



DOI: 10.18276/sip.2016.43/1-18

**Mirela Romanowska\***

**Joanna Kowalik\*\***

Uniwersytet Szczeciński

## ZARZĄDZANIE RYZYKIEM FINANSOWYM W DZIAŁALNOŚCI GOSPODARCZEJ. OCENA SEKTORA SPOŻYWCZEGO (CUKIERNICZEGO)

### STRESZCZENIE

Artykuł poświęcono tematyce zarządzania ryzykiem finansowym w działalności gospodarczej. Zdefiniowano istotę zarządzania ryzykiem w przedsiębiorstwie oraz przedstawiono podział ryzyka na finansowe oraz operacyjne, celem odróżnienia obu pojęć. Przedstawiono wybrany zestaw wskaźników służących ocenie ryzyka. Przedmiotem badań są trzy podmioty: Wawel SA, Mieszko SA oraz ZPC Otmuchów SA z sektora wytwórców słodczy notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Podmioty te są największymi przedsiębiorstwami z sektora cukierniczego pod względem wielkości sprzedaży w latach 2010–2014. W celu dokonania pełnej oraz wiarygodnej analizy wskaźnikowej rentowności niezbędnym było zgromadzenie danych źródłowych badanych przedsiębiorstw pochodzących z rachunków zysków i strat oraz bilansów.

**Słowa kluczowe:** zarządzanie, ryzyko, rentowność

---

\* E-mail: mirelaj@wneiz.pl

\*\* E-mail: joannakowalik02@gmail.com

## Wprowadzenie

Każde funkcjonujące na rynku przedsiębiorstwo napotyka problem nieprzewidywalności zjawisk gospodarczych. Zjawisko niepewne, jakim jest ryzyko, przejawia się w każdej dziedzinie działalności gospodarczej. W artykule nakreślono istotę zarządzania ryzykiem oraz opisano jego podział na ryzyko finansowe oraz operacyjne, który jest ściśle związany z działalnością gospodarczą. Ponadto w artykule znajduje się klasyfikacja wskaźników, które są przydatne do oceny zarządzania ryzykiem w przedsiębiorstwie. Część empiryczna została oparta na przedstawieniu obliczonych wskaźników będących podstawą analizy rentowności dla największych podmiotów z sektora cukierniczego pod względem wielkości sprzedaży. Obliczenia zostały wykonane na podstawie bazy danych EMIS.

### 1. Zarządzanie ryzykiem w działalności gospodarczej

Współcześnie funkcjonujące organizacje w mniejszym bądź też większym stopniu narażane są na wiele rodzajów ryzyka. Możliwość długotrwałego rozwoju działalności gospodarczej oraz jej efektywność zależą przede wszystkim od gotowości i szybkości zmian zachodzących w otoczeniu. Tym samym przyczynia się to również do zapobiegania zagrożeniom oraz umiejętnego wykorzystania pojawiających się szans. Przesłanką sukcesu przedsiębiorstwa oraz warunkiem jego przetrwania jest zatem zarządzanie ryzykiem (Skalik, 2004, s. 313–314). Według powszechnego twierdzenia zarządzanie ryzykiem jest sposobem na zapobieganie katastrofalnym stratom, które pojawiają się w okresach kłopotów finansowych (Rytel, 2010, s. 160). Zarządzanie ryzykiem to proces pomiaru lub projektowania strategii bądź ocena ryzyka mająca na celu osiągnięcie akceptowalnego poziomu ryzyka – zabezpieczenie się przed ryzykiem to zarządzanie nim w wąskim ujęciu, ponieważ w tym przypadku chodzi o osiągnięcie jak najniższego poziomu ryzyka bądź też jego całkowite wyeliminowanie (Jajuga, Jajuga, 2008, s. 328–329). Inna definicja przedstawia zarządzanie ryzykiem jako kontrolowanie, sterowanie, mierzenie oraz identyfikację ryzyka w celu zabezpieczenia się przed jego skutkami oraz maksymalnego ograniczenia (Baker, 2000, s. 23). Zarządzanie ryzykiem może być również określane jako szeroko rozumiane działanie zarządcze, skupiające się na zadaniu dotyczącym identyfikacji oraz oceny ryzyka, jak również walki z jego przyczynami i wpływem na organizację (Williams, Smith, Young, 2002, s. 57).

Ryzyko, które jest ściśle powiązane z działalnością gospodarczą, można podzielić na operacyjne oraz finansowe (Kaczmarek, 1999, s. 14). Ryzyko operacyjne jest wynikiem niedostatecznej kontroli wewnętrznej, błędów ludzkich, a także systemów informatycznych, z którymi mogą wiązać się również problemy związane z wirusami komputerowymi (Chong, Brown, 2001, s. 85). Ryzyko operacyjne obejmuje też problematykę kradzieży oraz wszelkich oszustw, jakości produktów, opóźnień w dostawach, spraw związanych z bezpieczeństwem i zdrowiem, naruszenia poufności, awarii w produkcji, niedoborów personelu, zależności od zewnętrznych kontrahentów, nieszczęść wywołanych przez siłę wyższą (np. huragan) bądź przez ludzi (np. podpalenia), a także słabości kontroli międzynarodowej (Holliwel, 2001, s. 14). To szerokie pojęcie powiązane jest również z możliwością rozwiązywania skomplikowanych kwestii, które dotyczą pracowników i ich osobowości, technicznych zagadnień oraz spraw dotyczących kontroli i organizacji działalności gospodarczej (Kaczmarek, 1999, s. 36). Ryzyko finansowe z kolei jest wynikiem finansowania przedsiębiorstwa przez kapitał obcy, co ma istotny wpływ na decyzję kształtującą strukturę kapitałową firmy. Dodatkowym obciążeniem dla podmiotu jest pojawienie się długu, który wynika z konieczności opłacania odsetek oraz spłaty zadłużenia w postaci rat. Brak zdolności spłaty tychże zobowiązań może przyczynić się do utraty środków trwałych, a nawet doprowadzić do upadłości (Rytel, 2010, s. 160). Ponadto niekorzystne zmiany stóp procentowych, kursy papierów wartościowych czy kursy walutowe, jak również ceny surowców oraz produktów mają poważny wpływ na ryzyko finansowe, ponieważ są trudne do przewidzenia, a jednocześnie są przyczyną kształtowania się wielkości wyniku finansowego osiąganego przez podmiot (Kaczmarek, 1999, s. 39).

## **2. Wskaźniki wykorzystywane do oceny zarządzania ryzykiem w działalności gospodarczej**

Analitycy badający ryzyko związane z działalnością gospodarczą dotyczącą danego podmiotu mają wiele narzędzi, które pozwalają ocenić kondycję finansową oraz ekonomiczną przedsiębiorstwa. Jedną z najczęściej stosowanych metod, która służy do identyfikacji i pomiaru ryzyka związanego z funkcjonowaniem podmiotu gospodarczego, jest analiza finansowa opierająca się na wskaźnikach finansowych (Jedynak, 2010, s. 60). Dzięki tym wskaźnikom można znacznie uprościć cały proces oceny ryzyka, ponieważ przyczyniają się one do syntetycznej charakterystyki sytu-

acji ekonomicznej badanego przedsiębiorstwa. Do przeprowadzenia procesu identyfikacji oraz oceny ryzyka niezbędne są dane wejściowe, na podstawie których zostaną obliczone wybrane wskaźniki (Jedynak, 2010, s. 62). Oczywiście bardzo istotnym elementem jest pozyskanie aktualnych oraz rzetelnych danych. Najbardziej autentycznymi, a zarazem uzupełnianymi na bieżąco źródłami danych są sprawozdania finansowe jednostek gospodarczych. Przy bieżącej ocenie ryzyka w literaturze można odnaleźć wiele klasyfikacji wskaźników analizy finansowej. Część autorów opisuje analizę wskaźnikową, dokonując podziału na cztery grupy, inni wyróżniają pięć grup, z kolei jeszcze inni nie ustalają żadnej klasyfikacji, przedstawiając każdy wskaźnik z osobna (Jedynak, 2010, s. 62). Klasyfikacja dzieląca wskaźniki finansowe na pięć grup obejmuje (Jedynak, 2010, s. 62):

- wskaźniki rentowności – będące stosunkiem wypracowanego zysku do zainwestowanego kapitału i służące do oceny stopnia dochodowości przedsiębiorstwa; gdy podmiot wykazuje dodatnią rentowność na wszystkich poziomach rachunku wyników, jest to przyczyną zmniejszenia możliwości ogłoszenia upadłości,
- wskaźniki płynności – wysokość tych wskaźników determinuje stopień wypłacalności firmy, czyli jej zdolność do płacenia terminowych zobowiązań; wskaźniki te informują, czy przedsiębiorstwo jest gotowe na spłatę swoich zobowiązań poprzez upłynnienie środków obrotowych, innymi słowy, pokazują zdolność spółki do wywiązywania się ze zobowiązań krótkoterminowych,
- wskaźniki zadłużenia i stopnia pokrycia – pokazują stan zadłużenia firmy w momencie analizy; w chwili podjęcia decyzji dotyczącej pożyczki bądź kredytu bank powinien sprawdzać zdolność podmiotu każdorazowo odnośnie do zaciągania kolejnego zobowiązania,
- wskaźniki sprawności działania – określane również jako wskaźniki rotacji, przyczyniające się do pomiaru efektywności podmiotu w zakresie wykorzystania zasobów majątkowych; rotacja to obrót składników majątkowych (szybkość, z jaką zmieniają one swoją wartość); dostarczają informacji na temat, jak spółka zarządza swoimi zasobami,
- wskaźniki struktury majątku i kapitału – są przydatne dla nowo powstałych oraz rozwijających się spółek, ponieważ pozwalają na weryfikację prawidłowości zrównoważonego wzrostu; dzięki nim można w prosty sposób zidentyfikować podstawowe wielkości, które znajdują się w sprawozdaniu finansowym.

Analiza wskaźnikowa jest bardzo pomocnym narzędziem służącym do szybkiego oraz efektywnego ocenienia ryzyka działalności gospodarczej pod każdym względem i na podstawie różnorodnego zestawu wskaźników.

### 3. Wskaźnikowa analiza rentowności

Klasycznego pomiaru analizy rentowności dokonuje się za pomocą trzech grup wskaźników (Stępień, 2013, s. 106): ROE – rentowność kapitału własnego, ROA – rentowność aktywów oraz ROS – rentowność sprzedaży. Najpopularniejszym oraz najczęściej stosowanym wskaźnikiem rentowności sprzedaży jest wskaźnik ROS, wyższy jego poziom oznacza bardziej opłacalną sprzedaż. Jego wielkość w dużej mierze zależy od rodzaju działalności przedsiębiorstwa, ponieważ niższa marża jednostkowa związana jest z krótkim cyklem produkcyjnym oraz możliwościami szybszej sprzedaży produktów (Sierpińska, Jachna, 2004, s. 197).

Z kolei najpowszechniejszą miarą służącą do oceny zyskowności jest ROA, nazywany również stopą zwrotu z aktywów. Wskaźnik obrazuje wypracowanie zysków ze wszystkich możliwych składników majątku przedsiębiorstwa oraz informuje, ile zysku netto przypada na każdą złotówkę posiadanych aktywów ogółem (Wypych, 2000, s. 218). Wyższy poziom tego wskaźnika oznacza korzystniejszą sytuację majątkową podmiotu (Miształ, 2015, s. 99).

Jednakże najważniejszym wskaźnikiem jest ROE, który służy do oceny kondycji finansowo-majątkowej podmiotu gospodarczego. Wykorzystywany jest do oceny stopy zwrotu z kapitału wniesionego do spółki przez akcjonariuszy (Wypych, 2000, s. 219). Jest to miara korzyści, które mogą zostać uzyskane z tytułu zaangażowania właścicieli w działalność gospodarczą. Dla przedsiębiorców wysoki poziom rentowności kapitałów własnych jest podstawowym warunkiem wyboru inwestycji w daną działalność. Przedsiębiorstwo posiadające stały oraz wysoki poziom ROE uzyskuje przewagę rynkową, a to z kolei możliwe jest dzięki inwestowaniu, posiadaniu wyrobionej marki oraz kreowaniu innowacji (Miształ, 2015, s. 100–101).

#### 4. Wyniki badań dla przedsiębiorstw z sektora spożywczego (cukierniczego)

Lata 2010–2014 dla trzech podmiotów (Wawel, Mieszko oraz ZPC Otmuchów) reprezentujących sektor wytwórców słodczy na GPW były korzystne pod względem poziomu sprzedaży (tab. 1).

Tabela 1. Sprzedaż sektora cukierniczego

Sprzedaż (w tys. PLN)	2010	2011	2012	2013	2014
Wawel S.A.	377 637	465 146	555 897	595 645	594 161
Mieszko S.A.	263 982	314 729	359 386	350 018	–
ZPC Otmuchów S.A.	153 534	185 467	215 872	193 345	179 281

Źródło: Opracowanie własne na podstawie skonsolidowanych raportów rocznych (baza EMIS, 2.02.2016).

Niestety, dla spółki Mieszko SA brak jest danych oraz obliczeń za 2014 rok, co jest wynikiem wykluczenia z GPW z obrotu akcji tego przedsiębiorstwa z dniem 31 grudnia 2014 roku, o czym informuje Serwis Ekonomiczny ([www.biznes.pap.pl](http://www.biznes.pap.pl), 8.02.2016). W badanym przedziale czasowym pod względem wartości sprzedaży na pierwszym miejscu znajduje się Wawel S.A., drugie miejsce pomimo braku danych w ostatnim roku zajmuje Mieszko S.A., trzecie z kolei miejsce przypada spółce ZPC Otmuchów S.A.

Pierwszą firmą pod względem sprzedaży jest Wawel S.A., będący jedną z najstarszych fabryk cukierniczych w Polsce. W swojej ofercie posiada kilkadziesiąt rodzajów produktów: w tym czekolady, bombonierki, wafle, batony, karmelki, kakao ([www.money.pl](http://www.money.pl), 8.02.2016). Wskaźnikową analizę rentowności przedstawiono w tabeli 2.

Tabela 2. Wskaźniki rentowności spółki – Wawel S.A.

Rok	2010	2011	2012	2013	2014
ROE (%)	21,8	21,6	21,3	21,6	20,5
ROA (%)	16,3	15,0	15,2	16,0	15,9
ROS (%)	12,8	12,2	12,0	13,5	14,8

Źródło: Opracowanie własne na podstawie skonsolidowanych raportów rocznych (baza EMIS, 2.02.2016).

W badanym okresie wskaźnik rentowności kapitału własnego oraz rentowności aktywów uległ zmniejszeniu. ROA i ROE z roku na rok spadały, co oznacza dla spółki niekorzystną sytuację majątkową; świadczy to o tym, że przedsiębiorstwo posiada coraz mniejszą zdolność do generowania zysku. Wskaźnik ROS w dwóch ostatnich badanych latach wykazał tendencję wzrostową, co oznacza, że przedsiębiorstwo posiada bardziej opłacalną sprzedaż. Fakt ten potwierdza zasadność umieszczenia spółki na pierwszym miejscu wśród badanych podmiotów. Niestety, nie wszystkie mierniki oceny przedsiębiorstwa wykazują tendencję wzrostową, dlatego można martwić się o wystąpienie ryzyka upadłości, ale też z drugiej strony różnice występujące między tymi wskaźnikami nie są tak znaczące, by sugerowały podstawę do niewypłacalności bądź likwidacji działalności gospodarczej.

Mieszko S.A. jest znanym w Polsce producentem wyrobów cukierniczych. Firma ma w ofercie głównie cukierki (karmelki, żelki krówki), wyroby czekoladowe (bombonierki, praliny), wafelki oraz chałwy ([www.money.pl](http://www.money.pl), 8.02.2016). Wartości osiągniętych przez Spółkę wskaźników rentowności zamieszczono w tabeli 3.

Tabela 3. Wskaźniki rentowności spółki – Mieszko S.A.

Rok	2010	2011	2012	2013	2014
ROE (%)	10,3	6,0	2,9	18,2	-
ROA (%)	5,0	1,9	0,9	6,9	-
ROS (%)	4,6	2,5	1,1	8,7	-

Źródło: Opracowanie własne na podstawie skonsolidowanych raportów rocznych (baza EMIS, 2.02.2016).

Pomimo że brak danych z ostatniego roku nie pozwolił na wyliczenia wskaźników, można zauważyć bardzo zaskakującą sytuację. W latach 2010–2012 z roku na rok wszystkie wartości znacznie maleją, ale w roku 2013, tj. poprzedzającym wyjście z GPW, wszystkie w ogromnym stopniu wzrastają. ROE w 2013 roku w porównaniu do 2012 roku wzrósł o 15,2 punktu procentowego, tj. 527,6%, ROA analogicznie o 6 punktów procentowych, czyli o 690,9%, zaś ROS wzrósł o 7,6 punktów procentowych, co oznacza wzrost o 666,7%. niespotykanym jest fakt, że pomimo tak dobrych rokowań, które nie wskazują na żadnego rodzaju ryzyko zagrożeń, spółka została wykluczona z GPW. Na podstawie powyższych danych można śmiało więc stwierdzić, że ten biznes był bardzo atrakcyjny oraz stwarzał realne perspektywy dalszego rozwoju.

Trzecie miejsce wśród analizowanych podmiotów przypada ZPC Otmuchów S.A., który produkuje i sprzedaje wyroby z następujących grup asortymentowych: słodycze, wyroby śniadaniowe, słone przekąski (www.money.pl, 8.02.2016).

Tabela 4. Wskaźniki rentowności – ZPC Otmuchów S.A.

Rok	2010	2011	2012	2013	2014
ROE (%)	9,1	4,4	5,1	4,3	6,0
ROA (%)	5,9	2,4	2,9	2,7	3,8
ROS (%)	6,5	2,8	2,9	2,8	4,5

Źródło: Opracowanie własne na podstawie skonsolidowanych raportów rocznych (baza EMIS, 2.02.2016).

Wartości wszystkich trzech wskaźników w latach 2010–2014 wykazują zmienną tendencję, tzn. na przemian spadkową i wzrostową (por. tab. 4). Jednak w porównaniu do 2010 roku obserwujemy spadek wielkości w 2014 roku. Jest to niekorzystna sytuacja dla przedsiębiorstwa, która może doprowadzić do ryzyka zagrożonego likwidacją bądź ogłoszeniem upadłości. Przy spadku wskaźnika ROE firma posiada mniejszą zdolność do generowania zysku z każdej złotówki kapitału własnego. Niestety, firma na podstawie obliczonych wskaźników nie daje zdecydowanych podstaw do dobrych rokowań na przyszły stabilny rozwój. Podstawą do takich wniosków może być ocena poprzednich podmiotów, gdzie sytuacja w badanym okresie ulega znaczącej i ciągłej poprawie.

## Podsumowanie

Z przeprowadzonej wskaźnikowej oceny rentowności trzech podmiotów z sektora cukierniczego wynika, że zarządzanie ryzykiem finansowym w działalności gospodarczej jest nie do przewidzenia. Spółka Wawel SA na przestrzeni badanego okresu osiąga wyniki najlepsze z trzech przeanalizowanych podmiotów. Wielkość wskaźników może świadczyć o tym, że w najbliższym czasie nie będzie miała problemów związanych z regulowaniem zobowiązań oraz obsługą zadłużenia. Podejmowanie ryzyka finansowego jest jednak w pewnym sensie nieodłącznym elementem rozwijania firmy, czy chociażby nawiązywania nowych kontaktów handlowych. Ryzykowna może się okazać działalność podmiotu, który z początku nie budził żadnych podejrzeń, czego przykładem może być spółka Mieszko SA. Z kolei firma ZPC Otmuchów SA jest przykładem nieefektyw-



nego zarządzania przedsiębiorstwem. Przejawem tego są pogarszające się wyniki, które mogą świadczyć o konieczności skorzystania z kapitału obcego, co spowoduje wzrost ryzyka finansowego. Jednak pozytywnym skutkiem takiego działania może być wystąpienie efektu lewarowania (dźwigni finansowej) powodującego wzrost rentowności kapitału własnego. Z drugiej strony koszty pozyskania kapitałów obcych (odsetki) mogą być na tyle wysokie, że znajdzie się ona w jeszcze gorszej sytuacji ekonomicznej i tym samym nie będzie w stanie dokonać spłaty długu, ani ponieść kosztów jego obsługi.

## Literatura

- Baker, S.P. (2000). *Injury Prevention and Control*. London–New York: Taylor & Francis.
- Chong, T.T., Brown, E.M. (2001). *Zarządzanie ryzykiem projektu*. Kraków: Dom Wydawniczy ABC–Oficyna Ekonomiczna.
- Holliwell, J. (2001). *Ryzyko finansowe. Metody identyfikacji i zarządzania ryzykiem finansowym*. Warszawa: Liber.
- Jajuga, K., Jajuga, T. (2008). *Inwestycje – instrumenty finansowe, aktywa niefinansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*. Warszawa: PWN.
- Jedynak, T. (2010). Ryzyko w działalności gospodarczej – metody oceny oraz techniki zarządzania. *Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Bochni*, 8, 59–73.
- Kaczmarek, T.T. (1999). *Zarządzanie ryzykiem handlowym i finansowym dla praktyków*. Gdańsk: Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr.
- Misztal, A. (2015). Analiza rentowności spółek przemysłu surowcowego indeksu WIG20. *Nauki o Finansach*, 2 (23), 96–109.
- Rytel, O. (2010). Zarządzanie ryzykiem działalności gospodarczej. *Administracja i Zarządzanie*, 85, 157–168.
- Sierpińska, M., Jachna, T. (2004). *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*. Warszawa: PWN.
- Skalik, J. (2004). *Zmiana warunkiem sukcesu. Zmiana a innowacyjność organizacji*. Wrocław: Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego.
- Stępień, K. (2013). Definicyjne i metodyczne problemy rentowności. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie*, 920, 101–110.
- Williams, C.A., Smith, M.L., Young, P.C. (2002). *Zarządzanie ryzykiem a ubezpieczenia*. Warszawa: PWN.
- Wypych, M. (2000). *Finanse przedsiębiorstw z elementami zarządzania i analizy*. Łódź: Wyd. Absolwent.
- [http://www.money.pl/gielda/spolki-gpw/PLMSZKO00010,o\\_firmie.html](http://www.money.pl/gielda/spolki-gpw/PLMSZKO00010,o_firmie.html) (8.02.2016).
- [http://www.money.pl/gielda/spolki-gpw/PLWAWEL00013,o\\_firmie.html](http://www.money.pl/gielda/spolki-gpw/PLWAWEL00013,o_firmie.html) (8.02.2016).
- [http://www.money.pl/gielda/spolki-gpw/PLZPCOT00018,o\\_firmie.html](http://www.money.pl/gielda/spolki-gpw/PLZPCOT00018,o_firmie.html) (8.02.2016).
- <http://www.biznes.pap.pl> (9.02.2016).

**FINANCIAL RISK MANAGEMENT IN ENTERPRISE – FOOD SECTOR (CONFECTIONERY)****Abstract**

The article focuses on the financial risk management in business. The author defines the concept of risk management in an enterprise and differentiates financial risk from operational risk in order to identify these two concepts. The article also discusses the selected set of risk assessment indicators. The research is based on three entities: Wawel SA, Mieszko SA and ZPC Otmuchów SA from the sector of candy makers listed on the Warsaw Stock Exchange. These entities are the largest companies from the confectionery sector in terms of sales volume for the period of 2010–2014. In order to perform a comprehensive and reliable analysis of the profitability indicator it was necessary to gather the source data from the abovementioned companies' profit and loss accounts as well as balance sheets.

*Translated by Mirela Romanowska*

**Keywords:** management, risk, profitability

**Kody JEL:** G24, G32