

SŁAWOMIR KALINOWSKI

## **ANALIZA RENTOWNOŚCI POLSKICH SPÓŁEK PRACOWNICZYCH**

Rozważania dotyczące roli spółek pracowniczych w prywatyzacji polskiej gospodarki nie mogą ograniczyć się do ilościowej i instytucjonalnej analizy zjawiska. Podstawowym celem prywatyzacji jest poprawa efektywności gospodarowania w skali całej gospodarki. Realizacja tego celu może nastąpić wyłącznie poprzez poprawę sytuacji ekonomicznej prywatyzowanych przedsiębiorstw. Zasadnicze znaczenie dla oceny spółek pracowniczych, dla sprawdzenia czy przyczyniły się do realizacji podstawowego celu przekształceń własnościowych, ma ich analiza ekonomiczno-finansowa.

Jednym z podstawowych elementów analizy ekonomicznej spółek pracowniczych jest zbadanie ich rentowności. Analiza rentowności spółek pracowniczych powinna pokazać jak kształtowała się i zmieniała podstawowa relacja ekonomiczna mierząca stosunek nakładów do efektów gospodarowania. Istotnym aspektem takiego podejścia jest konieczność porównania wyników osiąganych przez spółki pracownicze z wynikami ekonomicznymi pozostałych przedsiębiorstw.

### **1. SPECYFIKA ANALIZY RENTOWNOŚCI W SPÓŁKACH PRACOWNICZYCH**

Analiza rentowności spółek pracowniczych ma szczególne znaczenie dla weryfikacji tezy o osiągnięciu jednego z głównych celów prywatyzacji jakim jest wzrost efektywności gospodarowania. Elementarna relacja ekonomiczna między efektami i nakładami oraz zmiany jej wartości dają odpowiedź na to, czy przedsiębiorstwo posiada zdolność do powiększania swojej wartości.

Spółki pracownicze użytkujące odpłatnie majątek sprywatyzowanych przedsiębiorstw znajdują się w szczególnej sytuacji z punktu widzenia relacji ekonomicznej między efektami działalności gospodarczej i nakładami na nią. Realizując umowę "leasingową" płacą one, oprócz raty kapitałowej, opłatę dodatkową zaliczaną w koszty finansowe. Gdybyśmy zestawili dwa, prawie identyczne przedsiębiorstwa, różniące się tylko tym, że jedno jest spółką pracowniczą a drugie nie, to z założenia, pierwsze zawsze będzie miało niższą rentowność.

Ze względu na konieczność ponoszenia kosztów opłaty dodatkowej, do prywatyzacji drogą oddania w odpłatne użytkowanie spółce pracowniczej

wybijano przedsiębiorstwa w dobrej kondycji finansowej, charakteryzujące się wysoką rentownością. Istotnym elementem przygotowania prywatyzacji tą metodą było studium wykonalności umowy "leasingowej", polegające na sporządzeniu prognozy finansowej spółki pracowniczej, z uwzględnieniem konieczności płacenia opłat dodatkowych i rat kapitałowych. Wiele organów założycielskich zwracało szczególną uwagę na ten element. Z drugiej strony, pominięcie go w przygotowaniach do prywatyzacji było często przyczyną późniejszych kłopotów spółek pracowniczych z płynnością finansową.

Szczególony charakter opłaty dodatkowej, jako kosztu finansowego, determinuje zmiany rentowności w poszczególnych etapach funkcjonowania spółek pracowniczych. Z analizy uregulowań decydujących o wysokości opłat za użytkowanie mienia Skarbu Państwa i sposobie ich realizacji wynika, że opłata dodatkowa osiąga najwyższe wartości w początkowych kwartałach realizacji umów "leasingowych", w momencie gdy kończą się ulgi i odroczenia przewidziane rozporządzeniami Ministra Finansów. Z powyższego wynika, że rentowność ogółu spółek pracowniczych powinna maleć w okresach znacznych przyrostów ilości spółek pracowniczych.

Na ogólną rentowność spółek pracowniczych wpływa również struktura branżowa ich zbiorowości. W szczególności, nadreprezentacja spółek z branży budowlanej (szczególnie w latach 1992 - 93) w dużym stopniu wpływała na uzależnienie rentowności spółek pracowniczych od koniunktury w tym dziale gospodarki.

## 2. CZYNNIKI DETERMINUJĄCE RENTOWNOŚĆ SPÓŁEK PRACOWNICZYCH

Jednym z podstawowych wskaźników rentowności jest rentowność brutto liczona jako iloraz zysku brutto i kosztów uzyskania przychodów. Jest to miara efektywności gospodarowania stosowana powszechnie w badaniach dotyczących analizy finansowej przedsiębiorstw.

Najdłuższy horyzont czasowy mają badania rentowności brutto spółek pracowniczych prowadzone przez Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową. Poniższa tabela przedstawia wyniki tych badań dla próby 45 spółek pracowniczych.

Tabela 1

**Rentowność brutto spółek pracowniczych i przedsiębiorstw ogółem  
w latach 1990 - 1994 (w %)**

Grupa przedsiębiorstw	1990	1991	1992	1993	1994
Spółki pracownicze	33,3	13,7	8,5	6,8	6,1
Przedsiębiorstwa ogółem	9,2	4,8	2,0	2,9	4,2

**Źródło:** J. M. Dąbrowski, J. Szomburg, *Monitoring przedsiębiorstw sprywatyzowanych*, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Warszawa-Gdańsk 1994; J. Szomburg, *Efekty prywatyzacji przedsiębiorstw drogą leasingu*, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk 1996 oraz "Biuletyn Statystyczne GUS" z lat 1991 - 1995.

Dane wskazują na dwie, istotne cechy szeregu czasowego rentowności brutto spółek pracowniczych. Po pierwsze, w miarę upływu czasu wartości analizowanego wskaźnika maleją. Uderzające jest zestawienie tej tendencji ze wzrostem rentowności brutto przedsiębiorstw ogółem (zbiorowość ta obejmuje przedsiębiorstwa przemysłowe i górnicze o zatrudnieniu powyżej 50 osób oraz przedsiębiorstwa z pozostałych działów zatrudniające powyżej 20 osób). Po drugie, spółki pracownicze osiągają wyższą rentowność niż przedsiębiorstwa ogółem.

Przedstawione wyniki badań oraz zestawienie ich z danymi rzeczywistymi dla przedsiębiorstw ogółem potwierdzają przytoczone wcześniej tezy. Po pierwsze, dla prywatyzacji drogą "leasingu pracowniczego" wybierano przedsiębiorstwa o dobrej lub bardzo dobrej kondycji finansowej i dotyczy to również próby wyselekcjonowanej przez autorów cytowanych badań. Po drugie, rentowność brutto spółek pracowniczych podlega silnie negatywnemu wpływowi obciążeń kosztowych, wynikających z realizacji umów "leasingowych".

Na spadek wskaźnika rentowności brutto spółek pracowniczych miało niewątpliwy wpływ wyczerpywanie się zbiorowości przedsiębiorstw państwowych o dobrej kondycji finansowej, które mogłyby być przedmiotem prywatyzacji drogą oddania w odpłatne użytkowanie.

Inne badania objęły krótszy okres ale jednocześnie dotyczyły większej próby (90 spółek) z uwzględnieniem jej zróżnicowania<sup>1</sup>. Tabela 2 pokazuje wyniki tych badań wraz z porównaniem z danymi rzeczywistymi dla przedsiębiorstw ogółem.

Tabela 2

**Rentowność brutto spółek pracowniczych i przedsiębiorstw ogółem  
w latach 1992 - 1994 (w %)**

Grupy spółek	Spółki pracownicze			Przedsiębiorstwa ogółem		
	1992	1993	1994	1992	1993	1994
Spółki z branż:						
przemysł	6,3	10,0	9,8	1,9	3,1	4,9
budownictwo	9,5	9,6	4,0	4,1	2,4	2,3
handel i usługi	2,4	2,0	10,0	0,7	1,3	2,0
Według zatrudnienia:						
do 100 osób	3,0	1,6	1,3		—	—
101 - 300 osób	5,8	6,1	3,4	—		
powyżej 300 osób	8,2	10,6	10,0			
Razem badane spółki	7,0	7,5	7,3	2,0	2,9	4,2

**Źródło:** J. Pietrewicz, *Tendencje zmian w sytuacji ekonomicznej spółek pracowniczych*, w: M. Jarosz (red.), *Blaski i cienie spółek pracowniczych 1991 - 1994*, Instytut Studiów Politycznych PAN, Warszawa 1995; J. Pietrewicz, S. Hebda, *Analiza ekonomiczno-finansowa spółek pracowniczych*, w: M. Jarosz (red.), *Spółki pracownicze '95*, Instytut Studiów Politycznych PAN, Warszawa 1996 oraz "Biuletyny Statystyczne GUS" z lat 1992 - 1995.

<sup>1</sup> Zob. J. Pietrewicz, *Ekonomiczna efektywność spółek pracowniczych*, w: M. Jarosz (red.), *Spółki pracownicze*, Instytut Studiów Politycznych PAN, Warszawa 1994; J. Pietrewicz, *Tendencje zmian w sytuacji ekonomicznej spółek pracowniczych*, w: M. Jarosz (red.), *Blaski i cienie spółek pracowniczych 1991 - 1994*, Instytut Studiów Politycznych PAN, Warszawa 1995 oraz J. Pietrewicz, S. Hebda, *Analiza ekonomiczno-finansowa spółek pracowniczych*, w: M. Jarosz (red.), *Spółki pracownicze '95*, Instytut Studiów Politycznych PAN, Warszawa 1996.

W porównaniu z badaniami prowadzonymi w IBnGR należy podkreślić zbieżność poziomu badanego wskaźnika. Niemniej w odróżnieniu od tych badań, rentowność brutto spółek pracowniczych wykazuje większą stabilność. Stagnacja poziomu rentowności brutto w spółkach pracowniczych, wobec poprawy koniunktury i dynamicznego wzrostu poziomu tego wskaźnika w pozostałych przedsiębiorstwach, nie jest zjawiskiem pozytywnym. Zróżnicowanie branżowe badanych spółek pozwala na zaobserwowanie wysokiego i stabilnego poziomu rentowności brutto w spółkach przemysłowych. Spółki budowlane zanotowały dramatyczny spadek analizowanego wskaźnika w 1994 r. Nie miało to jednak wpływu na wyniki dla ogółu spółek pracowniczych ze względu na znaczącą poprawę sytuacji ekonomicznej spółek handlowych i usługowych.

Trwałym zjawiskiem jest pozytywne uzależnienie rentowności brutto od wielkości zatrudnienia spółek pracowniczych. Wysoce prawdopodobna jest zatem hipoteza, że wśród spółek pracowniczych najlepiej radzą sobie największe z nich. Stoi to w sprzeczności z intencjami projektodawców "leasingu pracowniczego", którzy przewidywali tą metodę prywatyzacji dla spółek małych, w nieznacznym stopniu obciążonych majątkiem.

O istotnym wpływie opłaty dodatkowej na rentowność spółek pracowniczych może świadczyć różnica między wskaźnikiem rentowności brutto a wskaźnikiem rentowności sprzedaży (iloraz zysku ze sprzedaży wyrobów i usług do kosztu własnego produkcji sprzedanej). Im wyższe są koszty finansowe tym bardziej rentowność produkcji sprzedanej przewyższa rentowność brutto. Tabela 3 przedstawia porównanie tych wskaźników dla próby dziewięćdziesięciu spółek pracowniczych badanych przez J. Pietrewicza.

Tabela 3

**Rentowność sprzedaży i rentowność brutto w spółkach pracowniczych i przedsiębiorstwach ogółem (w %)**

Grupa przedsiębiorstw	Rentowność brutto			Rentowność sprzedaży		
	1992	1993	1994	1992	1993	1994
Spółki pracownicze	7,0	7,5	7,3	25,2	29,1	27,9
Przedsiębiorstwa ogółem	2,0	2,9	4,2	9,3	8,5	8,1

**Źródło:** J. Pietrewicz, *Tendencje zmian w sytuacji ekonomicznej spółek pracowniczych*, w: M. Jarosz (red.), *Blaski i cienie spółek pracowniczych 1991 - 1994*, Instytut Studiów Politycznych PAN, Warszawa 1995; J. Pietrewicz, S. Hebda, *Analiza ekonomiczno-finansowa spółek pracowniczych*, w: M. Jarosz (red.), *Spółki pracownicze '95*, Instytut Studiów Politycznych PAN, Warszawa 1996 oraz "Biuletyn Statystyczny GUS" nr 3 z lat 1993 - 1995.

Powyższe dane wskazują, że różnica między rentownością sprzedaży i rentownością brutto jest znacznie większa w przypadku spółek pracowniczych. Dowodzi to tego, że znaczną część zysku wypracowanego na sprzedaży wyrobów lub towarów jest pochłaniana przede wszystkim przez koszty finansowe pod postacią opłaty dodatkowej.

Ze względu na wysoką rentowność i znaczący udział obcych źródeł kapitału w pasywach, spółki pracownicze są klasycznym przykładem działania dźwigni finansowej. Polega ono na uzyskiwaniu wyższego zwrotu z kapitału własnego (iloraz zysku netto i kapitału własnego) przy zwiększaniu udziału kapitałów obcych w pasywach. Warunkiem uzyskania efek-

tu dźwigni finansowej jest odpowiednio wysoka rentowność operacyjna majątku (iloraz zysku operacyjnego i aktywów)<sup>2</sup>.

W przypadku spółek pracowniczych dominującą częścią pasywów są zobowiązania długoterminowe wobec budżetu z tytułu spłaty użytkowanego majątku. Dodatkowo spółki pracownicze uzyskują bardzo wysokie wskaźniki rentowności operacyjnej. Zatem, spełniają one warunki skorzystania z efektu dźwigni finansowej. Badania J. Pietrewicza dowodzą tej tezy.

Tabela 4

**Zwrot z kapitału własnego (ROE) i zwrot z aktywów (ROA)  
w spółkach pracowniczych (w %)**

Grupa przedsiębiorstw	Zwrot z kapitału własnego		Zwrot z aktywów	
	1993	1994	1993	1994
Spółki pracownicze	56,3	51,2	8,3	8,8
Przedsiębiorstwa ogółem	-1,3	3,9	-3,0	1,8

**Źródło:** J. Pietrewicz, *Tendencje zmian w sytuacji ekonomicznej spółek pracowniczych*, w: M. Jarosz (red.), *Blaski i cienie spółek pracowniczych 1991 - 1994*, Instytut Studiów Politycznych PAN, Warszawa 1995; J. Pietrewicz, S. Hebda, *Analiza ekonomiczno-finansowa spółek pracowniczych*, w: M. Jarosz (red.), *Spółki pracownicze '95*, Instytut Studiów Politycznych PAN, Warszawa 1996 oraz *Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych za 1993 i 1994 r.*, GUS, Warszawa 1995.

Przytoczone w tabeli 4 wyniki wskazują, że spółki pracownicze, bardziej niż inne przedsiębiorstwa korzystają z dodatniego wpływu efektu dźwigni finansowej na zwrot z kapitału własnego. Z punktu widzenia właścicieli spółek pracowniczych jest to bardzo korzystne zjawisko. Powinno ono mieć bardzo istotny wpływ na decyzje inwestorów zewnętrznych o zaangażowaniu kapitału w spółki pracownicze.

## 2. ZALEŻNOŚĆ RENTOWNOŚCI SPÓŁEK PRACOWNICZYCH OD DYNAMIKI WZROSTU GOSPODARCZEGO

W pierwszej części rozdziału poświęconego analizie rentowności spółek pracowniczych wykorzystano wyniki badań opartych na danych z wybranych prób. Druga część tego rozdziału zawierać będzie badania oparte na danych rzeczywistych dla całej zbiorowości spółek pracowniczych, publikowanych w biuletynach kwartalnych "Prywatyzacja przedsiębiorstw państwowych" wydawanych przez Główny Urząd Statystyczny.

Tabele 5, 6 oraz 7 prezentują dane kwartalne (narastająco w obrębie roku) dotyczące przychodów ogółem, kosztów ogółem, rentowności brutto oraz zyskowności netto dla trzech grup przedsiębiorstw: spółek pracowniczych, podmiotów gospodarczych objętych przekształceniami własnościowymi oraz przedsiębiorstw ogółem<sup>3</sup>. Rentowność brutto definiuje się jako

<sup>2</sup> R. A. Brealey, S. C. Myers, *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill, New York 1988, s. 384.

<sup>3</sup> W tym opracowaniu przez "przedsiębiorstwa ogółem" rozumie się wszystkie przedsiębiorstwa o zatrudnieniu powyżej 50 osób, działające w przemyśle i górnictwie oraz przedsiębiorstwa zatrudniające powyżej 20 osób w pozostałych działach gospodarki.

iloraz wyniku finansowego brutto do kosztu uzyskania przychodów ogółem<sup>4</sup>. Wskaźnik zyskowności netto definiuje się jako iloraz wyniku finansowego netto do przychodów ogółem<sup>5</sup>.

Tabela 5

**Przychody, koszty i rentowność spółek pracowniczych**

Okres	Przychody w mln zł	Koszty w mln zł	Rentowność brutto	Zyskowność netto
I - XII 1992	3 425,7	3 195,0	7,2%	3,7%
I - III 1993	1 042,5	1 005,6	3,9%	1,4%
I - VI 1993	2 652,8	2 494,9	6,4%	3,1%
I - IX 1993	4 204,8	3 925,6	7,2%	3,6%
I - XII 1993	6 120,1	5 710,2	7,4%	3,8%
I - III 1994	1 567,1	1 484,6	5,8%	3,0%
I - VI 1994	3 643,1	3 423,1	6,6%	3,6%
I - IX 1994	5 983,1	5 571,8	7,4%	4,1%
I - XII 1994	9 018,9	8 448,6	6,8%	3,7%
I - III 1995	2 502,6	2 358,2	6,2%	3,3%
I - VI 1995	5 656,7	5 291,8	7,0%	3,2%
I - IX 1995	9 274,0	8 625,0	7,6%	4,3%
I - XII 1995	12 634,0	11 843,7	6,7%	3,6%
I - III 1996	3 498,2	3 336,4	4,9%	2,5%
I - VI 1996	8 207,8	7 725,1	6,3%	3,5%
I - IX 1996	12 963,6	12 100,6	7,1%	4,0%
I - XII 1996	19 407,3	18 245,0	6,4%	<b>3,4%</b>

*Źródło: Prywatyzacja przedsiębiorstw państwowych, GUS, Warszawa (biuletyny z lat 1992 - 1996).*

Tabela 6

**Przychody, koszty i rentowność w podmiotach gospodarczych objętych  
przekształceniami własnościowymi**

	Przychody w mln zł	Koszty w mln zł	Rentowność brutto	Zyskowność netto
I - XII 1992	19 352,6	18 354,6	2,7%	-3,5%
I - III 1993	8 035,3	7 626,1	4,7%	-0,9%
I - VI 1993	19 466,0	18 893,8	1,6%	-3,4%
I - IX 1993	27 419,3	26 323,8	2,2%	-2,8%
I - XII 1993	49 633,1	47 301,2	2,7%	-2,0%
I - III 1994	17 019,3	15 945,8	6,0%	2,0%
I - VI 1994	36 475,5	34 472,1	6,0%	2,3%
I - IX 1994	59 191,3	55 850,6	6,0%	2,6%
I - XII 1994	87 043,5	82 399,7	5,4%	2,5%
I - III 1995	27 688,2	25 775,2	8,0%	4,0%
I - VI 1995	58 671,7	55 364,7	6,5%	3,1%
I - IX 1995	92 175,3	87 012,4	6,5%	3,4%
I - XII 1995	135 151,0	128 485,0	5,6%	2,7%
I - III 1996	41 934,6	40 137,3	4,6%	1,9%
I - VI 1996	89 200,4	86 580,2	4,3%	1,6%
I - IX 1996	139 330,3	135 428,9	3,8%	1,5%
I - XII 1996	197 047,5	193 238,9	3,0%	0,9%

*Źródło: Prywatyzacja przedsiębiorstw państwowych, GUS, Warszawa (biuletyny z lat 1992 - 1996).*

<sup>4</sup> Prywatyzacja przedsiębiorstw państwowych I - II kwartał 1994, GUS, Warszawa 1994 r., s. 61.

<sup>5</sup> Ibidem, s. 61.

Tabela 7

**Przychody, koszty i rentowność w przedsiębiorstwach ogółem**

Okres	Przychody w mln zł	Koszty w mln zł	Rentowność brutto	Zyskowność netto
I - XII 1992	184 540,4	178 627,4	2,0%	-1,3%
I - III 1993	49 692,2	47 956,0	3,3%	-0,2%
I - VI 1993	107 238,6	103 018,3	3,6%	0,1%
I - IX 1993	161 826,2	155 145,6	3,7%	0,2%
I - XII 1993	227 743,2	218 932,9	2,9%	-0,5%
I - III 1994	62 633,2	59 570,2	5,0%	1,4%
I - VI 1994	132 264,9	126 434,3	4,8%	1,9%
I - IX 1994	209 246,6	199 370,7	5,0%	2,2%
I - XII 1994	315 009,3	301 255,5	4,2%	1,7%
I - III 1995	87 726,6	82 580,7	6,0%	2,8%
I - VI 1995	190 047,2	181 129,1	5,2%	2,5%
I - IX 1995	296 278,1	282 333,1	5,3%	2,7%
I - XII 1995	417 755,3	401 310,1	4,4%	2,0%
I - III 1996	117 125,5	112 396,2	4,6%	2,1%
I - VI 1996	246 651,2	237 901,5	4,3%	2,1%
I - IX 1996	384 701,9	371 513,4	3,5%	1,9%
I - XII 1996	543 097,3	527 419,0	3,0%	1,6%

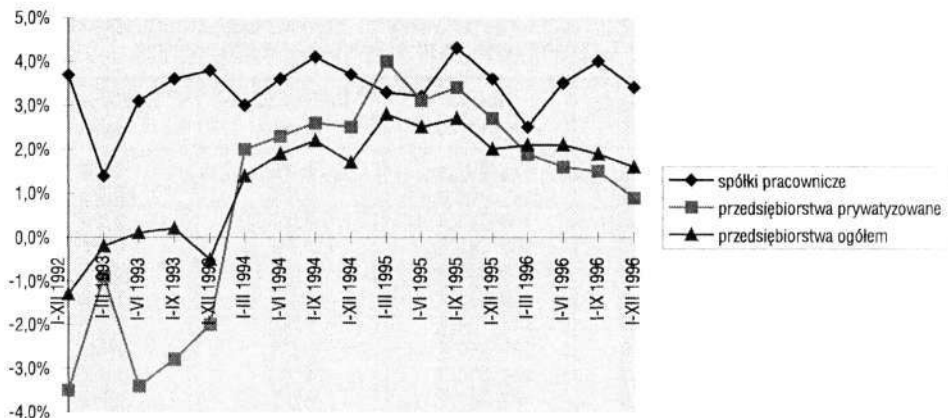
Źródło: *Biuletyn Statystyczny GUS*, Warszawa, nr 3 z lat 1993 - 1997.

Do dalszej szczegółowej analizy wybrano wskaźnik zyskowności netto, ponieważ oddaje on najlepiej relację między nakładami a efektami oraz potencjał do powiększania wartości przedsiębiorstwa. Informacje wynikające z jego analizy dają lepszy obraz rentowności przedsiębiorstwa ze względu na uwzględnienie zysku w ujęciu netto. Zysk netto jest miarą efektu działalności przedsiębiorstwa dającą rzeczywisty obraz środków pozostających do jego dyspozycji. Ponadto, zysk netto lepiej nadaje się do analiz długookresowych ponieważ w polskich przepisach podatkowych istnieje możliwość odpisania straty z lat poprzednich od podstawy opodatkowania.

Z danych przedstawionych w tabelach 5 - 7 wynika, że w prawie wszystkich analizowanych kwartałach spółki pracownicze wykazywały najwyższe wartości wskaźnika zyskowności netto (zob. również wykres 1). Zatem, analiza zyskowności dla całej zbiorowości spółek pracowniczych potwierdza wyniki cytowanych wcześniej badań.

Obserwacja zmian wartości wskaźnika zyskowności netto na wykresie 1 pozwala na stwierdzenie, że w przypadku przedsiębiorstw prywatyzowanych i przedsiębiorstw ogółem, wykazywały one stosunkowo zbieżną tendencję. W początkowym okresie, do I kwartału 1995 r. zyskowność netto w tych dwóch grupach przedsiębiorstw wykazywała tendencję wzrostową by maleć w drugiej części analizowanego okresu. Zyskowność netto spółek pracowniczych charakteryzowała się znacznie większą stabilnością. Podkreślając tę stabilność, należy zwrócić uwagę na trudno wytłumaczalną prawidłowość, polegającą na tym, że analizowany wskaźnik wykazuje regularne spadki w pierwszych kwartałach kolejnych lat.

Dla sprawdzenia obserwacji dotyczących zmian zyskowności netto dokonano wyodrębnienia tendencji rozwojowej tego wskaźnika dla spółek



Wykres 1. Zyskowność netto wybranych grup przedsiębiorstw

pracowniczych i przedsiębiorstw ogółem przy założeniu liniowej postaci trendu i wykorzystaniu metody najmniejszych kwadratów<sup>6</sup>. Uzyskano następujące, liniowe trendy zyskowności netto:

a) dla **przedsiębiorstw ogółem**:

$$z' = -0,29\% + 0,18\%t$$

gdzie:  $z'$  – teoretyczne wartości zyskowności netto

$t$  – numer okresu analizy

przy współczynniku korelacji liniowej  $R = 0,905$ ;

b) dla **spółek pracowniczych**:

$$z'' = 3,09\% + 0,03\%t$$

gdzie:  $z''$  – teoretyczne wartości zyskowności netto

$t$  – numer okresu analizy

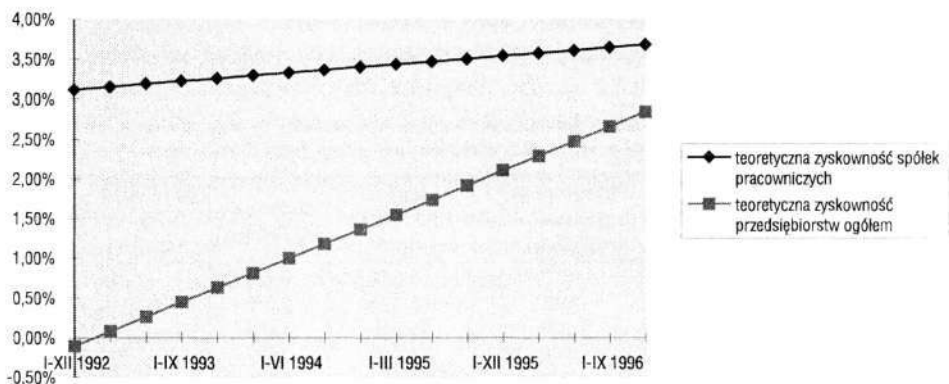
przy współczynniku korelacji liniowej  $R = 0,363$ .

Grafi teoretycznych wartości wskaźników zyskowności netto dla dwóch, analizowanych grup przedsiębiorstw zostały przedstawione na wykresie 2. Jego wymowa jest zbieżna z obserwacjami wynikającymi z danych rzeczywistych. Spółki pracownicze osiągały w analizowanym okresie znacznie większą zyskowność netto. Z kolei, przedsiębiorstwa ogółem wykazały się znacznie wyższą dynamiką tego wskaźnika.

Cechy charakterystyczne dynamiki zyskowności netto dla spółek pracowniczych i przedsiębiorstw ogółem należy odnieść do zmian koniunktury gospodarczej w Polsce, w latach 1992 - 1996. Wówczas można będzie właściwie zinterpretować różnicę w tempie wzrostu zyskowności netto w wybranych, dwóch grupach przedsiębiorstw. Okaże się, która z analizowanych zbiorowości wykorzystała lepiej szansę na poprawę wyników ekonomicznych, jaką daje wzrost gospodarczy.

<sup>6</sup> K. Zając, *Zarys metod statystycznych*, PWE, Warszawa 1982, s. 420 - 426.





Wykres 2. Funkcje zyskowności netto spółek pracowniczych i przedsiębiorstw ogółem

Za zmienną niezależną przyjęto stopę wzrostu kwartalnego produktu krajowego brutto w stosunku do wartości z analogicznego kwartału poprzedniego roku. Kwartałne wartości PKB przyjęto jako średnie z kwartałów, dla których liczone odpowiednie wskaźniki zyskowności netto (np. wskaźnikowi zyskowności netto za pierwsze trzy kwartały odpowiada stopa wzrostu średniego PKB za te trzy kwartały). Tak zdefiniowaną stopę wzrostu PKB można opisać wzorem:

$$r_k = \frac{\overline{PKB}_{tk}}{\overline{PKB}_{(t-1)k}} - 100\%$$

gdzie:  $r_k$  – stopa wzrostu PKB dla kwartału “ $k$ ” ( $k = 1, 2, 3, 4$ ),  
 $\overline{PKB}_{tk}$  – średni produkt krajowy brutto dla “ $k$ ” kwartałów roku “ $t$ ”,  
 $\overline{PKB}_{(t-1)k}$  – średni produkt krajowy brutto dla “ $k$ ” kwartałów roku “ $t - 1$ ”.

Tabela 8 zawiera dane rzeczywiste dla analizy opisywanych zależności. Dane dotyczące dynamiki produktu krajowego brutto zaczerpnięto z dwóch źródeł. Dla okresu od początku 1992 roku do końca 1995 roku wzrost PKB został policzony w oparciu o dane dotyczące jego absolutnych wartości mierzonych w cenach stałych z 1990 r.<sup>7</sup> Dla okresu od początku 1995 roku do końca 1996 roku wzrost PKB policzono w oparciu o dane dotyczące wzrostu tej kategorii makroekonomicznej publikowane przez GUS<sup>8</sup> (w tabeli 8 znalazły się średnie z odpowiedniej ilości kwartałów).

Współczynnik korelacji został policzony według wzoru:

$$r = \frac{\overline{COV}(r_k, z_k)}{s(r_k)s(z_k)}$$

gdzie:  $r$  – współczynnik korelacji badanych zmiennych,  
 $\overline{COV}(r_k, z_k)$  – kowariancja między wzrostem PKB a zyskownością netto,

<sup>7</sup> A. Welfe, R. Kelm, *Szacunek produktu krajowego brutto i jego składników dla Polski dla okresów kwartalnych 1989 - 1995*, "Studia i prace z Zakładu Badań Statystyczno-Ekonomicznych", z. 237, GUS, Warszawa 1996, s. 17.

<sup>8</sup> *Produkt krajowy brutto według kwartałów (I kwartał 1992 - III kwartał 1996)*, Informacje i opracowania statystyczne, GUS, Warszawa 1996, s. 14 oraz "Biuletyn statystyczny, GUS, nr 2, Warszawa 1997.

$s(rk)$  - odchylenie standardowe wzrostu PKB,  
 $s(zk)$  - odchylenie standardowe zyskowności netto.

Tabela 8

**Dane rzeczywiste dla analizy korelacji między wzrostem produktu krajowego brutto a zyskownością netto wybranych grup przedsiębiorstw**

Okres analizy	Zyskowność spółek pracowniczych	Zyskowność przedsiębiorstw ogółem	Średni PKB (WK) w mld PLN	Zmiana PKB (WK)	Zmiana PKB (GUS)	Średni wzrost
I - XII 1992	3,7%	-1,3%	13,372	0,4%	—	0,4%
I - III 1993	1,4%	-0,2%	13,339	1,3%	—	1,3%
I - VI 1993	3,1%	0,1%	13,718	4,0%	—	4,0%
I - IX 1993	3,6%	0,2%	13,763	3,8%	—	3,8%
I - XII 1993	3,8%	-0,5%	13,879	3,8%	—	3,8%
I - III 1994	3,0%	1,4%	13,949	4,6%	—	4,6%
I - VI 1994	3,6%	1,9%	14,153	3,2%	—	3,2%
I - IX 1994	4,1%	2,2%	14,385	4,5%	—	4,5%
I - XII 1994	3,7%	1,7%	14,600	5,2%	—	5,2%
I - III 1995	3,3%	2,8%	14,872	6,6%	7,3%	7,0%
I - VI 1995	3,2%	2,5%	15,076	6,5%	7,2%	6,8%
I - IX 1995	4,3%	2,7%	15,343	6,7%	7,3%	7,0%
I - XII 1995	3,6%	2,0%	15,623	7,0%	7,0%	7,0%
I - III 1996	2,5%	2,1%	—	—	3,6%	3,6%
I - VI 1996	3,5%	2,1%	—	—	4,4%	4,4%
I - IX 1996	4,0%	1,9%	—	—	5,4%	5,4%
I - XII 1996	3,4%	1,6%	—	—	6,0%	6,0%

Źródło: Szczegółowo opisane w tekście.

Zweryfikowana została hipoteza  $H_0$  o braku korelacji pomiędzy stopą wzrostu produktu krajowego brutto a zyskownością netto dla spółek pracowniczych i dla przedsiębiorstw ogółem. Weryfikację przeprowadzono przy pomocy testu  $t$  Studenta licząc jego wartość według wzoru<sup>9</sup>:

$$t = \frac{r\sqrt{n-2}}{\sqrt{1-r^2}}$$

gdzie:  $r$  - współczynnik korelacji z próby,  
 $n$  - liczebność próby.

Jeżeli bezwzględna wartość otrzymanej statystyki  $t$  jest większa od wartości krytycznej przy poziomie istotności 0,05 i  $n - 2$  stopniach swobody, to odrzucamy hipotezę o braku korelacji pomiędzy badanymi zmiennymi.

W wyniku przeprowadzonych obliczeń uzyskano następujące rezultaty:

Tabela 9

**Wyniki badania korelacji pomiędzy stopą wzrostu PKB a wskaźnikiem zyskowności netto**

Grupa przedsiębiorstw	Współczynnik korelacji ( $r$ )	Wartość krytyczna $t$	Wartość empiryczna $t$
Spółki pracownicze	0,40	2,131	1,690
Przedsiębiorstwa ogółem	0,79	2,131	4,918

Źródło: Obliczenia własne.

<sup>9</sup> A. Luszniwicz, T. Słaby, *Statystyka stosowana*, PWE, Warszawa 1996, s. 217.

W przypadku spółek pracowniczych, korelacja między wzrostem PKB i zyskownością netto jest dodatnia, ale stosunkowo słaba. Ponadto empiryczna wartość statystyki  $t$  jest mniejsza od wartości krytycznej dla poziomu istotności 0,05 i 15 stopni swobody. Należy zatem przyjąć hipotezę o braku korelacji.

W przypadku przedsiębiorstw ogółem, korelacja między wzrostem PKB i zyskownością netto jest dodatnia i stosunkowo silna. Ponadto empiryczna wartość statystyki  $t$  jest większa od wartości krytycznej dla poziomu istotności 0,05 i 15 stopni swobody. Należy zatem odrzucić hipotezę o braku korelacji.

Interpretując uzyskane wyniki można stwierdzić, że spółki pracownicze, w odróżnieniu od przedsiębiorstw ogółem, nie wykorzystują szansy na poprawę wyników ekonomicznych jaką daje wzrost gospodarczy w skali makro. Wśród przyczyn takiego stanu rzeczy należy wymienić specyficzne cechy rachunku zysków i strat w spółkach pracowniczych, o których była już mowa. Ponadto, w naturalny sposób, łatwiej jest poprawić złe wyniki finansowe niż dobre (w tym samym stopniu). Duże znaczenie w analizowanym kontekście ma również to, że do zbiorowości spółek pracowniczych dołączają coraz słabsze ekonomicznie podmioty. Przedsiębiorstwa silniejsze sprywatyzowały się wcześniej drogą przejęcia majątku w odpłatne użytkowanie. Z drugiej strony, wpływ czynnika bardziej negatywnej selekcji był tłumiony przez kolejne łagodzenia przepisów dotyczących odpłatności za użytkowane mienie Skarbu Państwa.

### 3. WPŁYW DŹWIGNI OPERACYJNEJ NA RENTOWNOŚĆ SPÓŁEK PRACOWNICZYCH

Fundamentalne znaczenie dla rentowności przedsiębiorstwa ma efekt dźwigni operacyjnej. Polega ona na tym, że wpływ wzrostu sprzedaży na wielkość zysku jest silniejszy w przedsiębiorstwach, w których udział kosztów stałych w kosztach ogółem jest mniejszy<sup>10</sup>. Innymi słowy, im niższy udział kosztów stałych tym lepiej dla rentowności przedsiębiorstwa.

Dla sprawdzenia działania efektu dźwigni operacyjnej w spółkach pracowniczych i przedsiębiorstwach ogółem zbadano korelację pomiędzy przychodami ze sprzedaży a zyskiem netto. Ze względu na brak danych nie wzięto pod uwagę zysku operacyjnego. Konstrukcja rachunku wyników pokazuje jednak, że współczynniki korelacji między przychodami a zyskiem operacyjnym byłyby wyższe od współczynników dla zysku netto (koszty finansowe są raczej kosztami stałymi). Zatem, jeśli będzie istnieć korelacja między przychodami a zyskiem netto to tym bardziej dotyczyć będzie relacji między przychodami a zyskiem operacyjnym.

Dla przeprowadzenia obliczeń posłużono się tą samą metodologią co w przypadku korelacji między wzrostem PKB a zyskownością netto. Źródłem

<sup>10</sup> J. Czekaj, Z. Dresler, *Podstawy zarządzania finansami firm*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1995, s. 225.

danych dotyczących przychodów i zysków netto spółek pracowniczych były biuletyny GUS *Prywatyzacja przedsiębiorstw państwowych* z lat 1992 - 1997. W przypadku przedsiębiorstw ogółem skorzystano z informacji o wynikach finansowych przedsiębiorstw zamieszczanych w "Biuletynach statystycznych" GUS. Analiza objęła okres od początku 1992 r. do końca 1996 r. i oparła się na danych kwartalnych. Wyniki obliczeń przedstawia tabela 10.

Tabela 10

**Korelacja między przychodami ze sprzedaży a zyskiem netto**

Grupa przedsiębiorstw	Współczynnik korelacji (r)	Wartość krytyczna $t$	Wartość empiryczna $t$
Spółki pracownicze	0,744	2,131	4,312
Przedsiębiorstwa ogółem	0,572	2,131	2,703

**Źródło:** Obliczenia własne.

W przypadku obydwu grup przedsiębiorstw możemy odrzucić hipotezę o braku korelacji między przychodami ze sprzedaży a zyskiem netto. Istniejąca, pozytywna zależność jest jednak znacznie silniejsza w przypadku spółek pracowniczych. Można zatem zaryzykować tezę o tym, że w ich przypadku pozytywny efekt dźwigni operacyjnej jest intensywniejszy. Ten walor sytuacji finansowej spółek pracowniczych jest głównym czynnikiem powodującym przewagę rentowności spółek pracowniczych nad rentownością pozostałych przedsiębiorstw. Z drugiej strony, wpływa on istotnie na zmniejszenie ryzyka utraty rentowności w przypadku zmniejszenia się sprzedaży.

#### 4. WNIOSKI

Podsumowanie analizy rentowności spółek pracowniczych należy zacząć od podkreślenia przewagi wyników ekonomicznych, uzyskiwanych przez nie nad rentownością pozostałych przedsiębiorstw. Taka konkluzja znalazła potwierdzenie w badaniach na wybranych próbach prowadzonych przez IBnGR i ISP PAN oraz w analizie danych statystycznych dla całej zbiorowości. Istnieją dwie, podstawowe przyczyny takiego stanu rzeczy. Po pierwsze, przekształceniu własnościowemu drogą oddania w odpłatne użytkowanie oddawano najlepsze przedsiębiorstwa państwowe, których wyniki ekonomiczne gwarantowały realizację obciążeń wynikających z umów "leasingowych". Po drugie, spółki pracownicze intensywniej niż inne przedsiębiorstwa korzystały z pozytywnego wpływu efektu dźwigni operacyjnej na wyniki finansowe.

Drugą, istotną cechą rentowności spółek pracowniczych jest to, że tempo jej wzrostu w analizowanym okresie było znacznie niższe niż tempo wzrostu rentowności pozostałych przedsiębiorstw. Zjawisko to jest szczególnie widoczne w wynikach badania korelacji między stopą wzrostu produk-

tu krajowego brutto i rentowności brutto dla spółek pracowniczych i przedsiębiorstw ogółem. Nie bez znaczenia był tutaj czynnik polegający na konieczności ponoszenia obciążeń z tytułu opłat dodatkowych. Relatywna stagnacja w sferze rentowności spółek pracowniczych zdecydowanie utrudnia udowodnienie tezy o osiągnięciu przez nie podstawowego celu prywatyzacji *jakim jest podniesienie efektywności gospodarowania*.

Charakterystycznym dla rentowności w spółkach pracowniczych jest znaczący wpływ efektu dźwigni finansowej na zwrot z kapitału własnego. Wynika on z wysokiej rentowności operacyjnej oraz z bardzo dużego udziału obcych kapitałów w pasywach (zobowiązania długoterminowe wobec skarbu państwa z tytułu nie zapłaconych rat kapitałowych). Bardzo wysokie wartości wskaźników zwrotu z kapitału stanowią zachętę dla nowych inwestorów zewnętrznych, którzy angażując kapitał w spółkach pracowniczych, pomogą rozwiązać podstawowy problem jakim jest brak źródeł finansowania rozwoju.

#### THE ANALYSIS OF PROFITABILITY OF POLISH ESOPs

##### S u m m a r y

The article presents an analysis of profitability of Polish ESOPs. The research conducted independently by IBnGR and ISP PAN and more general statistic data indicate higher profitability of ESOPs in comparison to other types of enterprises. There are two reasons for such a situation. Firstly, the best performing enterprises were included in the program of allowing employees to lease them. Secondly, ESOPs benefited from operational leverage effect much more extensively than other firms.

The second, worth noting, feature of the profitability of Polish ESOPs is that in the period considered, it was growing less dynamically than it was the case in other enterprises. This phenomenon is evident in research of the correspondence between GNP growth and gross profitability of ESOPs (and then all enterprises). This phenomenon can be, at least partly, explained by the, so called, additional expenditure burden borne by ESOPs. The stable level of profitability achieved by these enterprises indicates that their performance fall short of expectations that as a result of privatisation, they would be more effective and efficient.

It is typical for Polish ESOPs that financial leverage has a significant impact on their rate of return on equity. Such an effect results from high operational profitability and high level of outside financing (especially, high amount of long-term accounts payable arising from outstanding leasing payments to the State Treasury). High rates of return from equity can become an incentive for prospective investors, who could be able to provide capital needed to solve the basic problem of all ESOPs: lack of financial resources necessary for further development.