogółem	0,62	1,07	1,40	-0,56	0,12	1,44	1,16	0,55	1,22	1,68	1,72	1,94	1,03
Spożywczy													
I	-1,27	-0,34	0,92	-2,08	0,16	-0,70	-0,35	-1,09	-0,40	-1,10	-1,66	-1,20	-0,76
II	0,37	0,56	0,86	-1,15	1,57	0,16	0,95	0,01	-0,11	0,76	-0,34	0,21	0,32
III	2,31	2,15	2,41	4,65	4,04	3,11	4,62	3,84	3,62	3,38	3,33	3,93	3,45
Ogółem	0,35	0,66	1,20	-0,17	1,72	0,55	1,38	0,53	0,60	0,82	0,09	0,44	0,68
Elektromaszynowy													
I	1,23	0,99	0,24	0,21	0,14	-0,52	-0,46	1,15	0,48	0,44	1,12	0,87	0,49
II	0,40	0,67	0,52	0,34	-0,31	0,83	0,65	1,09	0,62	1,21	2,02	1,44	0,79
III	0,66	0,89	1,66	1,21	1,10	1,56	1,31	1,67	1,26	1,39	2,54	2,64	1,49
Ogółem	0,67	0,80	0,73	0,52	0,16	0,67	0,54	1,25	0,74	1,06	1,92	1,60	0,89

Źródło: Opracowanie własne.

tej najwyższym poziomem rentowności majątku charakteryzowały się przedsiębiorstwa z grupy III (1,6%), a najniższym przedsiębiorstwa z grupy II (0,6%). Podobnie jak w sektorze budowlanym, we wszystkich kwartałach 2011 r. występował stopniowy wzrost rentowności majątku, z 0,9% w 1 kwartale do 1,5% w 4 kwartale, jednakże sytuacja ta miała miejsce w przedsiębiorstwach należących do grupy o przeciętnym średniokresowym tempie zmian kursu akcji. Spółki o najniższym średniokresowym tempie zmian kursu akcji odnotowały średnią stopę z aktywów na poziomie 1,3%. Wzrost ROA w branży spożywczej w największy sposób implikował wzrost tempa zmian cen akcji. Jedynym okresem, w którym przedmiotowa zależność nie została zaobserwowana, był 3 kwartał 2009 r. (rysunek 1).



RYSUNEK 1. Wskaźnik ROA w przemyśle spożywczym według kryterium średniookresowego tempa zmian kursów akcji (%)

Źródło: Opracowanie własne.

Najniższy średni wskaźnik rentowności majątku w branży spożywczej wystąpił w grupie I, charakteryzującej się najmniejszym średniookresowym tempem zmian kursu akcji ($-0,8\%$). Większość przedsiębiorstw z tej grupy w całym badanym okresie (z wyjątkiem 3 kwartału 2009 r. i 1 kwartału 2010 r.) odnotowywała straty, co świadczyło o niskiej efektywności wykorzystania ich majątku. Spółki z grupy II określała największa zmienność, a przeciętna rentowność majątku w badanym okresie wyniosła $0,3\%$. Efektywność wykorzystania aktywów o największym średniookresowym tempie wzrostu kursu akcji była najwyższa i wynosiła średnio $3,5\%$. Przedsiębiorstwa z tej grupy wyróżniały się jednocześnie najbardziej stabilnymi wskaźnikami ROA, szczególnie w roku 2011, w którym rentowność majątku przyjmowała wielkości od $3,3$ do $3,9\%$. W 4 kwartale 2009 r. odnotowano znaczny spadek poziomu wskaźnika w przedsiębiorstwach z grupy I i II oraz wzrost rentowności spółek w grupie III.

W przemyśle elektromaszynowym w większości kwartałów wskaźniki rentowności majątku różnicowane były zmianami średniookresowego tempa kursów akcji. Zależność ta nie wystąpiła jedynie w 4 kwartałach (1 i 2 kwartały 2009 r. oraz 2 i 4 kwartały 2010 r.). Wskaźnik rentowności majątku był najniższy w grupie I przedsiębiorstw ($0,5\%$), a najwyższy w grupie III ($1,5\%$). W II grupie przedsiębiorstw średni poziom wskaźnika rentowności majątku ukształtował się na poziomie $0,8\%$. Podobnie jak w branży budowlanej, w grupie przedsiębiorstw o najwyższym średniookresowym tempie wzrostu kursu akcji stwierdzono jednolitą tendencję rosnącą rentowności aktywów w 2011 r., od $1,3\%$ w 1 kwartale do $2,6\%$ w 4 kwartale.

Wskaźnik rentowności kapitału własnego (ROE) jest podstawowym wskaźnikiem charakteryzującym zyskowność zainwestowanego kapitału przez właścicieli. Wysoki poziom wskaźnika oznacza, że coraz większy zysk po opodatkowaniu powiększa pierwotny wkład właścicieli, a więc ich inwestycje przynoszą im coraz większe korzyści [Wędzki 2009].

W tabeli 2 zaprezentowano kształtowanie się wskaźnika rentowności kapitału własnego według kryterium średniokresowego tempa zmian kursów akcji. W badanych kwartałach branży budowlanej przeciętny wskaźnik rentowności kapitału własnego był najwyższy w III grupie przedsiębiorstw (3,6%) i różnił się w porównaniu do spółek z pozostałych grup (w I grupie wynosił -2,3%, a w II grupie 0,2%), a także odróżniał się od średniego poziomu rentowności ogółem (0,3%). W opisywanych grupach nie stwierdzono jednolitej zależności w ujęciu dynamicznym z wyjątkiem 2011 roku w grupie III. Ponadto w żadnym kwartale 2009 r. nie odnotowano związku między średniokresowym tempem zmian cen akcji a wskaźnikiem ROE. Od 2 do 4 kwartału 2010 r. oraz w 1, 3 i 4 kwartale 2011 r. występowała dodatnia zależność między średniokresowym tempem zmian, a wartością wskaźnika rentowności kapitału własnego. Najbardziej stabilne wartości ROE przyjmował w grupie przedsiębiorstw o najwyższym średniokresowym tempie wzrostu cen akcji.

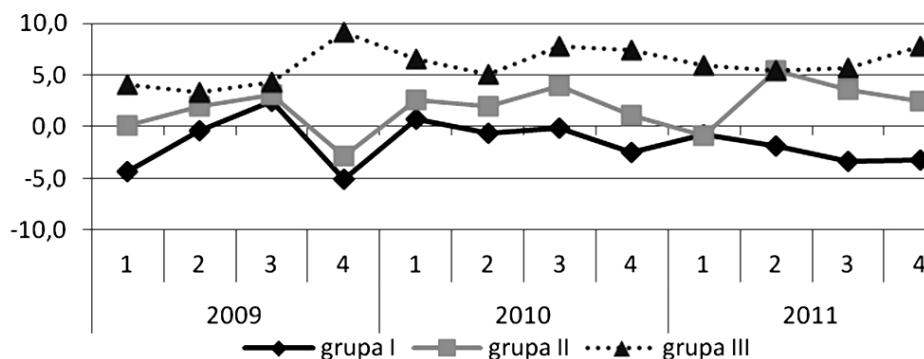
TABELA 2. Wskaźnik rentowności kapitału własnego według kryterium średniokresowego tempa zmian kursów akcji (%)

Grupa	2009				2010				2011				Średnio
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	
Budownictwo													
I	2,34	5,36	3,28	2,56	0,77	-4,38	0,80	-7,26	-0,79	-3,00	-3,74	-23,29	-2,28
II	-0,41	2,82	1,34	2,12	-1,38	-0,09	1,34	0,82	0,64	-5,57	1,95	-0,88	0,22
III	0,60	3,72	3,32	4,11	1,63	4,08	4,71	3,84	3,18	4,52	4,67	4,93	3,61
Ogółem	0,53	3,68	2,29	2,68	-0,15	-0,27	1,95	-0,61	0,83	-2,66	1,08	-5,40	0,33
Metalowy													
I	4,16	1,54	2,20	-6,94	-0,71	6,17	-0,99	0,99	3,16	4,04	3,82	4,94	1,86
II	-1,58	0,62	2,64	-0,41	-0,56	-0,52	2,87	-0,14	1,89	2,21	2,61	3,02	1,05
III	0,30	4,86	1,76	2,48	1,98	3,54	4,20	-0,82	3,24	5,45	4,88	4,82	3,06
Ogółem	0,55	1,89	2,30	-1,65	-0,01	2,40	2,05	0,03	2,58	3,51	3,50	4,01	1,76
Spożywczy													
I	-4,37	-0,34	2,53	-5,03	0,75	-0,63	-0,13	-2,54	-0,71	-1,85	-3,34	-3,25	-1,58
II	0,15	1,99	3,11	-2,87	2,53	2,02	3,90	1,06	-0,87	5,44	3,58	2,41	1,87
III	4,10	3,36	4,37	9,13	6,49	5,10	7,85	7,38	5,91	5,45	5,72	7,72	6,05
Ogółem	-0,21	1,67	3,22	-0,91	2,90	1,97	3,67	1,45	0,60	3,52	2,21	1,72	1,82
Elektromaszynowy													
I	1,64	1,44	0,23	0,23	0,14	-1,06	-1,14	1,50	0,44	0,73	1,30	1,37	0,57
II	1,15	1,39	1,16	0,90	-0,21	1,42	1,00	1,95	1,04	2,32	3,47	2,49	1,51
III	0,98	1,22	3,47	2,51	1,89	2,78	2,31	3,29	2,43	2,68	5,63	5,55	2,89
Ogółem	1,23	1,36	1,50	1,13	0,40	1,14	0,79	2,18	1,23	2,01	3,47	2,97	1,62

Źródło: Opracowanie własne.

W przypadku wskaźnika rentowności kapitału własnego, podobnie jak dla wskaźnika rentowności majątku, najmniejszy związek między tempem zmian kursów akcji, a poziomem wskaźnika ROE wystąpił w sektorze metalowym. W branży tej zależność miała miejsce jedynie w 4 kwartale 2009 r. oraz 1 i 3 kwartale 2010 r. Średni poziom rentowności kapitału własnego w badanych kwartałach był w przemyśle metalowym wyższy niż w branży budowlanej i wynosił 1,8%. Ponadto widoczna była w tym okresie zasadnicza dominacja przedsiębiorstw z sektora metalowego o najwyższym średniokresowym tempie wzrostu kursu akcji, gdyż średnia wielkość wskaźnika wyniosła 3,1%. Najwyższą średnią rentowność kapitału własnego odnotowano w badanych przedsiębiorstwach w 4 kwartale 2011 r. (4,0%), natomiast najniższą – w 4 kwartale 2009 r. (-1,7%). W przedsiębiorstwach należących do grupy o przeciętnym średniokresowym tempie zmian kursu akcji we wszystkich kwartałach 2011 r. występował stopniowy wzrost rentowności majątku, z 1,9% w 1 kwartale do 3,0% w 4 kwartale.

W przemyśle spożywczym wystąpiła najsilniejsza dodatnia zależność między wzrostem tempa kursów akcji a wskaźnikiem rentowności kapitału własnego (rysunek 2). Najniższy poziom wskaźnika wystąpił w grupie o najmniejszym średniokresowym tempie zmian cen akcji (-1,6%). Przedsiębiorstwa z grupy I prawie w całym analizowanym okresie (poza 3 kwartałem 2009 r. i 1 kwartałem 2010 r.) charakteryzowały się ujemnym wskaźnikiem rentowności kapitału własnego, co świadczy o osiągnięciu przez te przedsiębiorstwa strat. Najmniejsza zmienność ROE wystąpiła w grupie III przedsiębiorstw, a ich średni wskaźnik osiągnął 6,1% i był wyższy od średniego poziomu rentowności kapitału własnego ogółem, który w badanym okresie wynosił 1,8%.



RYSUNEK 2. Wskaźnik ROE w przemyśle spożywczym według kryterium średniokresowego tempa zmian kursów akcji (%)

Źródło: Opracowanie własne.

Wzrost tempa kursu akcji w dużym stopniu był powiązany z wyższym wskaźnikiem ROE również w przemyśle elektromaszynowym i tylko w 3 kwartałach (1 i 2 kwartałe 2009 r. i 1 kwartałe 2010 r.) zależność ta nie wystąpiła. W grupie I zaobserwowano najniższy przeciętny wskaźnik rentowności kapitału własnego, który ukształtował się na poziomie 0,6%, natomiast najwyższy został odnotowany w grupie III i wyniósł 2,9%. W grupie II spółek przeciętne ROE ukształtowało się na poziomie 1,5%. Przedsiębiorstwa o najniższym średniookresowym tempie zmian cen akcji w 2011 r. cechowały się jednolitą tendencją wzrostową rentowności kapitału własnego z 0,4 do 1,4% w 4 kwartałe.

Wskaźnik rentowności sprzedaży netto (ROS) informuje o tym, ile złotych zysku (straty) po opodatkowaniu (netto) wypracowują wszystkie przychody z działalności. Im wskaźnik ten jest wyższy, tym lepiej dla przedsiębiorstwa, ponieważ przychody ze wszystkich rodzajów działalności przynoszą coraz więcej zysku dostępnego dla właścicieli [Wędzki 2009]. Kształtowanie się wskaźnika rentowności sprzedaży w przedsiębiorstwach pogrupowanych według średniookresowego tempa zmian kursów akcji przedstawiono w tabeli 3.

W branży budowlanej najniższy poziom wskaźnika rentowności sprzedaży, a w związku z tym najmniejsze szanse przetrwania na rynku, stwierdzono w grupie pierwszej i drugiej przedsiębiorstw, sklasyfikowanych według średniookresowego tempa zmian kursu akcji. Przeciętny wskaźnik w obu przypadkach ukształtował się na zbliżonym, ujemnym poziomie i wyniósł odpowiednio -5,5 i -5,3%. Straty poniesione na wszystkich rodzajach działalności przedsiębiorstw budowlanych dla grupy pierwszej odnotowano prawie we wszystkich kwartałach lat 2010-2011, podczas gdy w grupie II dominowały one w okresie 2009-2010. Wskaźnik ROS osiągnął najniższe poziomy w obu grupach przedsiębiorstw w 2 kwartałe lat 2010 i 2011 r. (w 2010 r. w grupie I i II wyniosły one odpowiednio -11,3 i -53,2%, a w 2011 r. -15,0 i -16,5%), a w przypadku pierwszej grupy spółek również w ostatnim kwartałe 2011 r. (-32,1%). Najwyższą średnią rentowność sprzedaży stwierdzono w grupie III przedsiębiorstw (5,0%). Związek między średniookresowym tempem zmian cen akcji a wskaźnikiem ROE miał miejsce w zaledwie trzech z 12 badanych okresów I, III i IV kwartałe 2011 r.

W sektorze metalowym zależność między średniookresowym tempem zmian kursów akcji a poziomem wskaźnika ROS była najmniej widoczna spośród wszystkich omawianych branż. Najwyższym poziomem rentowności majątku charakteryzowały się przedsiębiorstwa z grupy III o największym średniookresowym tempie zmian kursów akcji (5,1%). W grupie I i II przeciętny wskaźnik ROS kształtował się natomiast na zbliżonym poziomie i wynosił odpowiednio 2,6 i 2,2%. W opisywanych grupach nie odnotowano związku między średniookresowym tempem zmian cen akcji a wskaźnikiem ROE w poszczególnych okresach, z wyjątkiem ostatniego kwartału lat 2009-2010 oraz 3 kwartału 2011 r.



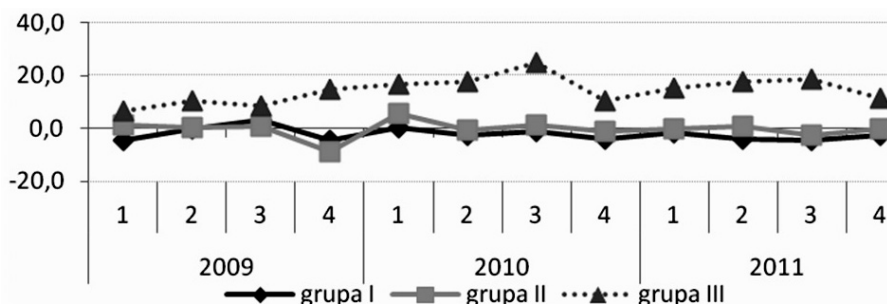
TABELA 3. Wskaźnik rentowności sprzedaży według kryterium średniokresowego tempa zmian kursów akcji (%)

Grupa	2009				2010				2011				Średnio
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	
Budownictwo													
I	2,39	0,76	2,72	-1,03	-0,71	-11,29	-1,90	-3,73	0,11	-14,96	-6,39	-32,09	-5,51
II	-7,05	-2,18	-2,20	1,82	-4,93	-53,23	13,54	-4,15	0,44	-16,49	6,59	4,04	-5,32
III	-0,05	4,85	4,50	6,51	0,62	5,64	6,44	5,43	5,42	6,31	7,33	6,39	4,95
Ogółem	-3,04	0,14	0,57	2,12	-2,60	-29,28	7,96	-1,91	1,46	-11,03	3,39	-4,81	-3,09
Metalowy													
I	9,49	1,90	5,02	-13,89	-0,49	11,63	-0,92	-2,68	4,44	5,11	4,90	6,68	2,60
II	-5,11	-0,12	6,39	-2,33	-0,57	0,56	6,86	0,78	4,16	4,86	5,02	6,37	2,24
III	-0,39	6,87	3,85	5,09	3,71	6,27	6,11	1,84	4,53	7,20	8,31	7,36	5,06
Ogółem	0,29	2,12	5,39	-3,99	0,46	5,16	4,40	0,01	4,33	5,48	5,76	6,69	3,01
Spożywczy													
I	-4,66	-0,11	3,36	-4,48	0,53	-2,48	-0,98	-3,91	-1,62	-3,89	-4,40	-2,74	-2,12
II	1,18	0,56	0,78	-8,97	5,58	-0,42	1,20	-0,95	-0,20	0,91	-2,52	-0,35	-0,27
III	6,51	10,65	8,73	14,62	16,96	17,61	24,82	10,30	15,34	17,79	18,87	11,40	14,47
Ogółem	0,77	2,51	3,13	-2,82	6,65	2,83	5,60	0,64	2,70	3,20	1,49	0,94	2,30
Elektromaszynowy													
I	6,20	5,74	0,40	1,35	-0,33	-14,88	-6,99	7,95	2,88	0,30	2,33	4,64	0,80
II	0,31	0,88	0,09	-1,14	-4,20	2,77	2,53	3,56	2,08	3,98	7,42	4,58	1,91
III	3,02	4,97	8,95	3,33	5,32	7,24	5,21	5,17	5,87	7,66	9,07	7,20	6,08
Ogółem	2,46	3,12	2,38	0,60	-0,86	-0,52	0,82	5,06	3,23	3,98	6,56	5,25	2,67

Źródło: Opracowanie własne.

Silny dodatni związek między średniokresowym tempem zmian kursów akcji a poziomem wskaźnika ROS widoczny był w sektorze spożywczym (rysunek 3). W branży tej, z wyjątkiem 3 i 4 kwartału 2009 r., wskaźniki rentowności sprzedaży zróżnicowane były w badanym okresie pod względem przynależności do poszczególnych grup.

W przedsiębiorstwach z grupy III, wskaźniki ROS osiągały największe wartości (średnio 14,5%), a w grupie I – najmniejsze (średnio -2,1%). Przedsiębiorstwa o przeciętnym średniokresowym tempie zmian kursów akcji osiągnęły rentowność sprzedaży średnio na poziomie -0,3%.



RYSUNEK 3. Wskaźnik ROS w przemyśle spożywczym według kryterium średniokresowego tempa zmian kursów akcji (%)

Źródło: Opracowanie własne.

W przemyśle elektromaszynowym najniższym średnim poziomem rentowności sprzedaży charakteryzowały się przedsiębiorstwa z grupy I (0,8%), a najwyższym – przedsiębiorstwa z grupy III (6,1%). Spółki o przeciętnej wielkości średniokresowego tempa zmian kursu akcji odnotowały rentowność sprzedaży średnio na poziomie 1,9%. W 2 i 3 kwartale lat 2010–2011 stwierdzono dodatnią zależność między rentownością majątku przedsiębiorstw, a średniokresowym tempem zmian cen kursów ich akcji. We wszystkich badanych przedsiębiorstwach tej branży najniższą rentowność majątku odnotowano w 2010 r., jednak z kwartału na kwartał wskaźniki te utrzymywały tendencję rosnącą.

Istotny wpływ na sytuację finansową spółek giełdowych w badanych latach miała sytuacja gospodarcza na świecie. Kryzysy zapoczątkowane w 2008 r. na rynku kredytów hipotecznych w Stanach Zjednoczonych oraz w sektorze bankowym strefy euro w 2011 r., spowodowały gwałtowne spadki kursów akcji na globalnych giełdach. Mimo iż Polska oparła się recesji, a jej sytuacja na tle innych gospodarek była oceniana bardzo pozytywnie, skutki zawirowań w tym okresie miały przełożenie w kondycji finansowej przedsiębiorstw notowanych na warszawskiej giełdzie.

WNIOSKI

W opracowaniu określono rentowność przedsiębiorstw z wybranych branż produkcyjnych z uwzględnieniem tempa zmian kursów ich akcji. Na podstawie przeprowadzonych badań sformułowano następujące wnioski:

1. Wskaźniki rentowności dla wszystkich spółek w badanym okresie kształtowały się na niskich poziomach. Ogółem najlepszą sytuację pod względem średnich wskaźników ROE, ROA i ROS w badanym okresie odnotowano w branży metalowej, a najgorszą w branży budowlanej.

2. Najwyższy średni poziom wskaźników rentowności w latach 2009–2011, a w związku z tym największe szanse przetrwania na rynku, stwierdzono w grupach przedsiębiorstw o największym średniookresowym tempie zmian cen akcji. Analogicznie przedsiębiorstwa sklasyfikowane do grup o najniższym średniookresowym tempie zmian kursów akcji cechowały się najmniejszą rentownością.
3. Najślabszy związek między średniookresowym tempem zmian kursów akcji, a poziomem wskaźników rentowności wystąpił w sektorze metalowym. W branży tej przedsiębiorstwa o najniższym średniookresowym tempie zmian kursu akcji charakteryzowały się wyższymi wskaźnikami niż spółki o przeciętnym średniookresowym tempie zmian kursu akcji. Wzrost tempa zmian kursu akcji w najbardziej wyraźny sposób różnicował kształtowanie się wskaźników rentowności w branży spożywczej.
4. Dodatnia zależność między rentownością majątku, kapitału własnego i sprzedaży a średniookresowym tempem zmian notowań giełdowych wystąpiła w większości kwartałów lat 2009–2011.
5. Wycena akcji przedsiębiorstw opiera się w znacznej mierze na ocenie rentowności. Notowania giełdowe nie uwzględniają jednak wyłącznie sytuacji ekonomiczno-finansowej poszczególnych spółek, ale zależą od wielu czynników, m.in. od sytuacji na globalnych rynkach. Lata 2009–2011 charakteryzowały gwałtowne zmiany na arenie międzynarodowej, co nie mogło pozostać bez wpływu na kształtowanie się kursów akcji w tym okresie.

Spis literatury

- JĘDRUSIAK R. 2008: Determinanty kursów akcji spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. [w:] Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego nr 1, Fundacja Rozwoju Uniwersytetu Gdańskiego, Sopot.
- KOMUDA M. 2004: Kondycja finansowa spółek giełdowych a kurs ich akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. [w:] Zeszyty Naukowe Politechniki Białostockiej „Ekonomia i Zarządzanie”, Zeszyt 9, Wydawnictwo Politechniki Białostockiej, Białystok.
- NAWROCKI T. 2003: Analiza zależności między wartościami fundamentalnymi a wyceną rynkową na przykładzie spółek notowanych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych. [w:] Zeszyty Naukowe Politechniki Śląskiej, Organizacja i Zarządzanie, Zeszyt 13, Zabrze.
- POTOCKI T. 2005: Wyniki finansowe przedsiębiorstw a wartość ceny akcji notowana na GPW w Warszawie. [w:] Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 394, Prace Katedry Ekonometrii i Statystyki nr 15, Szczecin.



- SIERPIŃSKA M., JACHNA T. 2004: Ocena przedsiębiorstw według standardów światowych, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- URBANOWICZ R., ZALESKA M. 2005: Powiązanie wyników analizy dyskryminacyjnej spółek i notowań ich akcji na GPW w Warszawie w latach 1998–2000. [w]: Zeszyty Naukowe Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie nr 54, Warszawa.
- WĘDZKI D. 2009: Analiza wskaźnikowa sprawozdania finansowego. Wskaźniki finansowe, Tom 2. Wolters Kluwer, Kraków.
- WYPYCH M. (red.) 2000: Finanse przedsiębiorstw z elementami zarządzania i analizy, Wydawnictwo ABSOLWENT, Łódź.

PROFITABILITY OF INDUSTRIAL COMPANIES DEPENDING ON THE RATE OF EXCHANGE OF THEIR PRICES

Abstract. The article presents an evaluation of the profitability of the selected manufacturing industries at the Warsaw Stock Exchange, depending on the rate of exchange of their shares. Among the branches under consideration are building, machine-engineering, metal and food industries for which a total of 83 companies have been qualified. The data used for the calculation of financial ratios derived from the quarterly corporate financial statements for the years 2009–2011. The profitability ratios of companies including return on assets, return on equity and return on sales is analyzed.

Key words: GPW, return on assets, return on equity, return on sale



