

Andrzej Bernacki

Andrzej Śledź

Katedra Ekonomiki i Organizacji Gospodarstw Rolniczych SGGW

Funkcjonowanie spółek akcyjnych „Żywiec” S.A. i „Okocim” S.A. notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie

Wstęp

Pierwsza giełda papierów wartościowych powstała w Warszawie 12 maja 1817 r. W okresie międzywojennym była jedną z siedmiu działających tego typu instytucji w Polsce. Giełdy te funkcjonowały do 1939 r. Po zakończeniu II wojny światowej istnienie rynku kapitałowego, a więc i giełd było nie do pogodzenia z systemem gospodarki centralnie planowanej. Dopiero po pięćdziesięcioletniej przerwie i zmianie ustroju przywrócono regularny obrót papierami wartościowymi w Polsce.

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. rozpoczęła ponownie swoją działalność 16 kwietnia 1991 r. Na pierwszej sesji giełdowej notowanych było tylko pięć spółek akcyjnych. Dziś notowane na giełdzie są już czterdzieści cztery spółki na rynku podstawowym i dziewięć na rynku równoległym. Przedsiębiorstwa notowane na giełdzie reprezentują prawie wszystkie sektory gospodarki narodowej. Notowane są banki, firmy z branży handlowej, usługowej, komputerowej, spożywczej, oraz z innych gałęzi przemysłu.

Branżę spożywczą reprezentuje na warszawskiej giełdzie osiem firm: przetwórstwo i handel płodami rolnymi – „Agros” S.A. i „Rolimpeks” S.A., przemysł cukierniczy – „Wedel” S.A. i „Jutrzenka” S.A., drobiarstwo – „Drosed” S.A. i „Indykpol” S.A., przemysł mięsny – „Sokołów” S.A. i „Farm Food”, branżę piwną – „Okocim” S.A. i „Żywiec” S.A.

Cel pracy

Celem pracy jest przedstawienie funkcjonowania spółek „Okocim” S.A. i „Żywiec” S.A. za pomocą analizy sytuacyjnej i kilku najpopularniejszych wskaźników analizy finansowej w okresie od 1991 do 1995 r.

Metody badawcze

Wybór obiektu badań dokonany jest w sposób celowy. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie jest jedyną instytucją tego typu w Polsce, która posiada zgodę Ministra Finansów i Ministra Przekształceń Własnościowych na prowadzenie takiej działalności. Analizując funkcjonowanie spółek z branży spożywczej notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., ograniczymy się jedynie do dwóch najdłużej działających spółek na rynku kapitałowym – Zakładów Piwowskich w Żywcu S.A. oraz Okocimskich Zakładów Piwowskich S.A. Reprezentują one branżę piwną. Materiały do pracy zebrane zostały na podstawie własnych doświadczeń i obserwacji. Dane liczbowe pochodzą z oficjalnego biuletynu Giełdy „Cedule Giełdy Warszawskiej” oraz sprawozdań kwartalnych zamieszczonych w biuletynie kwartalnym „Rynek Giełdowy”, wydawanym także przez Giełdę. W zależności od potrzeby wykorzystano metodę analizy opisowej i porównawczej.

Funkcjonowanie Żywieckich Zakładów Piwowskich i Zakładów Piwowskich w Okocimiu przedstawimy za pomocą analizy wskaźnikowej. Analiza ta służy do określania opłacalności inwestycji w akcje spółek na podstawie oceny spółki – emitenta. Ocenie podlega zarówno kondycja finansowa spółki, jej możliwość rozwoju oraz jej stabilność na rynku. W analizie fundamentalnej wykorzystuje się liczne wskaźniki rentowności, płynności i aktywności. Zbyt wysoka lub zbyt niska wielkość wskaźnika jest sygnałem o występowaniu określonego zjawiska. Nie dostarczają one jednak pełnych informacji o przyczynach występujących zjawisk lub zdarzeń. Dane z analizy wskaźnikowej muszą być interpretowane na podstawie porównań ze wskaźnikami przeciętnymi lub mogą być porównywalne z wynikami podobnej firmy najlepiej z tej samej branży. Analizę taką nazywamy „analizą przekroju sektorowego”. Innym typem analizy jest „analiza zmian w czasie”, polega ona na porównaniu wielkości wskaźników jednej firmy w dłuższym okresie. Metoda ta pomimo swoich niedoskonałości może być bardzo użyteczna zarówno dla dyrekcji firmy, jak i dla osób z zewnątrz, głównie inwestorów giełdowych. Przeprowadzając analizę fundamentalną obu spółek, wykorzystamy obie metody.

Wyniki przeprowadzanych badań

Zakłady Piwowskie w „Żywcu” S.A. są spółką handlową istniejącą w formie spółki akcyjnej od 29 grudnia 1990 r., zaś Okocimskie Zakłady Piwowskie S.A. powstały 30 listopada 1990 r. w wyniku przekształcenia przedsiębiorstwa państwowego. Przedsiębiorstwa te zajmują się produkcją i sprzedażą piwa i napojów bezalkoholowych, produkcją słodu, usługami transportowymi i działalnością hotelarsko-gastronomiczną. Zakład w Żywcu prowadzi dodatkową działalność w

zakresie produkcji rolnej i przemysłu rolno-spożywczego, a zakład z Okocimia zajmuje się eksportem i importem towarów, maszyn i urządzeń. Obie spółki produkują piwo i napoje bezalkoholowe w trzech browarach zlokalizowanych na terenie południowej i południowo-zachodniej Polski. Produkty wymienionych spółek sprzedawane są na terenie całego kraju. Stanowi on dla tych firm główny rynek zbytu. W wyniku tego eksport produktów piwowskich w ostatnich latach stanowił zaledwie jeden procent sprzedaży. Okocim i Żywiec charakteryzują podobną wielkość produkcji i jakość piwa oraz stopień rozpoznawalności marki. O dużym znaczeniu tych browarów na rynku krajowym niech świadczy procentowy udział w produkcji piwa. W 1993 r. wynosił on kolejno dla Żywca 6,90, a dla Okocimia 6,96% krajowej produkcji. W roku 1994 odpowiednio 8,82 i 7,41%. Sprzedaż piwa plasuje te firmy na trzecim i czwartym miejscu wśród producentów piwa w Polsce. Z tych powodów firmy te są dla siebie największymi konkurentami.

Od 13 lutego 1992 r. konkurują one ze sobą także na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. W tym dniu akcje Okocimskich Zakładów Piwowskich były po raz pierwszy notowane na Giełdzie. Wydarzenie to poprzedziła zgoda Rady Giełdy z 18 grudnia 1991 r. na wniosek Centralnego Biura Maklerskiego PeKaO S.A. na dopuszczenie do obrotu giełdowego akcji tej firmy. Kapitał akcyjny wynoszący 112 mld zł został podzielony na 2,8 mln akcji na okaziciela o wartości nominalnej 40 tys. zł. Minister Przekształceń Własnościowych zaoferował do sprzedaży 1763 mln akcji po cenie nominalnej 90 tys. zł. Stanowiło to 62% kapitału akcyjnego Okocimia. Oferta obejmowała 2 transze. Transza małych inwestorów wynosiła 40% kapitału akcyjnego. Oferta dla dużych inwestorów reprezentowała 23% akcji. Resztę, 17%, sprzedano po cenach preferencyjnych pracownikom spółki i producentom rolnym trwale związanych z zakładem.

Zakłady Piwowskie w Żywcu uzyskały zgodę Komisji Papierów Wartościowych na wprowadzenie do publicznego obrotu akcje firmy 6 września tegoż roku. Sprzedaż akcji rozpoczęto w lipcu 1991 r. Do sprzedaży w ramach oferty publicznej przeznaczono 1 mln 540 tys. akcji, co stanowiło 77% kapitału akcyjnego. Około 20% akcji kupili pracownicy po cenie preferencyjnej za 40 tys. zł. Dla małych inwestorów przeznaczono milion akcji. Resztę kupili pracownicy banków sprzedających te akcje.

Obie spółki przeprowadziły drugą emisję akcji. „Żywiec” przeprowadził ją 28.03.1994 r., wprowadzając na giełdę milion akcji: Heineken BV otrzymał 747 tys. akcji, pracownicy 53 tys., zaś pozostałe 200 tys. akcji sprzedawano wg prawa poboru w stosunku 10:1. Cena emisji wynosiła około 800 tys. zł.

Okocimskie Zakłady Piwowskie przeprowadziły 18 grudnia 1993 r. dodatkową emisję także wg prawa poboru w stosunku 10:1. Cena emisyjna wynosiła 1200 tys. zł. W okresie czterech lat funkcjonowania spółki na giełdzie, zgodnie z uchwałami Walnego Zgromadzenia Okocimskich Zakładów Piwowskich, nie była wypłacana akcjonariuszom dywidenda. Natomiast Żywieckie Zakłady Piwowskie w tym okresie wypłacały ją corocznie. W 1991 r. wynosiła ona 10 tys. zł na akcję, co

stanowiło 20 mld zł. W następnym roku spółka akcyjna Żywiec wypłaciła taką samą dywidendę, a w 1993 r. wartość dochodu z akcji zwiększyła się o 5 tys. zł i wynosiła odpowiednio 15 tys. i łącznie 30 mld zł. Rok 1994 przyniósł akcjonariuszom 40 tys. zł dywidendy. Na koniec 1994 r. głównymi akcjonariuszami Żywieckich Zakładów Piwarskich byli: Heineken International Beheer BV (posiadający 24,9% akcji), Bank Handlowo-Kredytowy w Katowicach (posiadał 6,9%), a udziały Skarbu Państwa wynosiły 7,3% kapitału spółki. Wśród największych udziałowców „Okocimia” są Brau and Brunner International GmgH (23,33%) i Skarb Państwa (18,67%).

Analizę wskaźnikową przeprowadzimy za okres od 31.12.1991 r. do 31.12.1994 r. w czterech przekrojach:

- rentowności,
- struktury majątku i kapitału w przedsiębiorstwie,
- wyposażenia przedsiębiorstwa w kapitały własne i obce,
- płynności finansowej.

Analizując rentowność przedsiębiorstwa, wykorzystamy wskaźniki rentowności sprzedaży brutto i netto oraz wskaźnik rentowności majątku, które przedstawimy w tabeli 1. Dzięki pierwszemu wskaźnikowi – rentowności sprzedaży brutto – możemy dokonać oceny trafności wyboru programu produkcyjnego. Mierzy on procentowy stosunek zysku brutto do przychodów ze sprzedaży netto. Im wskaźnik jest wyższy, tym większa jest rentowność firmy i niższe koszty produkcji. Rentowność sprzedaży brutto w 1993 r. w Żywcu kształtuje się na dość dobrym poziomie – od 21 do prawie 32%. Mimo ciągłego wzrostu przychodów ze sprzedaży wartość tego wskaźnika przez pierwsze analizowane trzy półrocza maleje do poziomu 24,75%. Po tym okresie rozszerzenie działalności gospodarczej przez tę firmę spowodowało gwałtowny wzrost rentowności sprzedaży brutto na koniec roku 1993. W roku 1994 zysk przedsiębiorstwa nie wzrastał proporcjonalnie do wielkości przychodów ze sprzedaży. Wartości te przedstawione są w tabeli 2. Spowodowało

Tabela 1

Wskaźniki rentowności sprzedaży netto i brutto spółek „Żywiec” i „Okocim”

Wskaźnik rentowności (w procentach)	Dzień/miesiąc/rok						
	30/06/ 1992	31/12/ 1992	30/06/ 1993	31/12/ 1993	30/06/ 1994	31/12/ 1994	
sprzedaży brutto	Żywiec	28,55	25,48	24,75	31,72	25,22	21,68
	Okocim	32,01	31,01	26,24	16,38	2,44	16,27
sprzedaży netto	Żywiec	16,91	12,83	14,91	17,49	17,61	15,09
	Okocim	20,45	17,97	14,91	6,04	0,01	8,82
majątku	Żywiec	12,44	8,01	8,10	11,80	10,60	11,96
	Okocim	9,51	8,01	4,78	1,62	0,00	5,00

Źródło: Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Obliczenia własne.

to ponowne obniżenie się tego wskaźnika. Prawdopodobną przyczyną zmniejszenia zyskowności sprzedaży było zastosowanie przez firmę taktyki wysokiej sprzedaży przy niskiej cenie jednostkowej. Jeszcze bardziej gwałtowny spadek wskaźnika rentowności sprzedaży brutto widoczny jest w zakładach okocimskich. Na początku 1992 r. wskaźnik ten wynosił prawie 32%. Następnie spadek osiągnął na początku 1994 r. wartość zaledwie 2,5%. Podobnie jak w zakładach z Żywca wzrastały przychody firmy ze sprzedaży, a zysk brutto malał. Zdecydowała o tym także polityka cenowa firmy.

Tabela 2

Zysk netto i brutto oraz przychody ze sprzedaży w półroczach dla „Żywca” i „Okocimia”

	Spółka	Dzień/miesiąc/rok					
		30/06/ 1992	31/12/ 1992	30/06/ 1993	31/12/ 1993	30/06/ 1994	31/12/ 1994
Zysk netto	Żywiec	55,716	43,40	51,81	90,233	105,80	142,687
	Okocim	53,57	49,58	40,15	16,76	0,05	72,19
Zysk brutto	Żywiec	93,63	86,22	85,56	163,57	151,54	204,928
	Okocim	83,846	86,32	70,278	45,21	9,35	133,16
Przychody ze sprzedaży	Żywiec	327,79	338,29	345,58	515,68	600,78	945,144
	Okocim	261,94	275,823	263,35	275,85	382,75	396,78

Źródło: Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Rachunki wyników spółek „Żywiec” i „Okocim”

Inną przyczyną zmniejszania wartości wskaźników rentowności sprzedaży brutto w obu spółkach, przy wzroście przychodów ze sprzedaży netto, może być, jak podają M. Sierpińska i T. Jachna (4, s. 108), struktura zysku przedsiębiorstwa. Składają się na nią zysk z działalności podstawowej, wynik ze sprzedaży pozostałej oraz saldo zysku i strat nadzwyczajnych. Lepsza sytuacja rentowności sprzedaży brutto w zakładach z Żywca może również świadczyć o dużym zróżnicowaniu gałęzi produkcyjnych.

Wskaźnik rentowności sprzedaży netto, w odróżnieniu od wskaźnika rentowności sprzedaży brutto, jest stosunkiem zysku netto przedsiębiorstwa do przychodów ze sprzedaży w ujęciu procentowym. Uwzględnia on koszty sprzedaży i koszty finansowe. Dzięki takiemu ujęciu uzyskuje się pełny obraz efektywności sprzedaży realizowanej przez firmę. Omawiany wskaźnik pokazuje, jaki jest procentowy udział czystego zysku w każdej złotówce obrotu. Jaka część utargu zmienia się w zysk, który jest akumulowany. Im wyższy jest ten wskaźnik, tym większa wartość sprzedaży musi być zrealizowana dla osiągnięcia określonej kwoty zysku. Wskaźnik rentowności sprzedaży netto zakładów w Żywcu w analizowanym okresie wahał się w granicach od 12,8 do 17,6%. W stosunku do branży piwowarskiej są to bardzo

dobrze wskaźniki. W ciągu trzech lat – podobnie jak przy wskaźniku rentowności brutto – można zauważyć pewne wahania. Poziom, jak i mała różnica w wartościach rentowności sprzedaży netto świadczy o tym, że duża część utargu zamieniana była w zysk przedsiębiorstwa. Spowodowane było to m.in. znacznym wzrostem zysku netto. Spółka ta jest w bardzo korzystnej sytuacji. Przy rosnących przychodach koszty sprzedaży nie rosną w tak szybkim tempie. W Okocimskich Zakładach Piwowarskich wskaźnik rentowności sprzedaży netto w kolejnych półroczach 1992 r. wynosił 20,45 i prawie 18%. W porównaniu z Żywcem, którego wskaźniki wynosiły analogicznie 16,91 i 12,83%, stawiało to Okocim w bardzo korzystnej sytuacji. W kolejnym półroczu w obu firmach wskaźnik ten kształtuje się na takim samym poziomie 14,9%. Do końca 1993 r. wskaźnik Zakładów Piwowarskich w Żywcu wzrasta, natomiast w zakładach z Okocimia gwałtownie maleje, by w połowie 1994 r. osiągnąć poziom jednej setnej procenta. W tym okresie sprzedaż produktów tej firmy jest praktycznie nieopłacalna. Jednak gwałtowny wzrost sprzedaży w kolejnym półroczu, co przedstawiamy w tabeli 2, wpłynął także na wzrost zysku netto, a więc i rentowności sprzedaży brutto.

Kolejnym wskaźnikiem rentowności przedstawionym w tabeli 1 jest rentowność majątku. Pokazuje on całkowity zysk spółki w relacji do aktywów. Informuje on o wykorzystaniu majątku przez spółkę. Jeżeli wskaźnik ten jest zbyt niski, to świadczy o złym wykorzystaniu majątku spółki. Podobnie jak przy innych wskaźnikach rentowności, im wskaźnik jest wyższy, tym lepsze są możliwości rozwoju spółki, a kondycja finansowa firmy jest korzystniejsza. Wskaźniki rentowności majątku „Żywca” w badanym okresie wahają się w granicach od 8 do ponad 12%. Wartości te świadczą o względnie dobrej kondycji finansowej spółki, jak i o efektywnym zarządzaniu aktywami przedsiębiorstwa. Wartość zysku netto przypadająca na jednostkę wartości zaangażowanego majątku w zakładach okocimskich jest o wiele mniej stabilna niż w zakładach z Żywca. We wszystkich badanych okresach jest ona ponadto znacznie niższa. Rentowność majątku „Okocimia” od połowy 1992 r. systematycznie spada i osiąga w połowie 1994 r. wartość 0%. Na koniec tegoż roku wartość ta wzrosła do 5%. Prawdopodobną przyczyną tak niskich wskaźników rentowności majątku tej firmy jest zbyt wysoka kapitałochłonność produkcji. Przez cały badany okres wartość aktywów systematycznie wzrasta nieproporcjonalnie do osiąganego zysku.

O wyposażeniu przedsiębiorstwa w środki gospodarcze, kapitały własne i obciążeniu kapitałem obcym dowiadujemy się z analizy majątku i kapitału w przedsiębiorstwie. Wskaźniki te przedstawiamy w tabeli 3. Jednym ze wskaźników należących do tej grupy jest udział trwałych składników majątku w aktywach. Wskaźnik ten informuje o udziale majątku trwałego w całym majątku przedsiębiorstwa. Wskaźniki w obu firmach są na zadowalającym poziomie. Im są one mniejsze, tym lepsze jest wykorzystanie aktywów przedsiębiorstwa. Żywieckie zakłady we wszystkich analizowanych okresach wskaźniki te mają niższe. Sam fakt niskiego

Tabela 3

Wskaźniki struktury majątku i kapitału spółek „Żywiec” i „Okocim” w półroczach

Wskaźnik	Spółka	Dzień/miesiąc/rok					
		30/06/ 1992	31/12/ 1992	30/06/ 1993	31/12/ 1993	30/06/ 1994	31/12/ 1994
Udział trwałych składników majątku w procentach	Żywiec	58,65	59,70	56,04	59,32	55,92	48,82
	Okocim	67,42	69,91	71,23	81,05	69,70	68,56
Udział zapasów w aktywach w procentach	Żywiec	21,27	20,76	23,21	14,16	13,39	9,44
	Okocim	12,28	14,73	12,97	10,38	10,80	10,26
Udział środków pieniężnych w aktywach w procentach	Żywiec	10,70	4,24	1,70	1,15	1,73	1,57
	Okocim	10,29	2,80	2,19	1,33	3,03	4,44

Źródło: Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Badania własne.

czy też wysokiego udziału majątku trwałego w całkowitym majątku przedsiębiorstwa nie daje jeszcze jednoznacznej podstawy do oceny struktury majątku. Niekiedy niski udział majątku może być wynikiem przestarzałych i zamortyzowanych środków trwałych. W zakładach z Żywca wskaźnik udziału trwałych składników majątku w latach 1992 i 1993 wahał się w granicach 56–59%. W roku 1994 zauważamy spadek tego wskaźnika, który w połowie tegoż roku wynosił niecałe 56%. Na koniec 1994 r. osiągnął on wartość 48,8%. Udział majątku trwałego w Okocimskich Zakładach Piwowarskich w 1992 r. wynosił w kolejnych półroczach 67,4 i 69,9%. W roku 1993 wskaźnik ten wzrósł do poziomu 81%, by ponownie w następnym roku spaść do poziomu z roku 1992.

O zapasach, jakie posiadają spółki w badanym okresie, informuje nas udział zapasów w aktywach ogółem. W wypadku branży piwowarskiej, gdzie mamy do czynienia z sezonowością produkcji surowca, pewien poziom zapasów jest konieczny. Obecnie jednak istnieje trend, aby skracać czas przechowywania produktów do minimum. Zwiększa się wówczas wykorzystanie kapitałów, które nie są zamrożone, lecz przyczyniają się do powiększania zysku przedsiębiorstwa. Taką politykę prowadzi firma z Okocimia. Od drugiej połowy 1992 r. wskaźniki udziału zapasów w aktywach w tym przedsiębiorstwie systematycznie malały od 14,7 do 10,2%. Taką tendencję w Żywcu zauważamy dopiero od połowy 1993 r. Do końca 1994 r. wskaźnik w tej firmie zmalał z 23 do 9,5%. Wartości tego wskaźnika w roku 1992 wynosiły kolejno w półroczach 21,2 i 20,7%.

Analizując strukturę majątku w przedsiębiorstwie, należy uwzględnić także wskaźnik udziału środków pieniężnych w stosunku do aktywów ogółem. Wskaźnik

ten powinien być na takim poziomie, aby była zachowana płynność finansowa. Z drugiej strony środki te mogą być wykorzystane do powiększania kapitału pracującego. Wskaźniki obu firm od drugiej połowy 1992 r. kształtują się na dobrym poziomie.

Kolejną grupą wskaźników, które pozwolą nam na finansową analizę spółek, są wskaźniki wyposażenia przedsiębiorstwa w kapitał własny i obciążenie kapitałem obcym. Wykorzystamy tu wskaźnik wyposażenia przedsiębiorstwa w kapitał własny oraz wskaźnik obciążenia przedsiębiorstwa zobowiązaniami długoterminowymi. Wskaźniki te opracowane są w tabeli 4.

Do niedawna panował pogląd, zgodnie z którym sytuacja finansowa przedsiębiorstwa była tym lepsza, im relatywnie większy był kapitał własny. Przyjmowano, że kapitał własny nie powinien być mniejszy od kapitału obcego. Obecnie coraz częściej lansowane są poglądy, według których kapitał własny nie powinien być mniejszy od dwukrotnej wielkości kapitału własnego. Prowadząc działalność obydwa przedsiębiorstwa nie podejmują ryzyka niemożności spłaty kredytów. Jest to polityka tzw. mocnych podstaw finansowych. Słabo wykorzystana jest w niej dźwignia finansowa, co sprawia, że rentowność przedsiębiorstw mogła być znacznie wyższa. W obydwu spółkach wskaźniki wyposażenia przedsiębiorstwa w kapitał własny kształtują się na podobnym poziomie 50%. Wskaźniki obrazujące obciążenie

Tabela 4

Wskaźniki wyposażenia przedsiębiorstwa w kapitały własne i obce spółek „Żywiec” i „Okocim” w półroczach

Wskaźnik	Spółka	Dzień/miesiąc/rok					
		30/06/ 1992	31/12/ 1992	30/06/ 1993	31/12/ 1994	30/06/ 1994	31/12/ 1994
Wyposażenie przedsiębiorstwa w kapitał własny w procentach	Żywiec	55,79	46,18	52,88	43,73	48,49	47,08
	Okocim	54,56	49,63	60,23	48,81	46,48	46,07
Obciążenie przedsiębiorstwa kredytem długoterminowym w procentach	Żywiec	5,12	7,20	6,40	3,93	2,70	3,78
	Okocim	6,57	6,55	7,91	19,94	22,31	22,46
Obciążenie przedsiębiorstwa zobowiązaniami bieżącymi w procentach	Żywiec	23,45	22,46	28,72	27,92	33,08	28,64
	Okocim	27,99	24,85	25,05	22,27	27,64	23,90

Źródło: Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Badania własne.

przedsiębiorstwa kredytem długoterminowym kształtują się także na niskim poziomie. Wynoszą w spółce Żywiec w różnych okresach zaledwie od 2,7 do 7,2%. Są to bardzo niskie wartości. Świadczą one o słabym wykorzystaniu dźwigni finansowej. Do połowy 1993 r. poziom obciążenia kredytem długoterminowym w „Okocimiu” kształtował się na podobnym poziomie jak w zakładach żywieckich. W następnych półroczach wzrósł on do poziomu 22,4%.

W przeciwieństwie do zobowiązań długoterminowych, zobowiązania bieżące stanowią w obu spółkach znaczny procent pasywów. Wskaźniki wahają się w granicach 22,2 do 28% dla Okocimia i od 22,4 do 33% dla Żywca. Stawia to obie spółki w bardzo niekorzystnej sytuacji. Zobowiązania długoterminowe, których spłata jest odłożona na pewien czas, są niskie, natomiast zobowiązania do jednego roku kształtują się na bardzo wysokim poziomie. Występowanie takiego zjawiska może mieć niekorzystny wpływ na zachowanie płynności finansowej.

Zbyt niskie wskaźniki obciążenia przedsiębiorstwa zobowiązaniami krótkoterminowymi w zakładach z Okocimia i Żywca zmuszają nas do zbadania ich płynności finansowej. Wskaźniki płynności finansowej przedstawiamy w tabeli 5. Pokazą one zdolność firmy do wywiązywania się z krótkoterminowych zobowiązań. Posłużymy się dwoma wskaźnikami. Pierwszym jest wskaźnik bieżącej płynności finansowej, który informuje, ile razy bieżące aktywa pokrywają bieżące zobowiązania. Żywieckie Zakłady Piwowarskie zachowały w badanym okresie bieżącą płynność finansową. Wskaźnik dla tej spółki wynosił od 1,1 do 1,7. Gorzej przedstawiała się sytuacja w zakładach z Okocimia. Firma ta utrzymywała płynność finansową, nie posiadając żadnych dodatkowych zasobów gotówki do spłacenia bieżących zobowiązań. Wskaźnik ten najgorzej przedstawiał się w drugiej połowie 1993 r., kiedy zobowiązania bieżące pokrywane były tylko w 80%.

Kolejnym wskaźnikiem płynności finansowej jest wskaźnik szybki. W odróżnieniu od wskaźnika bieżącej płynności finansowej nie uwzględnia on w aktywach zapasów, które nie mogą być szybko upłynnione. Poziom tego wskaźnika powinien

Tabela 5

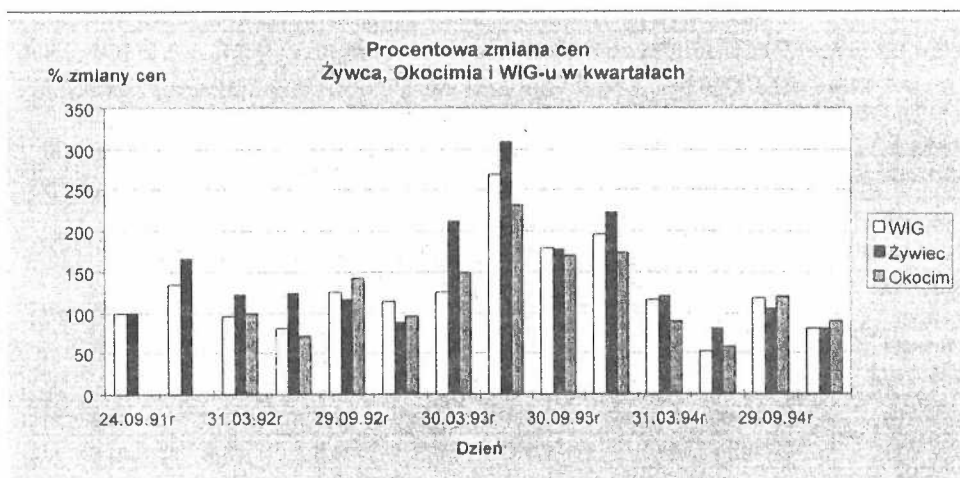
Wskaźniki płynności finansowej spółek „Żywiec” i „Okocim” w półroczach

Wskaźnik	Spółka	Dzierń/miesiąc/rok					
		30/06/92	31/12/92	30/06/93	31/12/93	30/06/94	31/12/94
Wskaźnik bieżącej płynności finansowej	Żywiec	1,7	1,7	1,5	1,3	1,1	1,4
	Okocim	1,1	1,2	1,1	0,8	1,0	1,1
Wskaźnik płynności szybkiej	Żywiec	-2,4	0,8	-1,2	0,7	0,6	0,8
	Okocim	-1,5	-1,3	0,5	0,3	0,6	0,6

Źródło: Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Obliczenia własne.

oscylować koło jednego, jednak żadna spółka w badanym okresie nie osiągnęła takiego poziomu. Świadczy to o posiadaniu zbyt wysokiego poziomu zapasów, w których zamrożone były środki obrotowe. Najniższą bieżącą płynność finansową obie spółki posiadały w pierwszym półroczu 1992 r. Płynność ta kształtowała się na poziomie 2,4 dla Żywca i 1,5 dla Okocimia. W kolejnym półroczu zakład z Okocimia osiągnął także ujemną wartość wskaźnika szybkiego. W półroczach 1993 r. wynosił on odpowiednio 0,5 i 0,3. W roku 1994 nastąpił ponowny wzrost wskaźnika do wartości 0,6. Systematyczny jego wzrost może świadczyć o lepszej gospodarce magazynowej, a co za tym idzie lepszej zdolności przedsiębiorstwa do wywiązywania się z zobowiązań firmy. Poprawa wskaźnika płynności szybkiej w zakładach z Żywca następuje w drugiej połowie 1992 r. Następne półrocze przynosi ponowny jego spadek do poziomu 1,2. Od drugiej połowy 1993 do końca 1994 r. wartości wskaźnika kształtują się na poziomie od 0,6 do 0,8. Na poprawę wskaźnika wpłynęło, podobnie jak w zakładach okocimskich, zmniejszenie trudno zbywalnych zapasów.

Analiza fundamentalna służy do określania opłacalności inwestycji w akcje spółki na podstawie oceny spółki-emitenta. Zwolennicy tej analizy uważają, że zasadniczy wpływ na sytuację rynkową mają procesy ekonomiczne, które pomimo tego, że występują poza giełdą, stanowią podstawę do ustalania się kursów na giełdzie (patrz wykres). Zakłady Piwowskie w Żywcu, na podstawie wszystkich przedstawionych wskaźników, posiadają dużo lepszą kondycję finansową niż Okocimskie Zakłady Piwowskie. Sytuacja ekonomiczna spółek ma bezpośrednie odbicie w notowaniach giełdowych. Zainwestowanie kapitału w spółkę z Żywca było w badanym okresie dużo bardziej opłacalne niż kupno akcji „Okocimia”. Dobra kondycja „Żywca” widoczna jest także na tle WIG-u, czyli wszystkich spółek notowanych na Giełdzie. Procentowa zmiana cen wartości akcji „Żywca” i „Okoci-



Źródło: Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Badania własne.

nia” z uwzględnieniem wypłacanej dywidendy oraz procentowa zmiana wartości WIG-u przedstawiona jest na poniższym wykresie.

Przejście w 1989 r. z gospodarki centralnie planowanej do gospodarki rynkowej zmusiło przedsiębiorstwa do podejmowania kroków w celu przystosowania się do nowego ładu gospodarczego. Okocimskie Zakłady Piwowarskie i Zakłady Piwowarskie w Żywcu wybrały giełdę jako źródło pozyskania dodatkowego taniego kapitału. Dochody z pierwszej emisji trafiły do właściciela zakładów – Skarbu Państwa. Kolejna emisja akcji w 1994 r. zasiła już obie firmy, dając im możliwość rozwoju. Zwiększyła się też wartość księgowa netto spółek, co umożliwia im pozyskanie dodatkowych środków finansowych. Notowania giełdowe publikowane w mediach stanowią dla nich ciągłą darmową reklamę. Z prywatyzacji skorzystali także pracownicy, którzy zgodnie z ustawą z 13 lipca 1992 r. otrzymali akcje swojej firmy z 50-procentową bonifikatą.

Wnioski

1. Z analizy finansowej wynika, że wypłata dywidendy, jej wielkość i częstotliwość ma wpływ na kurs bieżący akcji (wykres).

2. Zwiększenie sprzedaży produktów firmy przy niższej rentowności jednostkowej powoduje wzrost zysku netto.

3. W celu poprawy płynności finansowej szybkiej należy zmniejszyć poziom zapasów trudno upłynnianych.

4. Wejście spółki na giełdę powoduje zwiększenie zainteresowania się taką firmą przez media, co stanowi darmową reklamę.

Literatura

BEDNARSKI L.: Analiza finansowa w przedsiębiorstwie, Warszawa, PWE 1994.

KOMAR Z.: Sztuka spekulacji, Warszawa, Pret 1993.

LOTKO A.: Wybrane instrumenty rynku pieniężnego i kapitałowego, kalkulacja i stosowanie, Warszawa, Zarządzanie i finanse 1994.

SIERPIŃSKA M., JACHNA T.: Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych, Warszawa PWN, 1994.

SOCHA J.: Zrozumieć giełdę, Warszawa, Olimpus 1994.

„Żywiec S.A.” and „Okocim S.A.” joint stock companies analysis

On the Warsaw Stock Exchange, food industry is represented by eight joint stock companies. Two companies „Żywiec S.A.” and „Okocim S.A.” conducted the investigations since the beginning of 1991 to the end of 1995. The method of situation analysis was used to calculate some basic financial indicators (i.e., Gross and Net Marketing Effectiveness etc.). Results of investigations were compared to price changes of shares of these companies and of the Warszawski Indeks Giełdowy (WIG) in particular periods of time and showed:

1. Higher rates of exchange on Warsaw Stock Exchange depend on value and frequency of dividends paid.
2. Greater sale of assets in kind of permanent low sale remunerativeness resulting in higher profit.
3. It is necessary to increase cash flow to reduce inventories of goods hard to sale.