

ANNA WAWRYSZUK-MISZTAL

*Cykl konwersji zobowiązań a rentowność wybranych
spółek sektora chemicznego notowanych
na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*

Payable deferral period and profitability of listed companies in the Polish Stock Exchange

W opracowaniach teoretycznych wskazuje się, iż wzrost udziału zobowiązań bieżących w procesie finansowania aktywów bieżących przedsiębiorstwa powinien prowadzić do wzrostu jego rentowności dzięki ograniczeniu zapotrzebowania na „drogie” kapitały stałe. Tymczasem, prowadzone dotychczas badania empiryczne, nie potwierdzają tej zależności, co więcej, wskazują raczej na fakt, iż to właśnie zmniejszenie rentowności prowadzi do wydłużenia cyklu konwersji zobowiązań, zaś wzrost rentowności pozwala skrócić okres spłaty zobowiązań bieżących.

Celem niniejszego opracowania jest zaprezentowanie teoretycznego ujęcia analizowanego problemu, jak również analiza zależności korelacyjnej pomiędzy cyklem konwersji zobowiązań a rentownością wybranych spółek sektora chemicznego notowanych na GPW w Warszawie.

WPROWADZENIE

Introduction

Poziom zobowiązań bieżących w przedsiębiorstwie determinuje wartość kapitału obrotowego netto, a tym samym w pewnym zakresie określa wartość kapitałów stałych, jakie angażowane są w procesie finansowania aktywów bieżących. Zobowiązania bie-

żące to wartość zobowiązań, które muszą być spłacone lub zaspokojone w inny sposób w ciągu najbliższego roku. Ich poziom oraz struktura są zatem istotne z punktu widzenia kształtowania płynności finansowej przedsiębiorstwa. W literaturze przedmiotu wskazuje się także na istnienie zależności między poziomem zobowiązań krótkoterminowych a rentownością. Rozważania teoretyczne oraz badania empiryczne, których przedmiotem jest owa zależność, prowadzone są zwykle w ramach problematyki związanej z zarządzaniem kapitałem obrotowym netto. Istnieje jednak pewna rozbieżność między teoretycznym ujęciem problemu, a wynikami badań empirycznych prowadzonych do tej pory w tym obszarze.

W opracowaniach teoretycznych zobowiązania bieżące traktowane są przede wszystkim jako jedno ze źródeł finansowania aktywów bieżących. Należy jednak zauważyć, iż ze względu na różny charakter procesów prowadzących do powstania tychże zobowiązań, można je podzielić na dwie grupy: operacyjne (inaczej: niefinansowe, nieodsetkowe¹ lub spontaniczne) oraz pozaoperacyjne (inaczej: finansowe, odsetkowe lub negocjacyjne). Do zobowiązań operacyjnych zalicza się przede wszystkim zobowiązania z tytułu dostaw i usług, zobowiązania z tytułu wynagrodzeń, zobowiązania publicznoprawne. W grupie pozaoperacyjnych zobowiązań znajdują się zobowiązania z tytułu zaciągniętych kredytów krótkoterminowych, wyemitowanych krótkoterminowych papierów dłużnych, ale także przypadające do spłaty w najbliższym roku raty kredytów długoterminowych i inne zobowiązania długoterminowe, których termin spłaty upływa w najbliższym roku.

Aktywa bieżące mogą być finansowane również przez zobowiązania długoterminowe i kapitały własne. Z punktu widzenia zarządzania kapitałem obrotowym netto, istotny jest problem, który można zdefiniować w sposób następujący: jaka wartość kapitałów własnych i zobowiązań odsetkowych (długo- i krótkoterminowych) musi być zaangażowana w procesie finansowania aktywów bieżących, jeśli część tych aktywów będzie sfinansowana przez spontanicznie powstające zobowiązania nieodsetkowe. Proporcje wykorzystania poszczególnych form finansowania determinują koszt i ryzyko towarzyszące procesowi finansowania. Przedstawiona na rysunku 1 „piramida” źródeł finansowania ukazuje zależność między wykorzystaniem poszczególnych źródeł finansowania aktywów a kosztem i ryzykiem.

Przemieszczanie się w górę piramidy, tj. wykorzystywanie źródeł finansowania umiejscowionych na szczycie piramidy, prowadzi do wzrostu kosztu kapitału przedsiębiorstwa definiowanego jako oczekiwana przez dawców kapitału stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału przy danym poziomie ryzyka². Na dole piramidy umiejscowione są krótkoterminowe zobowiązania nieodsetkowe, w przypadku których koszt kapitału nie występuje. Zobowiązania nieodsetkowe nie stanowią bowiem źródeł kapitału. Jak wyjaśnia A. Duliniec, podmioty, wobec których te zobowiązania powstają, nie przekazują przedsiębiorstwu kapitału, a jedynie godzą się na odroczenie płatności³.

¹ Zobowiązania te nie wymagają uiszczenia odsetek, o ile zostają one uregulowane w terminie.

² Duliniec A., *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa 1998, s. 68.

³ Duliniec A., *Finansowanie przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2007, s. 35.

Rys. 1. Piramida źródeł finansowania
The pyramid of financing sources



Źródło: Opracowanie własne.

W celu zminimalizowania kosztu kapitału, przedsiębiorstwa powinny dążyć do wykorzystywania w jak największym zakresie źródeł finansowania umiejscowionych u podstawy piramidy. Należy jednak podkreślić, iż zwiększenie udziału zobowiązań nieodsetkowych w strukturze pasywów może dokonywać się tylko w ograniczonym zakresie. Poziom tych zobowiązań jest konsekwencją przede wszystkim skali prowadzonej działalności, uwarunkowań występujących w danym sektorze, przepisów prawa, zwyczajów, itp., a więc w znacznej mierze zależy od czynników niezależnych od przedsiębiorstwa.

Na kolejnych stopniach piramidy umiejscowione zostały zobowiązania odsetkowe: krótko- i długoterminowe. Koszt kapitału generowany przez zobowiązania długoterminowe ma wyższą wartość, aniżeli koszt zobowiązań krótkoterminowych długookresowych⁴.

Najwyższym kosztem kapitału charakteryzują się kapitały dostarczone przez właścicieli. Właściciele ponoszą wyższe ryzyko, niż wierzyciele, dlatego oczekują wyższej stopy zwrotu z inwestycji w akcje danej spółki. Wykorzystanie kapitałów własnych nie daje możliwości powstania korzyści wynikających z zastosowania dźwigni finansowej⁵.

⁴ Zob. np.: Brigham E. F., Gapenski L. C., *Zarządzanie finansami*, t. 2, PWE, Warszawa 2000, s. 130.

⁵ Zob.: Debski W., *Teoretyczne i praktyczne aspekty zarządzania finansami przedsiębiorstwa*, PWN, Warszawa 2005, s. 275.

Problem proporcji, w jakich wykorzystywane są poszczególne źródła finansowania aktywów bieżących, jest ściśle związany z problematyką kształtowania strategii finansowania aktywów bieżących. W literaturze przedmiotu są one określane jako strategia: agresywna, konserwatywna oraz umiarkowana (dopasowania struktury terminowej zapadalności aktywów do wymagalności pasywów). Każda z tych strategii ma inny cel. Przedsiębiorstwa zmierzające do maksymalizacji rentowności powinny stosować strategię agresywną, która stwarza największe szanse na uzyskanie jak najwyższej wartości zysku w relacji do kapitału własnego. Istotą tej strategii jest wykorzystywanie w jak największym stopniu kapitałów krótkoterminowych, tańszych od długoterminowych. W tym przypadku wzrost wskaźnika ROE osiągnąć jest dzięki zmniejszeniu wartości kapitałów własnych oraz dzięki zwiększeniu wartości zysku, co jest możliwe dzięki wykorzystaniu zobowiązań krótkoterminowych oprocentowanych niżej, niż zobowiązania długoterminowe.

W świetle powyższych rozważań, można stwierdzić, iż rentowność przedsiębiorstwa (zwłaszcza mierzona wskaźnikiem ROE), będzie wyższa dla tych przedsiębiorstw, które ograniczają wykorzystanie kapitałów umiejscowionych na górze piramidy.

Należy także zauważyć, że poszczególne źródła finansowania generują inne rodzaje kosztów, które mogą wpływać na wartość wyniku finansowego. W przypadku zobowiązań z tytułu dostaw i usług, koszty te mogą przyjmować następującą postać:

- a) koszty administracyjne (koszt negocjacji warunków zakupu, koszty monitoringu zobowiązań z tytułu dostaw i usług);
- b) koszty alternatywne (utrata rabatu możliwego do uzyskania w przypadku natychmiastowej płatności)⁶;
- c) możliwość wzrostu cen nabywanych surowców oferowanych przez dostawców, zmuszonych do dokonywania sprzedaży na warunkach kredytowych (w długim okresie);
- d) koszty ustanowienia zabezpieczeń.

Inne rodzaje zobowiązań nieodsetkowych, tj. z tytułu wynagrodzeń, publiczno-prawne, generują przede wszystkim koszty administracyjne powstające w związku z koniecznością monitorowania poziomu tych zobowiązań, czy też w związku z samym procesem dokonywania ich spłaty.

W przypadku kredytów krótko- i długoterminowych są to: koszty negocjacji warunków umowy kredytowej, koszty związane z przygotowywaniem sprawozdawczości finansowej dla banku, koszty monitoringu spłaty zobowiązań, koszty ustanowienia zabezpieczeń.

Problem kosztu kapitału powinien być analizowany w kontekście ryzyka, co zostało zilustrowane na rysunku 1. Przedsiębiorstwom, które w większym stopniu wykorzystują źródła finansowania umiejscowione na dole piramidy, towarzyszy wyższe ryzyko prowadzonej działalności. Wynika ono z następujących przyczyn:

- a) zobowiązania bieżące muszą być systematycznie spłacane w terminie ich wymagalności (kary finansowe, upadłość),

⁶ Koszty alternatywne nie są kosztem faktycznie ponoszonym przez przedsiębiorstwo.

- b) w przypadku zobowiązań bieżących odsetkowych, wyższe ryzyko wiąże się z większą zmiennością oprocentowania kredytów i pożyczek krótkoterminowych niż zobowiązań długoterminowych,
- c) trudność lub czasami nawet brak możliwości negocjacji terminów spłaty zobowiązań (np. zobowiązania z tytułu podatków),
- d) trudność lub nawet niemożliwość pozyskania środków z innych źródeł,
- e) krótkie terminy wymagalności zobowiązań niosą ze sobą ryzyko, iż bieżąca działalność przedsiębiorstwa nie wygeneruje w krótkim okresie odpowiedniej ilości gotówki niezbędnej do spłaty zobowiązań krótkoterminowych.

W oparciu o zaprezentowane zależności, formułowana jest następująca zależność: wzrost udziału zobowiązań krótkoterminowych w strukturze pasywów przedsiębiorstwa prowadzi do wzrostu rentowności przedsiębiorstwa. Można zatem oczekiwać, iż dłuższy cykl konwersji zobowiązań zależny m.in. od wartości zobowiązań krótkoterminowych będzie pozytywnie skorelowany z rentownością przedsiębiorstwa. Istnieją jednak przykłady badań empirycznych, które nie potwierdzają tej zależności.

Zależność między efektywnością zarządzania kapitałem obrotowym netto a rentownością przedsiębiorstw w okresie 1975-1994 badali H. Shin i L. A. Soenen⁷. Przeprowadzone przez nich analizy doprowadziły do sformułowania następujących wniosków:

- 1) skracanie cyklu handlowego netto⁸ prowadzi do wzrostu rentowności, zaś jego wydłużanie skutkuje obniżeniem rentowności,
- 2) skracanie cyklu handlowego netto powinno raczej następować poprzez skracanie cyklu operacyjnego (tj. skracanie cyklu konwersji zapasów i cyklu konwersji należności), aniżeli wydłużanie cyklu konwersji zobowiązań⁹.

Oznacza to, iż dążąc do zwiększenia rentowności, przedsiębiorstwo powinno zmierzać do skrócenia cyklu konwersji zobowiązań (a tym samym zmniejszenia udziału zobowiązań krótkoterminowych w strukturze pasywów).

Innym przykładem są badania prowadzone przez M. Deloofa na grupie 1009 belgijskich przedsiębiorstw (próba badawcza nie obejmowała instytucji finansowych). Analizie poddano sprawozdania finansowe z okresu 1992-1996¹⁰. Wyniki tych analiz wskazują na istnienie ujemnej korelacji między zyskiem operacyjnym brutto a cyklem konwersji należności, cyklem konwersji zapasów i cyklem konwersji zobowiązań¹¹.

⁷ Wyniki badań oraz zastosowana metodologia zostały przedstawione w artykułach: Shin H., Soenen L. A., *Efficiency of Working Capital Management and Corporate Profitability*, „Financial Practice & Education” 1998, Fall-Winter oraz Shin H., Soenen L. A., *Liquidity Management or Profitability – Is There Room for Both?*, „AFP Exchange” 2000, Spring.

⁸ Cykl handlowy netto jest miarą efektywności zarządzania kapitałem obrotowym netto. Im krótszy jest ten cykl, tym bardziej efektywnie przedsiębiorstwo zarządza kapitałem obrotowym netto. Cykl handlowy netto wyrażony jest w dniach i oblicza się go w podobny sposób, jak cykl konwersji gotówki. Różnica polega na tym, iż przy obliczaniu poszczególnych cykli cząstkowych, w mianowniku zawsze występują przychody ze sprzedaży.

⁹ Shin H., Soenen L. A., *Efficiency of Working Capital ...*, *op. cit.*, s. 43.

¹⁰ Wyniki analiz zostały zaprezentowane w artykule: Deloof M., *Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms?*, „Journal of Business Finance & Accounting” 2003, April-May, s. 573- 587.

¹¹ Zysk operacyjny brutto obliczano jako różnicę między przychodami ze sprzedaży a gotówkowym kosztem sprzedanych produktów. Cykl konwersji należności mierzono jako relację wartości należności do dziennej sprze-

Otrzymana negatywna korelacja między rentownością a cyklem konwersji zobowiązań jest wprawdzie sprzeczna z teorią, ale wskazuje na inny aspekt problemu: potwierdza opinię, zgodnie z którą przedsiębiorstwa charakteryzujące się niższą rentownością płacą swoje zobowiązania po dłuższym okresie¹².

Zależność między cyklem konwersji gotówki, jego komponentami a rentownością była także przedmiotem badań, których autorami są H. Nobanee i M. AlHajjar. Badania zostały przeprowadzone dla 2123 japońskich spółek notowanych na Tokyo Stock Exchange¹³. Okres analizy obejmował lata 1990-2004. Wniosek, jaki sformułowali autorzy badań jest następujący: istnieje możliwość zwiększenia rentowności przedsiębiorstwa dzięki skróceniu cyklu konwersji gotówki, cyklu konwersji należności i cyklu konwersji zapasów oraz dzięki wydłużeniu cyklu konwersji zobowiązań. Zalecane jest jednak zachowanie szczególnej ostrożności, gdy wydłuża się okres, po którym spłacane są zobowiązania, ponieważ w długim okresie może to negatywnie wpłynąć na zdolność kredytową i rentowność.

Ci sami autorzy prowadzili także badania dla 5802 spółek notowanych na giełdach w Stanach Zjednoczonych. Okres analizy obejmował lata 1990-2004. Przeprowadzone analizy powalają na sformułowanie wniosku, iż menedżerowie mogą zwiększać rentowność i wartość operacyjnych przepływów pieniężnych poprzez skracanie cyklu konwersji gotówki i cyklu konwersji należności. Skracanie cyklu konwersji zapasów oraz wydłużanie cyklu konwersji zobowiązań prowadzi natomiast do zmniejszenia rentowności i wartości operacyjnych przepływów pieniężnych¹⁴.

PRÓBA BADAWCZA I OPIS METODY BADAŃ

Sample and methodology used

Zaprezentowane w poprzednim punkcie przykłady badań empirycznych raczej wskazują na istnienie ujemnej zależności między cyklem konwersji zobowiązań a rentownością, czyli nie potwierdzają prezentowanej w literaturze opinii, iż wydłużenie okresu, po którym przedsiębiorstwo spłaca swoje zobowiązania, przyczynia się do wzrostu rentowności.

W niniejszym opracowaniu prezentowane są wyniki badań empirycznych, których celem było określenie zależności między cyklem konwersji zobowiązań a rentownością wybranych spółek sektora chemicznego notowanych na GPW. Uwzględniono cztery spółki, które były notowane na GPW w okresie od 01.01.2005 roku do 31.03.2010 roku

daży, zaś cykl konwersji zapasów stanowił relację wartości zapasów do dziennego kosztu sprzedanych wyrobów. Cykl konwersji zobowiązań obliczano dzieląc wartość zobowiązań bieżących przez wartość dziennych zakupów.

¹² Deloof M., *op. cit.*, s. 573- 587.

¹³ Nobanee H., AlHajjar M., *A Note on Working Capital Management and Corporate Profitability of Japanese Firms*, July 15, 2009, <http://ssrn.com/abstract=1433243>.

¹⁴ Nobanee H., AlHajjar M., *Working Capital Management, Operating Cash Flow and Corporate Performance*, September 10, 2009, <http://ssrn.com/abstract=1471236>.

(tabela 1). Podstawą wykonanych obliczeń były kwartalne jednostkowe sprawozdania finansowe spółek z okresu objętego analizą, zaś obliczone wskaźniki finansowe dotyczą okresu od 01.01.2005 do 31.03.2010¹⁵.

Tab. 1. Spółki sektora chemicznego objęte badaniem
The researched chemical industry enterprises

Lp.	Pełna nazwa spółki	Nazwa skrócona spółki	Skrót	Data pierwszego notowania
1.	Ciech SA	CIECH	CIE	10.02.2005
2.	Zakłady Chemiczne Police SA	POLICE	PCE	14.07.2005
3.	Zakłady Azotowe Puławy SA	PULAWY	ZAP	19.10.2005
4.	Synthos SA	SYNTHOS	SNS	20.12.2004

Źródło: Opracowanie własne.

W celu określenia zależności między cyklem konwersji zobowiązań a rentownością badanych spółek obliczono współczynniki korelacji liniowej Pearsona, dla których przeprowadzono test istotności. Poszczególne wskaźniki wykorzystane w badaniach zostały obliczone zgodnie z poniższymi formułami:

$$\text{Cykl konwersji zobowiązań} = \frac{\text{przeciętny stan zobowiązań}}{(\text{koszty sprzedanych produktów, towarów, materiałów} + \text{koszty ogólnego zarządu} + \text{koszty sprzedaży})} * 360 \text{ dni} \quad (1)$$

Pomiaru rentowności dokonano przy wykorzystaniu dwóch wskaźników:

a) rentowność kapitału własnego (ROE):

$$\text{ROE} = \frac{\text{zysk netto}}{\text{przeciętny poziom kapitału własnego}} \quad (5)$$

b) rentowność aktywów (ROA):

$$\text{ROA} = \frac{\text{zysk netto}}{\text{przeciętny poziom aktywów ogółem}} \quad (6)$$

¹⁵ Głównym źródłem sprawozdań finansowych są bazy danych firmy Notoria Serwis SA. W badaniu wykorzystano skrócone sprawozdania finansowe, które na podstawie odpowiednich przepisów, spółki publiczne są zobligowane przekazywać Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (tj. Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych, DzU nr 209, poz. 1744 z późn. zm. oraz Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 18 października 2005 r. w sprawie zakresu informacji wykazywanych w sprawozdaniach finansowych, wymaganych w prospekcie emisyjnym dla emitentów z siedzibą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, dla których właściwe są polskie zasady rachunkowości, DzU nr 209, poz. 1743).

Poszczególne wskaźniki zostały obliczone dla każdego kwartału z całego okresu analizy. Wielkości przeciętne obliczono jako średnią arytmetyczną danej kategorii z czterech ostatnich kwartałów. W przypadku odpowiednich kosztów oraz zysku netto, dokonano zsumowania tych wielkości z czterech ostatnich kwartałów.

Analiza zależności korelacyjnych została przeprowadzona dla poszczególnych spółek objętych badaniem.

W celu zbadania zależności między wskaźnikami, wykorzystano współczynnik korelacji liniowej Pearsona, a następnie przeprowadzono jego test istotności¹⁶. Współczynnik przyjmuje wartości z przedziału: $(-1, +1)$, przy czym dodatnia wartość współczynnika wskazuje na istnienie pozytywnej zależności między cechami, zaś ujemny - o współzależności negatywnej.

ANALIZA OTRZYMANYCH WYNIKÓW

Research findings

Wartości otrzymanych współczynników korelacji liniowej Pearsona przedstawiono w tabeli 2.

Tab. 2. Współczynniki korelacji liniowej Pearsona dla badanych spółek sektora chemicznego*
The Pearson correlation of the researched chemical industry enterprises

Lp.	Spółka	Cykl konwersji zobowiązań	
		ROE	ROA
1.	CIECH	-0,95	-0,90
2.	POLICE	-0,75	-0,66
3.	PUŁAWY	0,08	-0,14
4.	SYNTHOS	-0,21	-0,16

* Współczynniki korelacji liniowej Pearsona, które wskazują na statystycznie istotną zależność korelacyjną między dwoma zmiennymi zostały wyróżnione zacienionym polem.

Źródło: Obliczenia własne.

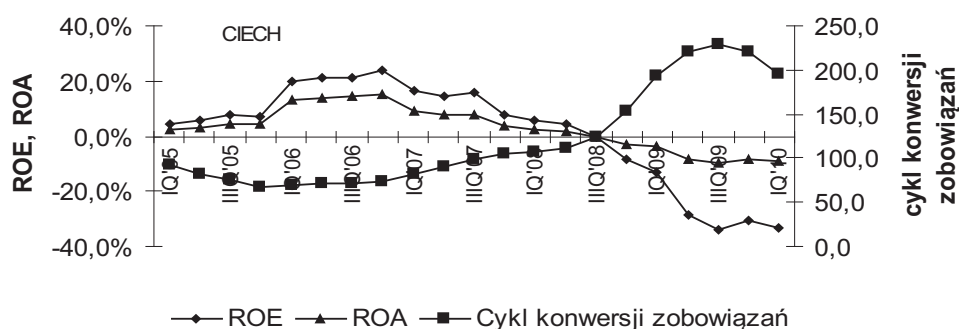
Oczekiwana dodatnia zależność korelacyjna między cyklem konwersji zobowiązań a rentownością, wystąpiła tylko w przypadku Zakładów Azotowych Puławy SA, aczkol-

¹⁶ W analizach przyjęto współczynnik $\alpha=0,05$, a ilość stopni swobody wyniosła 19 ($n=21$). Szerzej na ten temat: M. Sobczyk, *Statystyka. Podstawy teoretyczne, przykłady - zadania*, Wydawnictwo UMCS, Lublin 2000, s. 241, oraz A. Wawryszuk-Miształ, *Zależność między zarządzaniem kapitałem obrotowym netto a rentownością na przykładzie spółek notowanych na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, „Annales UMCS”, sec. H, vol. XLI, Lublin 2007, s. 277-287.

wiek wartość współczynnika korelacji kształtowała się na bardzo niskim poziomie - 0,08, miała charakter nieistotny i dotyczyła rentowności mierzonej tylko jednym współczynnikiem ROE. W pozostałych przypadkach otrzymano ujemne wartości współczynników korelacji liniowej Pearsona, przy czym w spółkach Ciech i Police jest to zależność istotna.

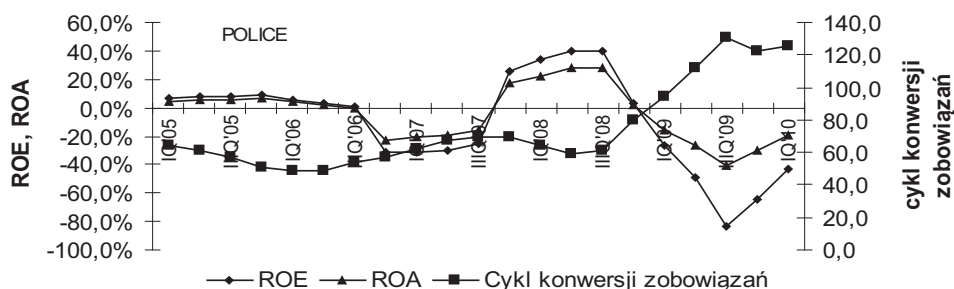
Analiza prezentowanych w tabeli wartości współczynników korelacji liniowej Pearsona może zostać uzupełniona wykresami przedstawiającymi wartości współczynników ROE, ROA oraz cyklu konwersji zobowiązań dla poszczególnych spółek (wykresy: 1-4).

Wyk. 1. Rentowność i cykl konwersji zobowiązań dla spółki Ciech w badanym okresie
Profitability and payable deferral period of Ciech in the analyzed period



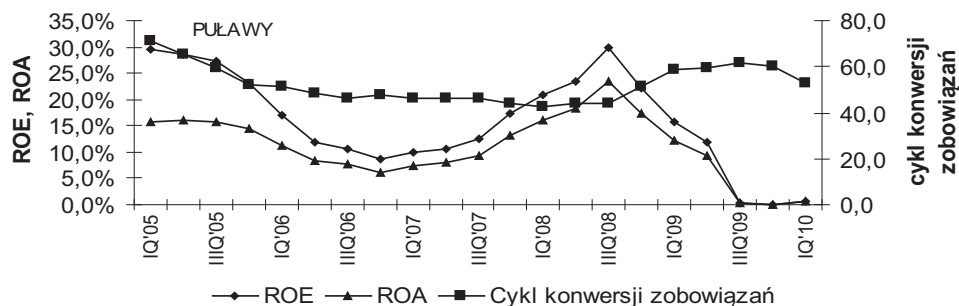
Źródło: Opracowanie własne.

Wyk. 2. Rentowność i cykl konwersji zobowiązań dla spółki Police w badanym okresie
Profitability and payable deferral period of Police in the analyzed period



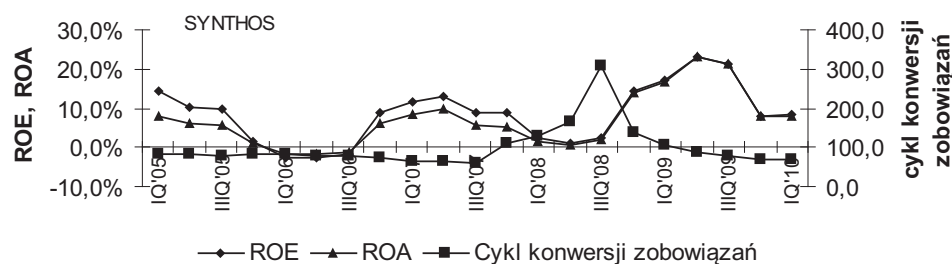
Źródło: Opracowanie własne.

Wyk. 3. Rentowność i cykl konwersji zobowiązań dla spółki Puławy w badanym okresie
Profitability and payable deferral period of Puławy in the analyzed period



Źródło: Opracowanie własne.

Wyk. 4. Rentowność i cykl konwersji zobowiązań dla spółki Synthos w badanym okresie
Profitability and payable deferral period of Synthos in the analyzed period



Źródło: Opracowanie własne.

Wykres 1 prezentujący cykl konwersji zobowiązań i rentowność spółki CIECH w analizowanym okresie wyjaśnia bardzo wysoką i bliską jedności wartość współczynnika korelacji liniowej: krzywe rentowności i cyklu konwersji zobowiązań stanowią względem siebie niemalże lustrzane odbicia. W przypadku spółki Police prawidłowość taka występuje dopiero po III kwartale 2007 (wykres 2). Dla Zakładów Azotowych Puławy trudno jest zaobserwować zależność między analizowanymi wielkościami, ale wyraźnie należy podkreślić, że spółka ta charakteryzuje się najwyższą rentownością spośród badanych podmiotów (przeciętna wartość wskaźnika ROE wynosi 15,8%, a ROA 11%). Nieco niższa przeciętna wartość ROE i ROA obserwowana jest w spółce Synthos (odpowiednio: 8,5% i 7%). Co ciekawe, w spółce tej również nie zaobserwowano istotnej zależności korelacyjnej, co po części można zaobserwować na wykresie 4.

WNIOSKI

Conclusions

Na podstawie przeprowadzonych analiz można przychylić się ku tezie, iż wydłużanie cyklu konwersji zobowiązań jest konsekwencją trudności w spłacie zobowiązań, które to z kolei są następstwem niskiej lub ujemnej rentowności. Potwierdzeniem tego jest przypadek spółki Ciech i Police. Może to oznaczać, iż to nie cykl konwersji zobowiązań wpływa na rentowność, ale rentowność determinuje okres, po którym przedsiębiorstwo spłaca swoje zobowiązania, zwłaszcza, jeśli rentowność ta jest bardzo niska lub ujemna. W dwóch pozostałych spółkach: Puławy i Synthos, w warunkach względnie wysokiej rentowności, nie zaobserwowano istotnej zależności korelacyjnej między rentownością a cyklem konwersji zobowiązań, chociaż współczynnik korelacji liniowej Pearsona generalnie przyjął wartość ujemną.

Prezentowane wyniki analiz mogłyby sugerować, iż przedsiębiorstwa zmierzając do wzrostu rentowności powinny skracać okres, po którym spłacają swoje zobowiązania, aczkolwiek na podstawie prezentowanych wyników badań trudno jest sformułować uogólniające wnioski. Wynika to z kilku przyczyn. Po pierwsze, krótki okres analizy (21 kwartałów) wynikający z faktu, iż badane podmioty zaledwie od kilku lat są spółkami publicznymi. Po drugie, mała ilość spółek poddanych badaniu – na GPW notowanych jest obecnie pięć spółek zaliczanych do sektora chemicznego. Po trzecie, bardziej wskazane byłoby obliczenie cyklu konwersji zobowiązań oddzielnie dla zobowiązań odsetkowych i nieodsetkowych, jednak zakres informacji prezentowanych w sprawozdaniach kwartalnych publikowanych przez spółki, nie pozwala na dokonanie tego rodzaju obliczeń.

Na podstawie zaprezentowanych wyników, można wskazać kierunki dalszych badań, które mogły objąć wszystkie spółki giełdowe sektora produkcyjnego. W badaniach takich można byłoby uwzględnić także strukturę kapitałów stałych badanych przedsiębiorstw.

dr Anna Wawryszuk-Misztal, Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie