BIBLIOTEKA NAUKI

Piotr Szymański

Zarządzanie majątkiem obrotowym w procesie kreowania wartości przedsiębiorstwa

Mojej Żonie i Synkowi

ŁÓDŹ 2007
WYDAWNICTWO PETROS

Praca doktorska napisana na Wydziale Gospodarki Narodowej w Katedrze Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstwa Akademii Ekonomicznej im. O. Langego we Wrocławiu w 2005 roku.

Promotor
prof. dr hab. inż. Tadeusz Dudycz

Recenzenci
prof. zw. dr hab. Ber Haus
prof. dr hab. Elżbieta Mączyńska

Korekta wydawnicza, przygotowanie publikacji elektronicznej
Piotr Wdowiak

Projekt okładki
Tomasz Przybył

Praca naukowa finansowana ze środków Komitetu Badań Naukowych w latach 2004/2005 jako projekt badawczy.

© Copyright by Piotr Szymański
© Copyright by Wydawnictwo Petros

Wszystkie prawa zastrzeżone. Publikacja ta zarówno w całości, jak i we fragmentach nie może być reprodukowana w sposób elektroniczny, fotograficzny i inny bez zezwolenia Wydawcy.

ISBN 978-83-89324-00-9

Wydawca: Wydawnictwo Petros
ul. Oszczepowa 77 94-123 Łódź
tel. fax (042) 258-77-01
e-mail: petros@petros.com.pl http://www.petros.com.pl

Spis treści

Wstęp 7

1. Wartość przedsiębiorstwa – istota, znaczenie i czynniki ją determinujące 13
1.1. Geneza koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa 13
1.1.1. Przesłanki pojawienia się koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa 15
1.1.2. Zalety koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa 22
1.1.3. Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a inne koncepcje zarządzania 29
1.2. Czynniki determinujące wartość przedsiębiorstwa 33
1.2.1. Wartość przedsiębiorstwa i czynniki decydujące o niej 33
1.2.2. Wartość przedsiębiorstwa a wartość dla właścicieli 43
1.3. Mierniki efektywności oparte na wartości przedsiębiorstwa 48
1.4. Koncepcja zarządzania wartością przedsiębiorstwa w praktyce, perspektywy rozwoju 55
1.4.1. Perspektywy rozwoju koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa w Europie 60
1.4.2. Koncepcja zarządzania wartością przedsiębiorstwa w Polsce 61

2. Podstawy teoretyczne zarządzania majątkiem obrotowym 63
2.1. Majątek obrotowy – wprowadzenie 63
2.1.1. Majątek obrotowy jako składnik aktywów przedsiębiorstwa 63
2.1.2. Charakterystyka majątku obrotowego polskich przedsiębiorstw 67
2.1.3. Cykl operacyjny przedsiębiorstwa 72
2.1.4. Strategie zarządzania majątkiem obrotowym 76
2.2. Zarządzanie zapasami 85
2.2.1. Zapasy jako składnik aktywów przedsiębiorstwa 85
2.2.2. Metody zarządzania zapasami 96
2.2.3. Strategie zarządzania zapasami 107
2.2.4. Mierniki wykorzystywane w analizie zapasów 112
2.3. Zarządzanie należnościami 114

2.3.1. Należności jako składnik aktywów przedsiębiorstwa 114
2.3.2. Obszary zarządzania należnościami 118
2.3.2.1. Ocena wiarygodności odbiorcy 121
2.3.2.2. Kalkulacja cen oraz określenie terminów płatności 126
2.3.2.3. Monitorowanie należności, windykacja i faktoring 135
2.3.3. Strategie zarządzania należnościami 138
2.3.4. Mierniki wykorzystywane w analizie należności 143
2.4. Zarządzanie środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami 148
2.4.1. Środki pieniężne i ich ekwiwalenty jako składnik aktywów przedsiębiorstwa 148
2.4.2. Metody zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami 153
2.4.3. Strategie zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami 167
2.4.4. Mierniki wykorzystywane w analizie środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami 171
2.5. Oddziaływanie zarządzania majątkiem obrotowym na proces kreacji wartości przedsiębiorstwa 174
2.5.1 Składniki majątku obrotowego jako element wartości przedsiębiorstwa 174
2.5.2 Wpływ zarządzania majątkiem obrotowym na wartość parametrów *EVA* i *CVA* 177
2.5.3 Wpływ zarządzania majątkiem obrotowym na wartość parametru *SVA* 185
2.5.4 Wpływ zarządzania majątkiem obrotowym na wartość parametru *CFROI* 192

3. Praktyka polskich przedsiębiorstw w zakresie zarządzania majątkiem obrotowym i jego wpływu na proces kreowania wartości przedsiębiorstwa 201
3.1. Charakterystyka oraz metodyka badań 201
3.1.1. Przedmiot badań 201
3.1.2. Charakterystyka próby badawczej 203
3.1.3. Metodyka badań 207
3.2. Wyniki badań empirycznych 212
3.2.1. Identyfikacja realizowanych strategii zarządzania majątkiem obrotowym 212
3.2.1.1. Wyniki uzyskane na podstawie badań ankietowych 212
3.2.1.2. Wyniki badań sprawozdań finansowych 225

3.2.2. Identyfikacja i ocena efektów zarządzania wartością przedsiębiorstwa 249
3.2.2.1. Wyniki uzyskane na podstawie badań ankietowych oraz badań sprawozdań finansowych 249
3.2.2.2. Wpływ realizowanych strategii zarządzania majątkiem obrotowym na wartość przedsiębiorstwa 257
3.3. Wnioski końcowe 277

4. Propozycje modyfikacji narzędzi wykorzystywanych w zarządzaniu majątkiem obrotowym na potrzeby koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa 281
4.1. Modyfikacja metod i narzędzi wykorzystywanych w zarządzaniu majątkiem obrotowym dla potrzeb koncepcji zarządzania wartości 281
4.1.1. Propozycje usprawniające zarządzanie źródłami finansowania majątku obrotowego 281
4.1.2. Określanie zapotrzebowania na zewnętrzne środki finansowania 289
4.1.3. Określanie upustów i terminów płatności 292
4.2. Nowe metody do wykorzystania w zarządzaniu majątkiem obrotowym 303
4.2.1. Propozycja nowego sposób obliczania *EOQ* 303
4.2.2. Monitorowanie wartości zapasów 306
4.2.3. Analiza wiarygodności kredytowej odbiorców 307
4.2.4. Monitorowaniem środków pieniężnych i ich ekwiwalentów 312
4.2.5. Ewidencja zdarzeń gospodarczych według wartości bieżącej 315

Zakończenie 318

Spis tabel, rysunków i wykresów 323

Bibliografia 337

Wstęp

W ostatnich latach w nurt wieloletnich dyskusji na temat podstawowego celu funkcjonowania przedsiębiorstwa wpisała się koncepcja zarządzania wartością – *VBM* (*value based management*), która za nadrzędny cel istnienia przedsiębiorstwa stawia tworzenie wartości dla jego właścicieli. Do głównych przesłanek pojawienia się tej idei należą przyrost i ekspansja prywatnego kapitału, globalizacja rynków i rewolucja informatyczna. Realizacja tej koncepcji niesie korzyści dla przedsiębiorstw oraz dla całej gospodarki, gdyż koncentracja na wartości dla właścicieli sprzyja wzrostowi wydajności i uwalnia zasoby, co w perspektywie jest korzystne dla wszystkich zainteresowanych: na poziomie krajowym zwiększa się możliwość zatrudnienia, ponieważ dystrybucja tworzonej wartości uwalnia więcej dochodu netto w gospodarce, dzięki czemu większa część dochodu może zostać przeznaczona na cele konsumpcyjne, co z kolei sprawia, że przedsiębiorstwa zyskują dodatkowe możliwości rozwoju.

Koncepcja *VBM* uzyskała najmocniejszą pozycję, w sferze zarówno myśli teoretycznej, jak i praktycznej w Stanach Zjednoczonych. Z biegiem czasu (poprzez rynki kapitałowe) rozprzestrzeniła się w całej Europie, dotarła również do Polski. Wielu ekonomistów upatruje w niej jedno ze źródeł sukcesu amerykańskiej gospodarki. Wagę tej koncepcji dla sprawnego funkcjonowania gospodarek poszczególnych krajów potwierdza dyskusja przetaczająca się po Europie na temat ładu korporacyjnego. W Polsce dostrzeżono także zmiany zachodzące w sposobie formułowania celów przedsiębiorstwa. Ich efektem jest wprowadzanie na warszawską Giełdę Papierów Wartościowych „Kodeksu dobrych praktyk", w którym jednym z głównych punktów jest deklaracja przedsiębiorstw o tworzeniu wartości dla właścicieli.

Niemały wpływ na popularność tej koncepcji w Polsce miała reforma systemu ubezpieczeń społecznych, która spowodowała powstanie nowych inwestorów instytucjonalnych – funduszy emerytalnych. Organizacje te, tak jak to miało miejsce wcześniej w innych krajach, wymuszają na przedsiębiorstwach większą dbałość o interes właścicieli. Ten proces powoli zachodzi na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW), a z czasem, za pośrednictwem banków, funduszy inwestycyjnych oraz przez wzajemne powiązania między przedsiębiorstwami, obejmie pozostałe przedsiębiorstwa.

Zjawisko to daje możliwość poprawienia efektywności przedsiębiorstw oraz zwiększenia szans rozwojowych polskiej gospodarki. Z powyższych przyczyn sprawą istotnie ważną jest zdiagnozowanie obecnej sytuacji w zakresie kreowania wartości i sprawdzenie jaka część polskich przedsiębiorstw zwiększa swoją wartość. W Polsce dyskusja w środowisku naukowym nad koncepcją zarządzania wartością rozpoczęła się stosunkowo niedawno, a mimo to zaowocowała szeregiem prac o charakterze teoretycznym i praktycznym. Od kilku lat na wielu konferencjach naukowych poruszana jest problematyka *VBM.* Do głównych prac z tego zakresu o charakterze teoretycznym można zaliczyć opracowania m.in.: M. Marcinkowskiej[1], T. Dudycza[2], M. Michalskiego[3], T. Waśniewskiego i W. Skoczylasa[4], D. Wędzkiego[5], A. Rutkowskiego[6] oraz pracę zbiorową pt. *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a struktura akcjonariatu*[7]. Natomiast praktyczną stroną tego zagadnienia zajmowali się dotychczas: W. Majdzik[8], R. Stepnowski[9], E. Mączyńska i M. Zawadzki[10], A. Szablewski[11], E. Mączyńska i L. Pietrewicz[12], M. Siudak[13] oraz A. Cwynar i W. Cwynar [14].

Jedne z pierwszych badań nad tworzeniem wartości przeprowadzili Majdzik i Stepnowski. Badania obejmowały kilka wybranych spółek warszawskiej giełdy. Wyniki badań były bardzo pesymistyczne, jako że wielkości *EVA* dla większości spółek były ujemne. Wnioski płynące z badań w pracy Mączyńskiej i Zawadzkiego były również raczej pesymistyczne. Brakuje bowiem w Polsce korelacji między płacami menadżerów a wartością zarządzanych przez nich spółek. Jednocześnie zarówno właściciele, jak i zarządy spółek nadmierną uwagę koncentrują na wskaźnikach opartych na zysku. Kolejna praca pod redakcją Szablewskiego była studium przypadków korporacji amerykańskich. W pracy Mączyńskiej

---

[1] M. Marcinkowska, *Kształtowanie wartości firmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000.
[2] T. Dudycz, *Finansowe narzędzia zarządzania wartością przedsiębiorstwa,,* Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2001.
[3] M. Michalski, *Zarządzanie przez wartość. Firma z perspektywy interesów właścicielskich*, WIG-Press Warszawa 2001.
[4] T. Waśniewski, W. Skoczylas, *Teoria i praktyka analizy finansowej przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2002.
[5] D. Wędzki, *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstw. Przepływy pieniężne dla właścicieli*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2002.
[6] A. Rutkowski, *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa 2003.
[7] *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a struktura akcjonariatu*, CeDeWu, Warszawa 2001.
[8] W.A. Majdzik, *Ewa czy Mewa: kapitał też kosztuje*, „Rzeczpospolita" nr 243/1996.
[9] R. Stepnowski, *Bankowa ekonomiczna wartość dodana*, „Parkiet – Gazeta Giełdy. Polski Rynek Kapitałowy" (dodatek) 1997/1998.
[10] E. Mączyńska, M. Zawadzki, *Tyle menedżerom, ile warte są ich firmy*, „Rzeczpospolita" 1998, nr 259.
[11] *Strategia wzrostu wartości firmy*, pod redakcją A. Szablewskiego, Poltex, Warszawa 2002.
[12] E. Mączyńska, L. Pietrewicz: *Zarządzanie wartością przedsiębiorstw – aspekty własnościowe (wyniki badań), w*: *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a struktura akcjonariatu*, CeDeWu, Warszawa 2001, s. 19-34.
[13] M. Siudak, *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Oficyna Wydawnicza Politechniki Warszawskiej, Warszawa 2001.
[14] A. Cwynar, W. Cwynar, *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej – koncepcje, systemy, narzędzia*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2002.

i Pietrewicza przedstawiono wyniki badań 200 dużych przedsiębiorstw ze sfery produkcyjnej, należących do państwa i sprywatyzowanych. Przedmiotem badań był wpływ formy (i struktury) własności, celów i jakości nadzoru właścicielskiego na zarządzanie wartością. Sprawdzono również wpływ zarządzania wartością dla pracowników. Dwie pozostałe prace prezentowały wyniki badań przeprowadzonych w Polsce i obejmujące przedsiębiorstwa giełdowe. W badaniach przeprowadzonych przez Siudaka uwzględniono 164 spółki notowane na GPW w grudniu 1998 r. (z wyjątkiem banków i ubezpieczycieli). Zakres badań obejmował analizę zarządzania wartością, którą przeprowadzono za pomocą mierników *MVA (market value added)* i *EVA (economic value added*^{TM}*)* na podstawie wyników spółek w latach 1995-98. Wniosek generalny płynący z tych badań był następujący: przebadane spółki marnotrawią zainwestowany kapitał, co nie gwarantuje im stabilnego, długoterminowego rozwoju. Marnotrawienie kapitału jest skutkiem realizowania inwestycji o ujemnych *NPV (net prezent value).* Z badań tych wynikało również, iż zarządy polskich przedsiębiorstw nie przywiązują należytej wagi do wartości rynkowej swoich firm i zarządzania wartością w ogólności. W pracy braci Cwynarów przedstawiono wyniki badań ankietowych przeprowadzonych na 38 spółkach notowanych na GPW (bez Narodowych Funduszy Inwestycyjnych) oraz badań wartości mierników *EVA, MVA* i *EBO* dla 209 spółek giełdowych w okresie od drugiego kwartału 1995 r. do czwartego kwartału 2000 roku. Z badań tych wynika, że większość spółek wykazuje ujemne wielkości *EVA,* jednocześnie z roku na rok przybywa tych, które tworzą dodatkową wartość dla swoich właścicieli.

W literaturze można spotkać również szereg rankingów klasyfikujących przedsiębiorstwa najczęściej przedsiębiorstwa giełdowe, ze względu na kreowaną przez nie wartość.[15] W Polsce przeprowadzano również badania w pod nazwą: *Measures That's Matter* w ramach szerszego międzynarodowego kontekstu, którymi objęto 152 największe przedsiębiorstwa z dziewięciu branż. Dotyczyły one ustalenia stosowanych w polskich firmach metod pomiaru i oceny wyników. Według autorów tych badań zbyt optymistyczne rezultaty analizy wynikają z niepełnego zrozumienia koncepcji *VBM*.

Jak wcześniej wspomniano, wnioski płynące z przywoływanych badań w większości były pesymistyczne. Wynikało z nich bowiem m.in., że większość przedsiębiorstw generuje ujemną *EVA*, właściciele i zarządy spółek nadmierną uwagę przywiązują do wskaźników opartych na zysku, a alokacja kapitału w przedsiębiorstwach jest mało efektywna. W niektórych z powyższych prac poza przybliżeniem istoty koncepcji *VBM* ujęto m.in.

[15] Rankingi takie przeprowadzały, np.: Gazeta Finansowa w 1998 r., Gazeta Bankowa w 1999 r., Rzeczpospolita w latach 2003 i 2004.

metodykę obliczania mierników efektu kreacji wartości przedsiębiorstwa. Jednakże metodyka ta miała charakter przybliżony ze względu na fakt, iż dotychczasowe publikacje źródłowe (publikacje twórców poszczególnych mierników) na temat koncepcji zarządzania wartością mają charakter ogólny, albowiem wiedza operacyjna jest dobrem chronionym amerykańskich firm konsultingowych.

Zdecydowana większość dotychczasowych badań przeprowadzonych w Polsce ze względu na dostępność danych dotyczyła tworzenia wartości przez spółki giełdowe. Ich wyniki są pesymistyczne. Publikacje na ten temat nie wskazywały jednak, co powoduje, że przedsiębiorstwa niszczą wartość (zamiast ją tworzyć) oraz jak próbować zmienić tę sytuację. Niektórzy autorzy (np. P.T. Finegan i A. Rapaport) sygnalizują, że jednym z istotniejszych czynników wpływających na wartość przedsiębiorstwa jest zarządzanie majątkiem obrotowym. W związku z tym w niniejszej pracy badania autora mają zweryfikować tezę, że: (I) z*arządzanie majątkiem obrotowym wywiera istotny wpływ na proces kreacji wartości przedsiębiorstwa*. Jak już wcześniej wspomniano, nowi inwestorzy instytucjonalni wywierają nacisk na przedsiębiorstwa, aby zwiększać wartość; oznacza to, że przedsiębiorstwa, które tego nie będą robić, będą miały kłopoty z pozyskaniem kapitału, gdyż będzie on uciekał do przedsiębiorstw, które tę wartość powiększają. Z tego wynika kolejna teza pracy mówiąca, że: (II) *przedsiębiorstwo, które chce istnieć i mieć zdolność do pozyskiwania kapitału, musi dbać o wzrost swojej wartości*.

Koncepcja *VBM* w Polsce jest w zasadzie nowa, jeszcze nie okrzepła i nie jest szeroko znana. Istnieje co prawda w świadomości wielu zarządów przedsiębiorstw giełdowych, lecz również wśród nich jej wdrażanie nie jest standardem. W większości polskich przedsiębiorstw dominuje przekonanie, że główną korzyścią dla właścicieli jest zysk księgowy. Jednak mimo, że nie przekłada się on ani na możliwość wypłaty dywidendy, ani na wartość przedsiębiorstwa, gdyż, jak pokazują badania, korelacja jest niewielka. W polskiej praktyce jest on jednak nadal uważany za główny parametr stosowany przy ocenie osiągnięć firmy. W ten sposób zaniedbywane są te parametry, które decydują o kreowaniu wartości przedsiębiorstwa, a tym samym korzyści dla właścicieli. W związku z tym kolejnymi tezami pracy są:

III. *Potencjał tkwiący w zarządzaniu majątkiem obrotowym w zakresie kreacji wartości nie jest w wystarczającym stopniu wykorzystywany przez polskie przedsiębiorstwa*.

IV. *Duża część polskich przedsiębiorstw nie zwiększa swojej wartości*.

Pojawienie się koncepcji *VBM* jest dobrym momentem, aby ponownie przyjrzeć się zarządzaniu zapasami, należnościami oraz środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami. Z przeprowadzonych studiów literaturowych wynika, że w Polsce do tej pory nie prowadzono

badań nad wpływem zarządzania majątkiem obrotowym na proces kreowania wartości przedsiębiorstwa. Problemem tym od strony teoretycznej zajmował się D. Wędzki w pracy pt. *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa. Przepływy pieniężne a wartość dla właścicieli*.

Niniejsza praca wpisuje się w prezentowany nurt badań i jest próbą pogłębienia dotychczas przeprowadzonych badań w obszarze zarządzania wartością przedsiębiorstwa z naciskiem na jeden z kluczowych czynników wartości, jakim jest zarządzanie majątkiem obrotowym. W związku z powyższym do głównych celów pracy należą:

1. Empiryczna weryfikacja wpływu zarządzania majątkiem obrotowym na „lukę wartości" oraz identyfikacja błędów popełnianych przez polskie przedsiębiorstwa w tym obszarze.
2. Opracowanie zasad optymalizacji zarządzania majątkiem obrotowym pod kątem wzrostu wartości przedsiębiorstwa.

Pierwszy z nadrzędnych celów ma charakter poznawczy, drugi zaś - aplikacyjny. Osiągnięcie celu poznawczego będzie wymagało odpowiedzi na następujące pytania:

1. Jak przedsiębiorstwa zarządzają majątkiem obrotowym?
2. Jak te działania wpływają na kreowaną przez przedsiębiorstwo wartość?
3. Jakie błędy popełniają w tym obszarze?
4. Jakie rezerwy tkwią w majątku obrotowym z punktu widzenia kreowania wartości przedsiębiorstwa?

Natomiast w ramach celu aplikacyjnego poszukiwane będą odpowiedzi na następujące pytania:

1. Jakie czynniki są istotne dla optymalizacji majątku obrotowego?
2. Jak zarządzać majątkiem obrotowym, aby wartość kreowana przez przedsiębiorstwo była jak największa?

Celom pracy podporządkowany został układ pracy, która ma charakter teoretyczno-empiryczny i składa się z czterech rozdziałów.

W pierwszym rozdziale omówiono genezę koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa, jej zalety oraz związki z innymi koncepcjami zarządzania przedsiębiorstwem. W dalszej kolejności przedstawiono czynniki determinujące wartość przedsiębiorstwa oraz wskaźniki służące do pomiaru efektu kreacji wartości przedsiębiorstwa. Zaprezentowano również przykłady stosowania tej koncepcji w praktyce. Rozdział ten kończą przewidywania dotyczące perspektyw rozwoju koncepcji zarządzania wartością. Rozważania prowadzone w tym rozdziale służyły wykazaniu wagi tej koncepcji dla przedsiębiorstw i całej gospodarki.

W drugim rozdziale omówiono składniki majątku obrotowego i ich znaczenie w cyklu operacyjnym przedsiębiorstwa. Następnie na podstawie studiów literaturowych i własnych

przemyśleń autora zaprezentowano naukowe metody zarządzania zapasami, należnościami oraz środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami, a także mierniki wykorzystywane w analizie ich struktury i efektywności. W dalszej części przedyskutowano stosowane klasyfikacje strategii zarządzania majątkiem obrotowym, poszczególnymi jego składnikami oraz źródłami ich finansowania. W ostatniej części tego rozdziału wykazano oddziaływanie zarządzania majątkiem obrotowym na proces kreacji wartości przedsiębiorstwa oraz na zmiany wartości parametrów *EVA, CVA (cash value added), SVA (shareholder value added)* i *CFROI (cash flow return on investment).*

Trzeci rozdział zawiera analizę praktyki polskich przedsiębiorstw w zakresie zarządzania majątkiem obrotowym i jego wpływ na proces kreowania wartości przedsiębiorstwa. W rozdziale tym przebadano przedsiębiorstwa z czterech województw (dolnośląskiego, lubuskiego, opolskiego i wielkopolskiego). Przedstawiono wyniki badań empirycznych uzyskane na podstawie 82 ankiet oraz 1734 sprawozdań finansowych 191 przedsiębiorstw za lata 1991-2003. Uzyskany materiał badawczy posłużył do zidentyfikowania strategii zarządzania majątkiem obrotowym oraz oceny efektów zarządzania wartością przedsiębiorstwa. Zasadniczym celem tego rozdziału było zweryfikowanie, na ile potencjał tkwiący w zarządzaniu majątkiem obrotowym w zakresie kreacji wartości jest wykorzystywany przez przedsiębiorstwa oraz jaka część przedsiębiorstw zwiększa swoją wartość.

Czwarty rozdział ma charakter postulatywny. Zaproponowano w nim modyfikacje narzędzi wykorzystywanych w zarządzaniu majątkiem obrotowym na potrzeby koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa. Propozycje te dotyczą metod i narzędzi wykorzystywanych w zarządzaniu majątkiem obrotowym ze względu na koszt kapitału, doprecyzowania istniejących metod i narzędzi wykorzystywanych w zarządzaniu majątkiem obrotowym na potrzeby koncepcji zarządzania wartości oraz zawierają sugestie co do nowych rozwiązań w tym zakresie.

W zakończeniu dokonano syntezy wniosków wynikających z rozważań teoretycznych i badań empirycznych.

Autor ma nadzieję, że wyniki badań skłonią do refleksji nad zarządzaniem przedsiębiorstwem oraz przyczynią się do identyfikacji luk, w zakresie kreowania wartości przedsiębiorstwa.

1. Wartość przedsiębiorstwa – istota, znaczenie i czynniki ją determinujące

1.1. Geneza koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa

Zarządzanie oznacza sposób postępowania. Jednak aby wiedzieć, jakie należy podejmować decyzje w tym zakresie, trzeba znać kierunek, w którym się zmierza. W związku z tym zarządzanie przedsiębiorstwem jest możliwe, gdy znany jest cel, dla którego istnieje przedsiębiorstwo. Kwestia celu przedsiębiorstwa jest jednym z najbardziej spornych problemów w teorii przedsiębiorstwa i teorii ekonomii[16]. Według teorii neoklasycznej celem przedsiębiorstwa jest maksymalizacja zysku[17], warunkiem maksymalizacji zysku zaś zrównanie kosztów krańcowych z przychodem krańcowym. Jednak teoria neoklasyczna spotkała się z szeregiem zastrzeżeń. Posiada ona wiele teorii alternatywnych; np. menedżerskie teorie firmy czy też teorie behawioralne[18]. Teorie menedżerskie stawiają jako nadrzędny cel przedsiębiorstwa:

- maksymalizację sprzedaży,
- maksymalizację użyteczności dla menedżerów,
- maksymalizację wzrostu – powiększanie aktywów przedsiębiorstwa.

W teorii behawioralnej z punktu widzenia celu funkcjonowania przedsiębiorstwa można wyróżnić dwa nurty. Pierwszy z nich głosi, że celem przedsiębiorstwa jest osiągnięcie minimalnego zysku, jaki satysfakcjonowałby właścicieli, drugi zaś przyjmuje, że w związku z tym, iż w przedsiębiorstwie funkcjonuje wiele grup o różnych celach, których nie można

[16] Szerzej na temat celu przedsiębiorstwa [w:] T. Gruszecki, *Współczesne teorie przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 155-250.

[17] W praktyce cel ten jest rozumiany w sposób uproszczony, maksymalizowany jest bowiem zysk księgowy, a nie ekonomiczny.

[18] Zbliżoną klasyfikację teorii przedsiębiorstwa z podziałem na teorie: menedżerskie i interesariuszy (*shareholders*) prezentuje Sz. Cyfert, *Kreowanie wartości przez organizację w perspektywie teorii firmy*, [w:] *Nowe kierunki w zarządzaniu przedsiębiorstwem – między teorią a praktyką.* pod. redakcją H. Jagody, J. Lichtarskiego. Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu nr 1014. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2004, s. 25-32.

maksymalizować równocześnie, należy zatem mówić o „wiązce celów", którą powinno realizować przedsiębiorstwo. Według Cyerta i Marcha do „wiązki celów" należą [19]:

- realizacja zaplanowanego poziomu produkcji,
- utrzymanie poziomu zaopatrzenia zapewniającego płynność produkcji i bezpieczeństwo zapasów,
- realizacja założonego poziomu sprzedaży,
- utrzymanie i zwiększanie udziału w rynku,
- zysk.

Przedstawione powyżej rozważania teoretyczne nie muszą przekładać się na praktykę, tym bardziej że w praktyce gospodarczej funkcjonuje wiele typów przedsiębiorstw [20]:

- przedsiębiorstwo prywatne bez najemnej siły roboczej (*family business*),
- przedsiębiorstwo prywatne jednoosobowe (*proprietorship*),
- przedsiębiorstwo prywatne jako własność na częściach ułamkowych (*partnership*),
- przedsiębiorstwo prywatne jako własność na częściach ułamkowych (*corporation*).

Dla przedsiębiorstw rodzinnych bez najemnej siły roboczej głównym celem funkcjonowania jest zwykle zapewnienie bezpieczeństwa finansowego członkom rodziny i utrzymanie kontroli nad firmą. W przedsiębiorstwach prywatnych jednoosobowych funkcje zarządzania sprawuje najczęściej właściciel. W związku z tym może on formułować cel przedsiębiorstwa w sposób dowolny. Praktyka pokazuje, że tego typu przedsiębiorstwa maksymalizują korzyści dla właściciela, jednocześnie minimalizując zyski podatkowe, o ile pozwalają na to przepisy podatkowe. Gros rozważań teoretycznych nad celem przedsiębiorstwa koncentruje się jednak na dwóch ostatnich typach przedsiębiorstw, w których często własność jest oddzielana od zarządzania.

W przedsiębiorstwach tych bardzo popularne stało się realizowanie interesów wszystkich interesariuszy. Tak definiowany cel przedsiębiorstwa jest jednak coraz częściej podważany. Do krytyki tej przyłącza się Drucker: „Dotychczas, twierdzenie, że przedsiębiorstwa, a w szczególności duże korporacje, powinny być zarządzane wyłącznie i przede wszystkim w interesie ich udziałowców nigdzie nie było zbyt popularne. W Stanach Zjednoczonych, od końca lat 20., przeważające (może przeważał pogląd, że), chociaż niejasno sprecyzowane twierdzenie mówiło, że przedsiębiorstwo powinno być zarządzane dla wspólnej korzyści

[19] R.M. Cyert, J.G. March, *A Behavioural Theory of the Firm*, Blackwell Businss, Cambridge 1992. za: T. Gruszecki, *Współczesne teorie przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 187.
[20] *Podstawy nauki o przedsiębiorstwie*, praca zbiorowa pod redakcją J. Lichtarskiego, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2003, s. 70.

klientów, pracowników, udziałowców itd. – co w rzeczywistości oznaczało, że nie powinno być ono komukolwiek podporządkowane. Podobne założenia przyjmowano w Wielkiej Brytanii. W Japonii, Niemczech i Skandynawii cel, jaki przyświeca działalności dużych przedsiębiorstw, był i nadal jest postrzegany w kategorii stworzenia i utrzymania społecznej harmonii, co faktycznie oznacza, że działalność przedsiębiorstwa prowadzona jest w interesie pracowników. Te tradycyjne poglądy nie są już dzisiaj aktualne i wymagają zweryfikowania."[21] Obecnie w świecie nauki przeważa teoria, iż celem istnienia przedsiębiorstw jest powiększanie jego wartości, a przez to zwiększanie wartości dla jego właścicieli.[22] Cel ten jest głównym hasłem koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa – *VBM* (ang. *value based management*), która będzie przedmiotem dalszych rozważań.

1.1.1. Przesłanki pojawienia się koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa

Po okresie wczesnego kapitalizmu, który miał miejsce na przełomie XIX i XX w., nastała era kapitalizmu menedżerskiego, charakteryzującego się daleko posuniętym oddzieleniem funkcji właścicielskiej od funkcji zarządczej. W związku z ścieraniem się różnych grup interesu w przedsiębiorstwie (właścicieli, menedżerów, pracowników) oraz podmiotów zewnętrznych utrwaliło się przekonanie, że głównym celem przedsiębiorstwa jest przetrwanie, a w dalszej kolejności maksymalizacja zysku.[23] Próba pogodzenia wymienionych trzech grup interesu w przedsiębiorstwie wymaga realizacji przez przedsiębiorstwo zadań ekonomicznych i społecznych jednocześnie. W praktyce jest to bardzo trudne. Mnogość tych zadań poważnie ogranicza skuteczne zarządzanie przedsiębiorstwem, jednocześnie stając się podstawą do niekończących się dyskusji, czyje interesy powinny być realizowane w pierwszej kolejności. Przedsiębiorstwa funkcjonujące na podstawie tego modelu mają kłopoty m.in. z konstruowaniem planów i z rozliczaniem wyników. W efekcie mogą działać nie dość efektywnie, co może przynieść negatywne skutki ogólnospołeczne. Może bowiem prowadzić do marnowania zasobów i spowolnienia rozwoju gospodarki kraju. Nakładanie na przedsiębiorstwo realizacji tak rozbieżnych celów, jak: produkcyjne, pomnażania kapitału, wychowawcze, kulturalne,

---

[21] P.F. Drucker, *Zarządzanie w XXI wieku*, Muza, Warszawa 2000, s. 60.

[22] Zob.: T. Waśniewski, W. Skoczylas, *Teoria i praktyka analizy finansowej w przedsiębiorstwie*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2002, s. 373; E.A. Helfert, *Techniki analizy finansowej*, PWE Warszawa 2004, s. 21; M. Siudak, *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Oficyna Wydawnicza Politechniki Warszawskiej, Warszawa 2001, s. 5; M. Michalski, *Zarządzanie przez wartość. Firma z perspektywy interesów właścicielskich*, WIG-Press, Warszawa 2000; s. 15; E.F. Brigham, L.C. Gapenski, *Zarządzanie finansami*, PWE Warszawa 2000, t. 2, s. 44.

[23] Zob. *Podstawy nauki o* ... wyd. cyt., s. 52.

ekologiczne itp. prowadzi do tego, że przedsiębiorstwa, chcąc osiągnąć wiele celów, w praktyce żadnego nie realizują dobrze, a wielu nie realizują wcale. Mnogość celów stwarzała również poważne bariery dla skutecznego zarządzania, takie jak: niemożność tworzenia spójnych i długoterminowych planów strategicznych, rozmywanie systemów pomiaru efektywności, a co za tym idzie, powoduje trudności w budowaniu systemów motywacyjnych. Kwestie: czyje interesy powinny być uwzględniane w pierwszej kolejności i jak można godzić sprzeczności w tym zakresie, stanowią zawsze przedmiot burzliwych dyskusji. Natomiast w praktyce to siła przetargowa określonej grupy związanej z przedsiębiorstwem decyduje, czyj interes stoi na pierwszym miejscu, często ze szkodą lub całkowitym pominięciem interesu innych grup.

Największe problemy związane z ustaleniem hierarchii celów dotyczą przede wszystkim przedsiębiorstw średnich i dużych, w których nastąpiło rozdzielenie funkcji właścicielskich i zarządczych. W mniejszych przedsiębiorstwach, gdzie właściciele często jednocześnie zajmuje się zarządzaniem, pełniąc tym samym jednocześnie funkcje właścicielskie i menedżerskie, problemy te występują w mniejszej skali.[24] Kwestia określenia podstawowego celu, jaki przyświeca istnieniu przedsiębiorstwa, oraz układ sił poszczególnych grup interesu zależą od przyjętego w danym kraju, przedsiębiorstwie, modelu nadzoru korporacyjnego – *CG (corporate governance)*, który jest definiowany jako organizacja relacji między właścicielami i zarządem w procesie sprawowania kontroli nad przedsiębiorstwem.[25] W Europie funkcjonują dwa modele *CG*:[26]

- kontynentalny i
- anglosaski.

Powstanie tych dwóch modeli ma głęboki kontekst historyczny. Przemiany społeczne jakie następowały w kontynentalnej części Europy (wielkie rewolucje społeczne, poczynając od francuskiej), stały się podwaliną kontynentalnego modelu *CG*. Te doświadczenia społeczne

[24] Nie oznacza to, że sposobem na rozwiązanie problemu jest eliminowanie rozdziału funkcji właścicielskich i menedżerskich, gdyż mogło to być działanie nieefektywne z racji posiadanych kompetencji. Wiele jest jednak przykładów przedsiębiorstw, w których zarządzającym i pracownikom proponuje się udział we własności (zarządzanie partycypacyjne), aby ograniczyć konflikt interesów.

[25] Zob. J. Pioch, *Corporate governance w teorii i praktyce*, [w:] *Zarządzanie finansami. Cele – organizacja – narzędzia, materiały konferencyjne*, pod redakcją D. Zarzeckiego, Uniwersytet Szczeciński, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2001, t. 1, s. 188.

[26] Można też spotkać się z klasyfikacją, według której wyróżnia się model zewnętrzny, będący odpowiednikiem modelu anglosaskiego, i wewnętrzny, odpowiadający modelowi kontynentalnemu. Zob.: A. Peszko, *Nadzór korporacyjny w procesie zarządzania wartością przedsiębiorstwa.* [w:] *Nowe tendencje w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa. Aktualny stan i perspektywy rozwoju*, materiały konferencyjne pod redakcją E. Urbańczyka. (Uniwersytet Szczeciński), Wydawnictwo Kreos, Szczecin 2003, s. 391-400.

w znacznym stopniu zostały oszczędzone Wielkiej Brytanii[27] i Stanom Zjednoczonym (to kalka z angielskiego), w których dominuje model anglosaski. Jedną z cech charakterystycznych modelu anglosaskiego *CG* jest koncentrowanie się na interesach właścicieli. W modelu kontynentalnym natomiast wpływ właścicieli na zarządzanie przedsiębiorstwem jest słabszy, a z kolei innych interesariuszy, zwłaszcza pracowników większy niż w modelu anglosaskim. Kolejną cechą charakterystyczną modelu kontynentalnego jest próba godzenia interesów właścicieli, menedżerów i pracowników.[28] Z badań przeprowadzonych przez Davis Global Advisors wynika, że spośród największych krajów o gospodarce rynkowej Wielka Brytania zajmuje pierwsze miejsce pod względem kreowania standardów nadzoru korporacyjnego. Na dalszych pozycjach są Stany Zjednoczone, Francja, Niemcy i Japonia. Badania te pokazują również, że akcjonariusze brytyjscy mają największy wpływ na decyzje strategiczne podejmowane w przedsiębiorstwie. Poza tym w Wielkiej Brytanii zauważalne jest odchodzenie od krótkoterminowych kryteriów oceny menedżerów przez pryzmat zysku na rzecz długoterminowego kryterium, jakim jest wartość dla właścicieli.[29] W wielu jednak przedsiębiorstwach system ten uległ wypaczeniu polegającym na tym, że to menedżerowie zdobyli dominującą pozycję i to ich interesy były głównie realizowane.

Odpowiedzią na taki stan rzeczy było pojawienie się w Stanach Zjednoczonych w połowie lat osiemdziesiątych XX w. koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa. Koncepcja ta zrodziła się po tym jak uznano, że z „wiązki celów" najważniejsza jest wartość dla właścicieli przedsiębiorstwa. Według Rappaporta koncepcja *VBM* w najbliższych latach stanie się światowym standardem pomiaru i oceny wyników przedsiębiorstw.[30] Wdrożenie tej koncepcji daje bowiem przedsiębiorstwu możliwość zmniejszenia „luki wartości" – czyli różnicy między wartością rynkową, jaką przedsiębiorstwo mogłoby osiągnąć, a jego bieżącą wartością rynkową.

Koncepcja *VBM* oznacza zarządzanie stawiające w centrum uwagi wartość przedsiębiorstwa.[31] Inaczej można ją zdefiniować jako system zarządzania zawierający narzędzia i procedury podejmowania strategicznych i operacyjnych decyzji, mających na celu wzrost

[27] Rewolucja burżuazyjna w Anglii w latach 1640-60, zakończyła się sukcesem na długo przed rewolucją francuską; spowodowała przemiany społeczne oraz rozwój gospodarczy; zapoczątkowane zostały procesy kapitalistyczne w rolnictwie i przemyśle, rozwijał się handel, nastąpił wzrost liczebności i zamożności zwł. średniego ziemiaństwa. Zob. *Encyklopedia pwn.pl. Atlas historyczny*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.
[28] Zob.: K. Lannoo: *A European Perspective on Corporate Governance*, Journal of Common Market Studies", t. 37, nr 2/1999, s. 269-94 za: J. Pioch, *Corporate governance* …, wyd. cyt., s. 190.
[29] *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a struktura akcjonariatu*, praca zbiorowa, CeDeWu, Warszawa 2001, s. 94.
[30] A. Rapapport, *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menadżera i inwestora*, WIG–Press, Warszawa 2000, s. 3.
[31] P. Haspeslagh, T. Nodo, F. Boulos, *Zarzadzanie wartością firmy to nie tylko sprawa liczb*, „Harvard Business Review Polska" nr 7/2003, s. 103.

wartości przedsiębiorstwa i pomnażanie bogactwa jego właścicieli.[32] W efekcie celem wszystkich decyzji podejmowanych w przedsiębiorstwie jest maksymalizacja jego wartości rynkowej, która ma prowadzić do zwiększenia stanu posiadania jego właścicieli.[33] Ta koncepcja popularyzuje jeden cel nadrzędny, co pozwala wyklarować pomiar efektywności funkcjonowania przedsiębiorstwa, budować na jego podstawie systemy motywacyjne zarówno dla zarządów, jak i pozostałych pracowników, integrując całą załogę wokół jednej idei. Koncepcja *VBM* sprawia, że wszystkie funkcje przedsiębiorstwa zostały skupione wokół procesu tworzenia wartości dla właścicieli przedsiębiorstwa.

W pierwszej fazie koncepcja ta upowszechniła się w Stanach Zjednoczonych, a następnie rozprzestrzeniła się na kraje europejskie. Także w polskiej literaturze coraz powszechniejszy staje się pogląd, że podstawowym celem przedsiębiorstwa jest powiększanie jego wartości, rozumianej jako pomnażanie zainwestowanego kapitału.[34] O popularności tej koncepcji decyduje szereg czynników. Według Blacka, Wrighta i Bachmana należą do nich przede wszystkim [35]:

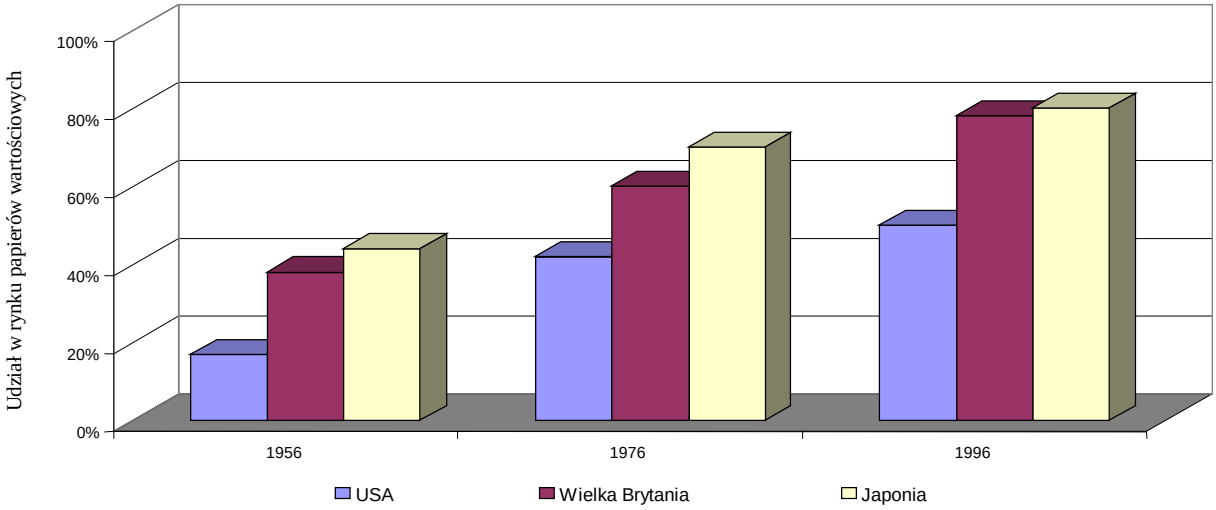
- przyrost i ekspansja prywatnego kapitału,
- globalizacja rynków,
- rewolucja informatyczna.

W ostatnim półwieczu nastąpił gwałtowny proces rozwoju zarówno w sferze gospodarczej, jak i w innych dziedzinach życia. W efekcie zmienił się styl życia, co z kolei prowadzi do przeobrażeń w sferze demograficznej. Społeczeństwa Europy starzeją się, co nie pozostaje bez wpływu na gospodarkę tych krajów. Coraz więcej państw przeprowadza reformy systemów emerytalnych i zdrowotnych. Niektóre z nich zaczęły wycofywać się z gwarantowanych emerytur i rent oraz z bezpłatnej służby zdrowia. W związku z tym obywatele zostali zmuszeni w coraz większym zakresie troszczyć się o swoje zdrowie i przyszłą emeryturę lub rentę. Konsekwencją tego jest wzrost zapotrzebowania na ubezpieczenia i fundusze emerytalne. Rozwój sektora ubezpieczeń i funduszy emerytalnych, w których dyspozycji znajduje się więcej środków finansowych niż w sektorze bankowym, spowodował napływ kapitału na rynek akcji w poszukiwaniu wysokich stóp zwrotu z inwestycji. Potwierdzają to statystyki, które pokazują, że udział inwestorów instytucjonalnych, w tym funduszy emerytalnych i ubezpieczeniowych w rynku akcji, stale rośnie (wykres 1.1). Ubezpieczeni oczekują od fun-

[32] *Strategia wzrostu wartości firmy*, pod redakcją A. Szablewskiego, Poltex, Warszawa 2002, s. 15.
[33] J. Czekaj, Z. Dresler, *Podstawy zarządzania finansami firm*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1996, s. 14.
[34] Zob. *Strategie wzrostu* ... wyd. cyt., s. 23.
[35] Zob. A. Black, P. Wright, J. Bachman, *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2000, s. 18.

duszu maksymalizacji wartości jednostek uczestnictwa, fundusze z kolei domagają się od spółek, w które inwestują, stałego powiększania wartości. Gdy przedsiębiorstwa działają nieefektywnie, przekłada się to na ich mniejszą wartość, a to z kolei wpływa na wartość jednostek uczestnictwa w funduszach emerytalnych i niższe świadczenia emerytalne dla pracowników.[36]

Drugim znaczącym czynnikiem leżącym u podstaw popularności koncepcji *VBM* jest globalizacja rynków. Począwszy od lat dziewięćdziesiątych, następuje stopniowa liberalizacja handlu międzynarodowego zarówno w sferze globalnej (WTO – Światowa Organizacja Handlu), jak i regionalnej (np. UE, NAFTA). Zmniejszeniu ograniczeń w handlu towarzyszy ograniczenie barier w zakresie transferu kapitału. Powoduje to wzrost transferów kapitału między poszczególnymi krajami i regionami świata. Przedsiębiorstwa w coraz większym stopniu konkurują na rynku międzynarodowym. Rywalizacja na rynku globalnym odbywa się nie tylko w sferze produktów i usług, ale jej przedmiotem jest także kapitał.



Wykres 1.1. Rozwój akcjonariatu instytucjonalnego. *Źródło:* A. Black, P. Wright, J. Bachman, *W poszukiwaniu wartości...* wyd. cyt., s. 19

Liberalizacja w zakresie transferu kapitału sprawia, że z jednej strony przedsiębiorstwa poszukują kapitału w różnych punktach globu. Wiele spółek jest jednocześnie notowanych na kilku giełdach papierów wartościowych (od 1990 do 1999 r. może w latach 1990-99 liczba europejskich firm notowanych na giełdzie nowojorskiej wzrosła czterokrotnie[37]). Z drugiej strony inwestorzy poszukują nowych przedsięwzięć inwestycyjnych. O napływ

[36] Zob. T. Dudycz, P. Szymański: *Integratywny charakter koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, Prace Naukowe AE we Wrocławiu nr 928: Nowe kierunki w zarządzaniu przedsiębiorstwem, Integracja i dezintegracja, pod redakcją H. Jagody, J. Lichtarskiego, Wrocław 2004.
[37] *Europe's New Capitalists*, "Fortune", luty 1999, s. 104.

kapitału rywalizują ze sobą poszczególne kraje. Szanse poszczególnych krajów na przyciągnięcie inwestorów są tym większe, im w sferze regulacji prawnych lepiej zabezpieczone są interesy właścicieli. Ważna jest również sfera pozaregulacyjna, wynikająca z obyczajów, wypracowanych norm postępowania w zakresie kontaktów między przedsiębiorstwem a inwestorami (np. „Kodeks dobrych praktyk" na GPW w Warszawie).

Trzecią przyczyną popularności *VBM* jest rozwój technologii informatycznych i telekomunikacyjnych. Technologie te z jednej strony wpływają na prowadzenie biznesu, a z drugiej ułatwiają operacjonalizację mierników kreacji wartości.[38] Zmiany zachodzące w telekomunikacji i informatyce ułatwiają proces zarządzania, umożliwiają zbieranie większej liczby informacji i szybszą ich analizę, jednocześnie zwiększając przepływ i szybkość informacji. Wpływa to na relacje przedsiębiorstwa z otoczeniem, zwiększa możliwości współpracy z dostawcami i klientami. Także inwestorzy mogą coraz łatwiej i coraz szybciej pozyskać szereg informacji o przedsiębiorstwach oraz o sytuacji makroekonomicznej. Zwiększa się także liczba informacji dostępnych dla inwestorów w trybie *on-line*. Wiele przedsiębiorstw na swoich stronach internetowych udostępnia potencjalnym inwestorom swoje dotychczasowe osiągnięcia i przyszłe plany.

Te trzy podstawowe przesłanki powodują, że koncepcja *VBM* zdobywa coraz większe grono zwolenników szczególnie wśród przedsiębiorstw giełdowych. Oprócz szeregu pozytywnych stron tej koncepcji są też negatywne. Jedną z nich jest silna presja właścicieli na kierownictwo przedsiębiorstw. Powoduje to, że w niektórych przedsiębiorstwach kadra zarządcza, aby nie utracić posady, próbuje poszukiwać dróg na skróty, fałszując sprawozdania finansowe. Efektem tego są afery księgowe, jak np. Enronu i firmy World.com w Stanach Zjednoczonych czy też Aholda i Parmalatu w Europie. Oszustwa te nie podważają jednak idei koncepcji zarządzania wartością (jak można było przeczytać w prasie), lecz wręcz przeciwnie, pokazują słabość tradycyjnej księgowości, gdzie pole do subiektywnej oceny jest szerokie. Copeland, Koller i Murrin w powszechności koncepcji zarządzania wartością dla akcjonariuszy upatrują źródła przewagi gospodarki amerykańskiej nad europejską i japońską.[39] Udowadniają również, że dążenie do zwiększenia wartości przedsiębiorstwa nie jest sprzeczne z interesami innych stron. Najlepsze przedsiębiorstwa wytwarzają wyższą wartość dla klientów, pracowników, państwa oraz dla właścicieli kapitału. Dodatkowe argumenty za zwiększaniem wartości dla właścicieli są następujące:

[38] Np. w oprogramowaniu *SAP* ujęta została koncepcja *VBM*.
[39] T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm*, WIG-Press, Warszawa 1997, s. 7.

- wartość jest najlepszym miernikiem wyników przedsiębiorstwa,
- właściciele są jedyną stroną, dla której maksymalizacja własnych żądań jest jednoznaczna z maksymalizacją roszczeń innych zainteresowanych stron,
- z przedsiębiorstw, które nie mają dobrych wyników finansowych, odpłynie kapitał do konkurencji.

W tych państwach, gdzie przedsiębiorstwa nie zapewniają odpowiednio wysokich stóp zwrotu nastąpi osłabienie pozycji konkurencyjnej w stosunku do innych krajów, to z kolei spowoduje odpływ kapitału, zmniejszenie lub zatrzymanie wzrostu i obniżenie poziomu życia ich mieszkańców.

Z punktu widzenia inwestora, jeżeli przedsiębiorstwo w danym okresie generuje stopę zwrotu z zainwestowanego kapitału niższą od zera i nie rokuje zmian tej sytuacji w przyszłości, oznacza to, że nie jest w stanie przetrwać. Jeżeli stopa zwrotu jest wyższa od zera, lecz niższa od średniego ważonego kosztu kapitału *WACC* (*weighted average cost of capital*), znaczy to, że osiągany przez przedsiębiorstwo dochód nie jest wystarczający, a zainwestowany w nie kapitał traci na wartości. Dopiero gdy stopa zwrotu osiągana przez przedsiębiorstwo jest równa lub wyższa od *WACC*, inwestor może być usatysfakcjonowany.

Jeżeli przedsiębiorstwo osiąga słabe wyniki, a potencjalni inwestorzy dostrzegają możliwość ich poprawy, może zostać przejęte. Taktykę polegającą na kupowaniu słabych przedsiębiorstw o kiepskich wynikach celem ich restrukturyzacji i sprzedaży z zyskiem stosują niektóre banki, fundusze *venture capitals*, a także fundusze emerytalne, np. w 1993 r. fundusz emerytalny Calpersa ogłosił, że zamierza wydać 1 mld USD na duże pakiety akcji w przedsiębiorstwach, których dyrektorzy nie dorastają do powierzonych im zadań, i wymóc na nich lepsze wyniki. Celami tego typu funduszy były m.in. General Motors, Westinghouse, Sears Roebuck, Kodak, McDonnell Douglas.

O korzyściach z realizacji tej koncepcji nie tylko dla właścicieli, lecz i dla całej gospodarki świadczą wyniki badań przeprowadzonych w ponad 2,7 tys. firm w ciągu ubiegłych 10 lat, z których wynika, że koncentracja na wartości dla właścicieli sprzyja wzrostowi wydajności i uwalnia zasoby, co na dłuższą metę jest korzystne dla wszystkich zainteresowanych. Na podstawie badań stwierdzono, że [40]:

[40] J. Bughin, T.E. Copeland, *The viruous cycle of shareholder value creation*, "McKinsey Quarterly", New York". nr 2/1997, s. 157-167.

- koncentrowanie się na wartości dla właścicieli przedsiębiorstw na poziomie krajowym zwiększa możliwości zatrudnienia, ponieważ dystrybucja wytworzonej wartości uwalnia więcej dochodu netto w gospodarce,
- prowadzi to zwykle do wytworzenia większego dochodu na cele konsumpcyjne, a przez to
- pojawiają się dodatkowe możliwości rozwoju firm oraz
- powstaje więcej wartości dla właścicieli przedsiębiorstw.

1.1.2. Zalety koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa

Koncepcja *VBM* powstała w odpowiedzi na pojawiające się w praktyce problemy związane z oddzieleniem własności od zarządzania i wiążącą się z tym zjawiskiem rozbieżnością celów kierownictwa przedsiębiorstwa i jej właścicieli.[41]

Jak już wcześniej wskazywano w każdym przedsiębiorstwie istnieje wiele grup interesu:

- właściciele,
- kadra zarządzająca,
- pracownicy,
- wierzyciele,
- klienci,
- dostawcy.

Jedną z najpopularniejszych teorii wyjaśniających relacje między menedżerami a właścicielami przedsiębiorstwa oraz między wierzycielami a właścicielami jest teoria agencji. Jednym z problemów omawianych przez tę teorię jest zachęcanie menedżerów do działania w interesie właścicieli. Realne oddziaływanie właścicieli na menedżerów jest skuteczne tylko wtedy, gdy właściciele mogą obserwować działania podjęte przez menedżerów. Stymulowanie menedżerów do maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa wiąże się z pojawieniem kosztów agencji, które muszą ponieść właściciele. Koszty te można podzielić na:

- wydatki na monitorowanie działań menedżerów (koszty kontroli),
- wydatki na ustalenie takiej struktury organizacyjnej, która ograniczy niepożądane zachowanie menedżerów,
- koszty alternatywne, związane z ograniczeniem kompetencji menedżerów na rzecz np. rady nadzorczej czy też walnego zgromadzenia.

[41] Od wydawcy. *Zarządzanie wartością* ... wyd. cyt., s. 7.

Działania i koszty agencji powinny być zwiększane dopóty, dopóki każde ich zwiększenie będzie przysparzać więcej wartości dla właścicieli.[42]

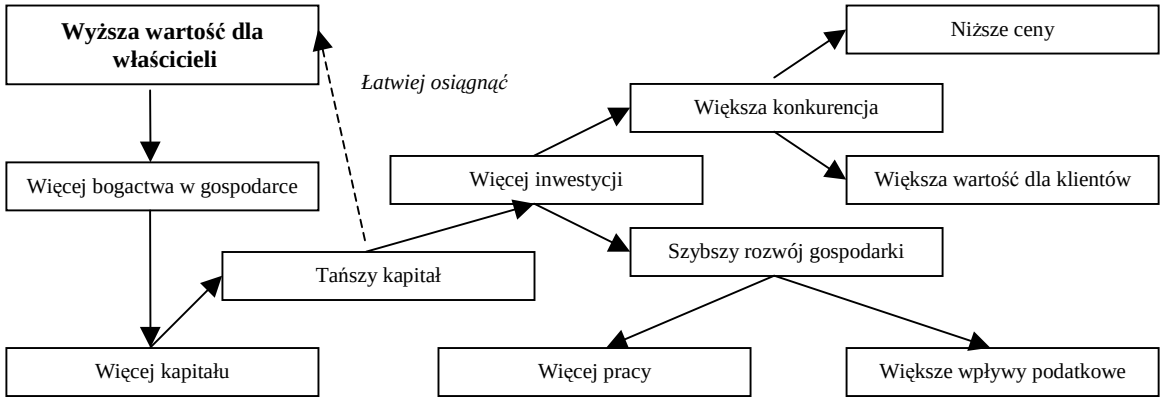
Dlaczego właściciele przedsiębiorstwa są tą grupą związaną z przedsiębiorstwem, której interesy należy maksymalizować? Otóż wynika to z dwóch zasadniczych powodów:

1) właściciele są grupą inicjatywną, dzięki której przedsiębiorstwa powstają oraz
2) są jedyną grupą, której korzyści uzależnione są od długoterminowych perspektyw przedsiębiorstwa, gdyż realizują swoje korzyści poprzez wzrost jego wartości, a ta uzależniona jest od długoterminowych perspektyw w zakresie generowania strumieni pieniężnych.

Istnieje pogląd, że jeżeli przedsiębiorstwo będzie koncentrowało się na wartości dla akcjonariuszy, to jedynie oni odniosą korzyści, a pozostali interesariusze na tym ucierpią. W związku z tym np. koncepcja przedsiębiorstwa, którego zarząd uwzględnia interesy wszystkich zainteresowanych, wydaje się sprawiedliwa. Problem polega na tym, że dbałość o interesy wszystkich interesariuszy nie jest w praktyce możliwa. Kiedy w dobie wolnego handlu jedno z przedsiębiorstw z powodzeniem godzi interesy wszystkich interesariuszy i pojawia się nowa technologia umożliwiająca produkcję wyrobów o lepszych parametrach technicznych oraz jakościowych przy jednocześnie niższych kosztach, przedsiębiorstwo stoi przed dylematem, czy starać się o środki na sfinansowanie inwestycji rozwojowej, która spowoduje ograniczenie miejsc pracy, czy zachować *status quo*. Jeżeli przedsiębiorstwo nie zmieni technologii, jego produkty wyprze z rynku konkurencja, przedsiębiorstwo upadnie, a cała jego załoga straci pracę. Jeżeli natomiast podejmie decyzję o realizacji inwestycji, musi zastanowić się nad źródłem jej sfinansowania. Możliwości są co najmniej dwie: kapitał obcy (np. kredyt bankowy) lub nowy inwestor. W pierwszym przypadku bank wyegzekwuje wynagrodzenie za udostępniony kapitał (odsetki) bez względu na efekty inwestycji, w drugim inwestor zaangażuje swoje środki tylko wtedy, gdy oceni, że istnieje prawdopodobieństwo osiągnięcia wyższej od przeciętnej stopy zwrotu. Nowy współwłaściciel przedsiębiorstwa ponosi jednocześnie ryzyko niepowodzenia inwestycji, a to może grozić utratą części lub całości zainwestowanych środków. Należy też pamiętać, że zgodnie z „Kodeksem spółek handlowych" jeżeli przedsiębiorstwo nie spełnia oczekiwań właścicieli (inwestorów), może zostać przez nich zlikwidowane. Jeżeli zarząd będzie się starał godzić wszystkie interesy, to będzie podejmował błędne decyzje, co może skutkować zmniejszeniem konkurencyjności, spadkiem bezpieczeństwa zatrudnienia i niszczeniem wartości oraz, jak mówi Giouzeta - były

[42] E.F. Brigham, L.C. Gapenski, *Zarządzanie* ...wyd. cyt. t.2, s. 45.

szef zarządu Coca-Cola Company: „O ile zdrowe przedsiębiorstwo może mieć pozytywny i ewidentny nieograniczony wpływ na otoczenie, to przedsiębiorstwo chore jest kulą u nogi dla społecznego porządku rzeczy. Nie może utrzymać miejsc zatrudnienia, a tym bardziej nie jest w stanie zwiększyć możliwości dla swych pracowników. Nie może służyć klientom."[43] Pogląd ten upoważnia do wysnucia wniosku, że maksymalizowanie przez przedsiębiorstwo wartości dla właścicieli (akcjonariuszy, udziałowców) leży w interesie pozostałych interesariuszy (rysunek 1.1).



Rysunek 1.1. Konsekwencje dla gospodarki zwiększania wartości dla właścicieli przedsiębiorstw. *Źródło: opracowanie własne*

Koncepcja maksymalizacji wartości dla właścicieli postrzegana jest często jako nieefektywna, krótkowzroczna, uproszczona, a nawet antyspołeczna. Istnieje jednak wiele argumentów na rzecz przeciwnego stwierdzenia, np. jeżeli rozważymy dwa kraje (dwie firmy) i w pierwszym właściciele otrzymują stopę zwrotu na poziomie wyższym niż koszt kapitału, a w drugim niższą niż koszt kapitału własnego, to na skutek postępującej globalizacji i przepływu informacji kapitał odpłynie tam, gdzie stopy zwrotu są wyższe. Można więc postawić tezę, że **przedsiębiorstwo, które chce istnieć i mieć zdolność do pozyskiwania kapitału, musi dbać o wzrost swojej wartości,** przy czym wzrost wartości przedsiębiorstwa musi przekładać się na zwiększenie bogactwa właścicieli. Aby udowodnić tę tezę, należy odpowiedzieć w pierwszej kolejności na pytanie: Kiedy następuje wzrost wartości przedsiębiorstwa? Przedsiębiorstwo zwiększa swoją wartość, gdy wypracowane przez niego nadwyżki gotówkowe z prowadzonej działalności przekraczają koszt zaangażowanego kapitału. Należy jednak zaznaczyć, że koszt zaangażowanego kapitału obejmuje, poza ujmowanymi w księgach rachunkowych kosztami kapitału obcego, również koszt kapitału własnego.[44] Dopiero przy

[43] Raport roczny Coca-Cola Company za 1996 r., za: A. Black, P. Wright, J. Bachman, *W poszukiwaniu wartości* ... wyd. cyt., s. 25.
[44] Koszt kapitału własnego odpowiada sumie oprocentowania bezpiecznych lokat i premii za ryzyko. Szerzej na ten temat w rozdziale 3.

spełnieniu tego warunku można mówić o zwiększeniu wartości przedsiębiorstwa. Potwierdza to Drucker: „Dopóki przedsiębiorstwo nie zarobi kwoty przewyższającej koszt kapitału, dopóty przynosi stratę. Nieważne, że płaci podatki, jakby osiągało zysk. Przedsiębiorstwo wciąż oddaje gospodarce mniej niż od niej bierze w postaci zasobów (...). Nie dodaje bogactwa, ale je niszczy."[45] Przedsiębiorstwo, aby istnieć, musi konkurować z innymi przedsiębiorstwami oraz innymi organizacjami na wielu polach, w wielu obszarach. Jednym z takich pól jest konkurowanie o dostarczycieli kapitału.[46] Dostarczyciele kapitału będą usatysfakcjonowani, jeżeli powiększać się będzie wartość przedsiębiorstwa, gdyż to oznacza, że:

- pokryty jest koszt kapitału zaangażowanego w finansowanie przedsiębiorstwa,
- zwiększa się rynkowa wartość akcji, udziałów będących w dyspozycji właścicieli przedsiębiorstwa.

Konsekwencją wzrostu wartości przedsiębiorstwa jest też:

- dla właścicieli – zmniejszenie ryzyka inwestowania (ryzyko nieuzyskania oczekiwanej stopy zwrotu) w przedsiębiorstwo,
- dla kadry kierowniczej – poczucie sukcesu, potwierdzenie kompetencji, uznanie inwestorów, zwiększenie szans na kontynuację zatrudnienia, gratyfikacje finansowe,
- dla pracowników – poczucie sukcesu, potwierdzenie kompetencji, uznanie kierownictwa, zwiększenie szans na kontynuację zatrudnienia, gratyfikacje finansowe,
- dla wierzycieli – zmniejszenie ryzyka pożyczania pieniędzy przedsiębiorstwu,
- dla kontrahentów – zwiększenie pewności, co do dalszego funkcjonowania partnera i kontynuowania współpracy,
- dla konkurentów – trudniejsza walka konkurencyjna z rosnącym w siłę rywalem,
- dla przedsiębiorstwa – wzrost wiarygodności, sens kontynuowania działalności.

Przedsiębiorstwo, które w perspektywie dłuższego czasu nie zwiększa swojej wartości lub nie uprawdopodobni zwiększenia jej w przyszłości, stawia pod znakiem zapytania sens kontynuowania działalności. Zmniejszanie się wartości przedsiębiorstwa oznacza, że zainwestowany w nie kapitał jest marnotrawiony.

Przedsiębiorstwa dbające o powiększanie swojej wartości są atrakcyjne dla inwestorów, gdyż inwestowanie w nie oznacza większe bezpieczeństwo dla środków im powierzonych. To z kolei może się przekładać na mniejszą premię za ryzyko i w konsekwencji tańszy

[45] Harvard Business Review za: A. Szablewski, *Istota zarządzania wartością firmy,* Podyplomowe Studium Zarządzania Wartością Firmy – VI Edycja, maszynopis powielony, Warszawa 2001.
[46] Szerzej na temat konkurencyjności przedsiębiorstw: M.J. Stankiewicz, *Konkurencyjność przedsiębiorstwa. Budowanie konkurencyjności przedsiębiorstwa w warunkach globalizacji,* Dom Organizatora, Toruń 2002.

kapitał. Większe zaufanie inwestorów może oznaczać dla przedsiębiorstwa łatwiejszy dostęp do kapitału. Przedsiębiorstwa, które nie dbają o zwiększenie swojej wartości, muszą liczyć się z:

- trudniejszym dostępem do kapitału,
- droższym kapitałem,
- przejęciem lub
- likwidacją.

Trudniejszy dostęp do kapitału jest związany z mniejszym zaufaniem inwestorów do przedsiębiorstwa. Droższy kapitał wiąże się z wyższym ryzykiem inwestowania w przedsiębiorstwo nie dbające o zwiększanie swojej wartości. Inną konsekwencją może być spadek cen akcji przedsiębiorstwa (w przypadku przedsiębiorstw giełdowych), co z kolei może skończyć się skupowaniem akcji, a następnie przejęciem kontroli nad przedsiębiorstwem przez nowych właścicieli, który dostrzegają „lukę wartości". Mogą oni doprowadzić do zmiany kadry zarządzającej, która nie spełnia ich oczekiwań. W skrajnym przypadku przedsiębiorstwo może zostać zlikwidowane, gdy właściciele dojdą do przekonania, że dalsze funkcjonowanie przedsiębiorstwa będzie marnotrawieniem powierzonych mu zasobów. W efekcie może wystąpić sytuacja, kiedy to kapitał będzie odpływał od przedsiębiorstw nie tworzących wartości dla właścicieli do przedsiębiorstw, które tę wartość tworzą. W dalszej perspektywie przedsiębiorstwa realizujące koncepcję równoważenia interesów wszystkich interesariuszy mogą zostać wyparte przez przedsiębiorstwa realizujące koncepcję *VBM* (rysunek 1.2.).

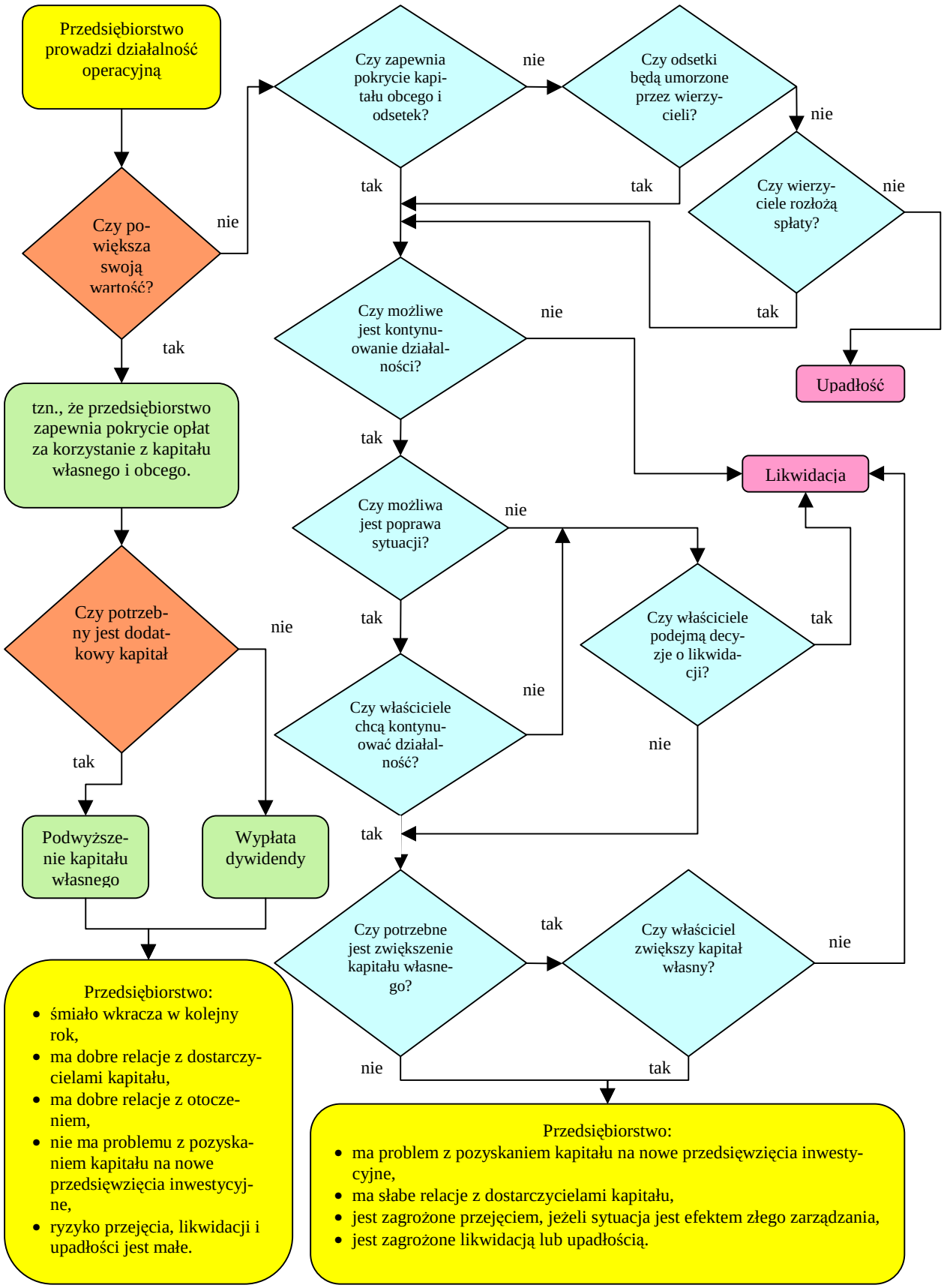
Przedsiębiorstwa tworzące wartość dla właścicieli	**Przedsiębiorstwa nie tworzące wartość dla właścicieli**
Konsekwencje dla właścicieli: • niższe ryzyko, • lepsze relacje korzyść – ryzyko. Konsekwencje dla przedsiębiorstwa: • tańszy kapitał dla przedsiębiorstwa, • łatwiejszy dostęp do kapitału.	Konsekwencje dla właścicieli: • wyższe ryzyko dla inwestorów, • gorsze relacje korzyść – ryzyko. Konsekwencje dla przedsiębiorstwa: • droższy kapitał dla przedsiębiorstwa, • trudniejszy dostęp do kapitału

Rysunek 1.2. Porównanie konsekwencji w przedsiębiorstwach, które tworzą i nie tworzą wartości dla właścicieli. *Źródło: opracowanie własne*

W związku z tym zarząd przedsiębiorstwa musi mieć jeden priorytet: maksymalizację wartości dla właścicieli. Nie oznacza to ignorowania potrzeb pozostałych interesariuszy, ponieważ dbałość o interes nadrzędny wymaga również uwzględniania interesów pozostałych interesariuszy: np. personel może się zwolnić, jeżeli będzie zbyt mało zarabiał lub nie będzie miał szans na indywidualny rozwój, klienci odejdą, jeżeli nie zostaną zaspokojone ich potrzeby, także kontakty z dostawcami muszą być satysfakcjonujące dla obu stron.

Potrzebę realizacji koncepcji *VBM* rozumie wiele przedsiębiorstw, m.in. Goiuzeta, były szef zarządu Coca-Cola Company: „Stwierdzenie, że pracujemy dla właścicieli naszych akcji, może być postrzegane jako banał, ale często widuje się spółki, które zapomniały o powodzie swego istnienia. Mogą nawet, choć na próżno, starać się być wszystkim dla wszystkich i służyć wielu panom na wiele sposobów. W każdym razie rozmijają się ze swoim zasadniczym powołaniem, którym jest ciągłe tworzenie wartości dla właścicieli."[47] Podstawowe konsekwencje zmian w wartości przedsiębiorstwa na jego dalsze funkcjonowanie przedstawia rysunek 1.3.

[47] Raport roczny Coca-Cola Company za 1996 r. za: A. Black, P. Wright, J. Bachman, *W poszukiwaniu wartości..*,. wyd. cyt., s. 25.



Rysunek 1.3. Podstawowe konsekwencje zmian w wartości przedsiębiorstwa na jego dalsze funkcjonowanie.
Źródło: opracowanie własne

Podsumowując za prawdziwością tezy (II) mówiącej iż: *przedsiębiorstwo, które chce istnieć i mieć zdolność do pozyskiwania kapitału, musi dbać o wzrost swojej wartości*, przemawiają następujące argumenty:[48]

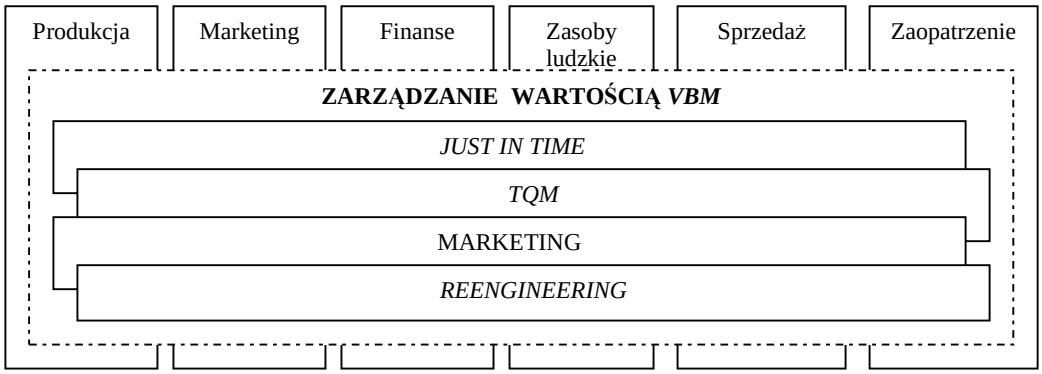
1. powiększanie wartości przedsiębiorstwa jest ekonomicznym sensem istnienia przedsiębiorstwa, gdyż oznacza, że można pokryć koszt obsługi wszystkich źródeł finansowania,
2. przedsiębiorstwa, które zwiększają swoją wartość dobrze wykorzystują powierzone im zasoby,
3. przedsiębiorstwa, które w dłuższej perspektywie nie zwiększają swojej wartości i nie rokują na zmianę tej sytuacji marnotrawią powierzone im zasoby (nie zapewniają odpowiedniego zwrotu z zainwestowanego kapitału, a w skrajnych przypadkach zmniejsza wartość zainwestowanego kapitału), i w konsekwencji czeka ich likwidacja lub upadłość,
4. przedsiębiorstwa zwiększające swoją wartość są mniej podatne na przejęcia, gdyż lepiej wykorzystują swój potencjał w zakresie kreowania wartości w związku z czym premia za przejęcie, jeśli wystąpi, będzie minimalna (głównie dotyczy to przedsiębiorstw giełdowych),
5. przedsiębiorstwa zwiększające swoją wartość i wynagradzające właścicieli za powierzony im kapitał, mogą łatwiej i taniej pozyskać dodatkowy kapitał na rozwój, zarówno od właścicieli, jak i wierzycieli,
6. przedsiębiorstwa, które w dłuższej perspektywie nie zwiększają swojej wartości są bardziej narażone na likwidację lub upadłość.

1.1.3. Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a inne koncepcje zarządzania

W wieku XX pojawiło się szereg koncepcji zarządzania przedsiębiorstwem. Część z nich jednak się nie przyjęła. Wiele z nowych koncepcji zarządzania okazało się jedynie chwilową modą lansowaną przez firmy konsultingowe. Czy podobny los grozi koncepcji *VBM*? Idea koncepcji *VBM* jest prosta i logiczna, co sprawia, że jej przyszłość można widzieć optymistycznie. Natomiast w sferze narzędziowej z pewnością będą zachodzić jeszcze spore zmiany, których przejawem jest pojawienie się szeregu miar mających określić efekt kreacji wartości przedsiębiorstwa. Podstawową zaletą tej koncepcji jest jej kompleksowe ujęcie

[48] Przy czym chodzi tutaj o wzrost wartości przedsiębiorstwa w związku z prowadzoną działalnością operacyjną, a nie wzrost wartości przez np. emisję nowych akcji czy udziałów.

przedsiębiorstwa, co pozwala na łączenie jej z innymi koncepcjami zarządzania przedsiębiorstwem, pod warunkiem, że celem wyznaczonym przedsiębiorstwu będzie powiększanie jego wartości.



Rysunek 1.4. Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa na tle układu funkcji w przedsiębiorstwie i innych przekrojowych koncepcji zarządzania. *Źródło: opracowanie własne*

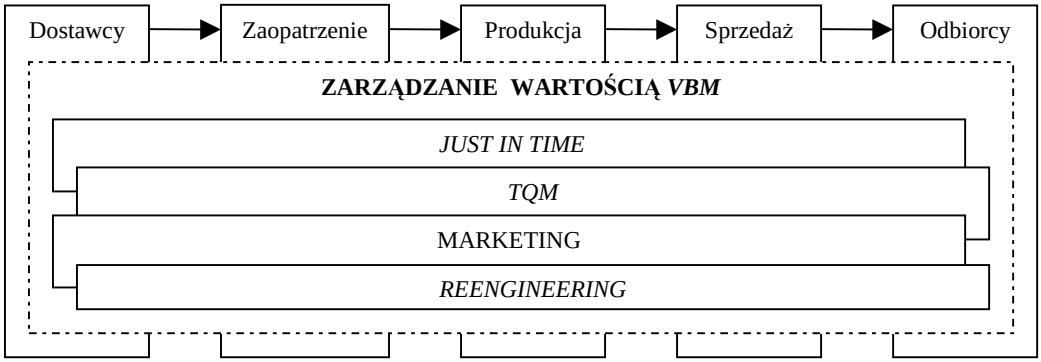
Koncepcja *VBM* nie stoi w opozycji do innych koncepcji zarządzania, a wręcz przeciwnie, jej uniwersalny charakter umożliwia wykorzystanie dorobku innych koncepcji i co więcej, umożliwia łączenie ich w zwartą całość (zob.: rysunki 1.4 i 1.5).

W zarządzaniu przez wartość nie ma miejsca dla marnotrawstwa, co jest cechą wspólną dla koncepcji *just in time*, *reengineering* i *total quality management (TQM)*. Redefiniując zatem procesy zachodzące w przedsiębiorstwie w celu realizacji *VBM*, należy zapewnić współdziałanie wymienionych koncepcji w celu eliminacji tych obszarów, które nie tworzą wartości. W koncepcji marketingowej poszczególne komórki organizacyjne są jednocześnie dostarczycielami i odbiorcami produktów i usług wewnętrznych. Realizacja jej również nie stoi w opozycji do *VBM*, gdyż wszyscy pracownicy muszą sobie uzmysłowić, że efekty ich pracy składają się na produkt, od którego powodzenia uzależniona jest wartość przedsiębiorstwa. Podejmowaniu decyzji w każdej komórce organizacyjnej powinna towarzyszyć refleksja, jaki mają one wpływ na wartość przedsiębiorstwa.

Istotną rolę w ograniczeniu potrzeb kapitałowych może mieć koncepcja *just in time;* jej realizacja umożliwia zmniejszenie wielkości zapasów (materiałów, produktów i wyrobów w toku). W efekcie ograniczona zostaje wielkość majątku obrotowego przedsiębiorstwa, co skutkuje zmniejszeniem zapotrzebowania na kapitał oraz obniżeniem kosztów (kapitałowych, magazynowych itd.), a to z kolei przyczynia się do wzrostu wartości przedsiębiorstwa.

Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa jest filozofią myślenia łączącą wszystkie funkcje i procesy przedsiębiorstwa w jedną całość i skoncentrowaną na osiąganiu jednego nadrzędnego celu, jakim jest wartość. Takie funkcje zarządzania jak zaopatrzenie, produkcja,

marketing, finanse czy kierowanie zasobami ludzkimi powinny być zogniskowane na procesie kreowania wartości przedsiębiorstwa.



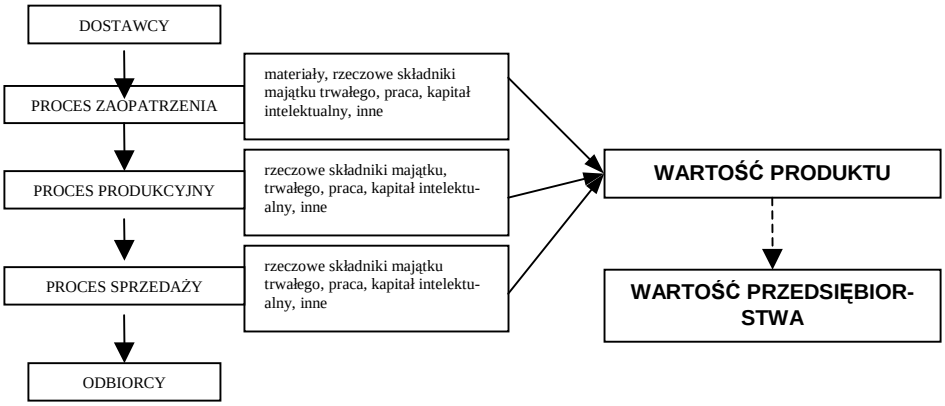
Rysunek 1.5. Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa na tle zarządzania procesowego w przedsiębiorstwie i innych przekrojowych koncepcji zarządzania. *Źródło: opracowanie własne*

Koncepcja *VBM* powinna być realizowana na wszystkich szczeblach zarządzania przedsiębiorstwem, poczynając od poziomu strategicznego, a kończąc na procesach poziomu operacyjnego. Na poziomie strategicznym decyzje muszą prowadzić do zwiększania wartości przedsiębiorstwa (powinna być rozpatrywana z wykorzystaniem metod oceny projektów inwestycyjnych). Na poziomie operacyjnym uwaga winna być koncentrowana na tych procesach, które kreują oraz zmniejszają wartość. Wynika z tego, że koncepcja musi się skupiać na trzech głównych procesach przedsiębiorstwa: zaopatrzeniu, produkcji i sprzedaży (rysunek 1.6). Efektem tych procesów jest produkt (w postaci wyrobu finalnego, towaru lub usługi), na którego wartość składają się zarówno materiały zużyte w produkcji, nakłady pracy żywej i ekonomiczne zużycie majątku trwałego (cząstka wartości składników majątku trwałego), jak i kapitał intelektualny - czyli zarówno kapitał strukturalny (oprogramowanie, sieci dystrybucji, systemy zaopatrzenia, architektura przedsiębiorstwa), jak i kapitał ludzki (zasoby ludzkie, wiedza, doświadczenie, struktury nieformalne i zasoby zewnętrzne: klienci, dostawcy). Zarządzanie wymienionymi procesami związane jest z następującymi problemami, które mogą prowadzić do zakłóceń i nieprawidłowości w ich funkcjonowaniu:

- brak koordynacji elementów procesu lub procesów następujących po sobie i wzajemnie zależnych,
- procesy przebiegają w odpowiednim czasie i miejscu, ale są zbyt kosztowne,
- procesy są zbędne.

Jako kryterium poprawności przebiegu procesów można uznać ich wkład do wzrostu wartości produktu, a tym samym pośrednio do wzrostu wartości przedsiębiorstw. Z tego widać, że *VBM* warunkuje prawidłowość zarządzania procesowego w przedsiębiorstwie.

Wymusza racjonalizację procesów, ogranicza ich liczbę do niezbędnego minimum oraz nakłada obowiązek stałego ich usprawniania, tak aby angażowały jak najmniej zasobów. Realizacja tej koncepcji wywiera nacisk na usprawnienie współpracy między procesami oraz skracanie ich cyklów. Stosowanie jej wymaga permanentnego zadawania pytania: w jaki sposób konkretny proces oddziałuje na wartość przedsiębiorstwa.



Rysunek 1.6. Miejsce podstawowych procesów operacyjnych na podstawie łańcucha wartości Portera. *Źródło: Opracowanie własne na podstawie*: M. Siudak, *Zarządzanie wartością* ... wyd. cyt., s. 45

Zwiększanie wartości przedsiębiorstwa wymaga pełnego zaangażowania wszystkich pracowników przedsiębiorstwa, zarówno kierownictwa najwyższego szczebla, jak pracowników najniższego poziomu. Pracownicy muszą mieć na uwadze wartość we wszystkich swoich działaniach, niezależnie od tego, czym się zajmują. Świadomość kreowania wartości powinna przyświecać wszystkim decyzjom podejmowanym w ramach procesów zachodzących w przedsiębiorstwie. Wartość przedsiębiorstwa zdeterminowana jest decyzjami zarówno w zakresie przygotowania produkcji, przygotowania konstrukcyjnego i technologicznego, jak również w zakresie rozmieszczenia substancji materialnej przedsiębiorstwa, tzn. lokalizacji zakładów względem odbiorców, położenia budynków, rozmieszczenia maszyn i urządzeń, usytuowania pracowników. Istotny jest również czas i miejsce poszczególnych czynności. Z punktu widzenia kreowania wartości przedsiębiorstwa każdy niezbędny proces musi zaistnieć w określonym czasie i miejscu. Wszelkie odchylenia od warunków optymalnych (proces nastąpił za wcześnie lub za późno) powodują uszczuplenie wartości.

1.2. Czynniki determinujące wartość przedsiębiorstwa

1.2.1. Wartość przedsiębiorstwa i czynniki decydujące o niej

Świadome zwiększanie wartości przedsiębiorstwa jest możliwe po określeniu, czym ona jest i co o niej decyduje. Istnieje wiele podejść do definiowania wartości przedsiębiorstwa. Adaptując nomenklaturę służącą do określania wartości aktywów w Międzynarodowych Standardach Rachunkowości (MSR), można mówić o wartości przedsiębiorstwa: bieżącej, bilansowej, ekonomicznej i godziwej.[49]

- **Wartość bieżąca** będzie odpowiadała zdyskontowanej wartości bieżącej przyszłych wpływów środków pieniężnych netto, które wypracuje przedsiębiorstwo w toku działalności gospodarczej.
- **Wartość bilansowa** będzie odpowiadała sumie aktywów ujmowanych w bilansie po odliczeniu umorzeń oraz łącznej kwoty odpisów aktualizujących z tytułu utraty wartości.
- **Wartość ekonomiczna** odpowiada cenie sprzedaży netto sumy składników aktywów lub ich wartości użytkowej, zależnie od tego, która z nich jest wyższa.
- **Wartość godziwa** jest to kwota, za jaką aktywa przedsiębiorstwa mogłyby zostać wymienione na drodze transakcji przeprowadzonej na warunkach rynkowych, pomiędzy zainteresowanymi i dobrze poinformowanymi, niepowiązanymi ze sobą stronami.

Zbliżoną, jednocześnie znacznie szerszą klasyfikację wartości przedsiębiorstwa podaje Helfert, wyróżniając wartość: ekonomiczną, rynkową, księgową, likwidacyjną, rozbiorową, odtworzeniową, zastawną, własnościową, szacunkową, funkcjonującego przedsiębiorstwa i właścicielską.[50]

Składniki wartości

Jakkolwiek istnieje wiele definicji wartości, to na potrzeby koncepcji *VBM* zostanie przyjęta ekonomiczna definicja wartości przedsiębiorstwa w rozumieniu zbliżonym do ujęcia Helferta, odzwierciedlająca ekonomiczną sytuację przedsiębiorstwa opartą na danych fundamentalnych. W zależności od przyjętych definicji w różny sposób ustalana jest wartość przedsiębiorstwa. Według teorii Modiglianiego i Millera z 1958 r. wartość przedsiębiorstwa zależy wyłącznie od strumienia jej przyszłych dochodów, które są uzależnione od aktywów przed-

[49] Zob. *Międzynarodowe Standardy Rachunkowości 1999*, International Accounting Standards Committee, London 1999, s. 1360.
[50] E.A. Helfert, *Techniki analizy finansowej.* PWE, Warszawa 2004, s. 451-457.

siębiorstwa i nie zależy od sposobu ich finansowania.[51] Oczywiście wniosek dotyczący struktury finansowania jest słuszny jedynie przy szczególnym zestawie założeń. Zmodyfikowany model Modiglianiego i Millera, uwzględniający oszczędności podatkowe i koszty potencjalnych trudności finansowych, informuje, że istnieje optymalna wielkość długu dla każdego przedsiębiorstwa. Tak więc z prac Modiglianiego i Millera można wywnioskować, że o wartości przedsiębiorstwa decydują przyszłe strumienie dochodów, które są uzależnione od zarządzania aktywami i od zarządzania strukturą finansową przedsiębiorstwa. Benninga i Sarig proponują ustalać wartość przedsiębiorstwa jako wartość jego kapitału własnego, powiększoną o wartości zadłużenia przedsiębiorstwa, obciążonego kosztem odsetek lub inaczej jako sumę wartości kapitału własnego, zadłużenia oraz wszystkich innych papierów wartościowych, nie należących do kapitału obrotowego.[52] Definicję te rozszerza Jajuga, według którego wartość przedsiębiorstwa jest równa sumie wartości długu i wartości kapitału własnego oraz składników pozabilansowych (opcje rzeczowe i finansowe).[53] Inaczej widzą wartość przedsiębiorstwa Brigham i Gapenski, którzy uważają, że na wartość przedsiębiorstwa składają się:[54]

- wartości istniejących aktywów,
- wartość „możliwości wzrostu" (projektów z dodatnimi *NPV*)

Podobnie wartość przedsiębiorstwa określa Rappaport, według którego o wartości decydują trzy elementy:

- zaktualizowana wartość przepływów gotówki z działalności operacyjnej w okresie objętym prognozą,
- wartość rezydualna,
- wartość papierów wartościowych przeznaczonych do sprzedaży.[55]

$$PVC = PVCF + RV + PW \tag{1.1}$$

gdzie: PVC – bieżąca wartość przedsiębiorstwa,
$PVCF$ – zaktualizowana wartość przepływów gotówki z działalności operacyjnej w okresie objętym prognozą,
RV – wartość rezydualna,
PW – wartość papierów wartościowych przeznaczonych do sprzedaży.

[51] E.F. Brigham, L.C. Gapenski, *Zarządzanie* ... wyd. cyt., t. 2, s. 32.
[52] S.Z. Benninga, O.H. Sarig, *Finanse przedsiębiorstwa: Metody wyceny*, WIG-Press Warszawa 2000, s. 267.
[53] K. Jajuga, *Wartość i ryzyko przedsiębiorstwa a informacje finansowe – niektóre współczesne problemy*, [w:] *Zarządzanie finansami. Mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw*, materiały konferencyjne pod red. D. Zarzeckiego, Uniwersytet Szczeciński, Warszawa 2003, t. 1, s. 284.
[54] E.F. Brigham, L.C. Gapenski, *Zarządzanie* ... wyd. cyt., t. 2, s. 304.
[55] A. Rapapport, *Wartość dla* ... wyd. cyt., s. 38.

W zbliżony sposób bieżącą wartość przedsiębiorstwa określa Duliniec, która poza papierami wartościowymi przeznaczonymi do sprzedaży proponuje uwzględnić również inne aktywa nie zaangażowane w działalność operacyjną:[56]

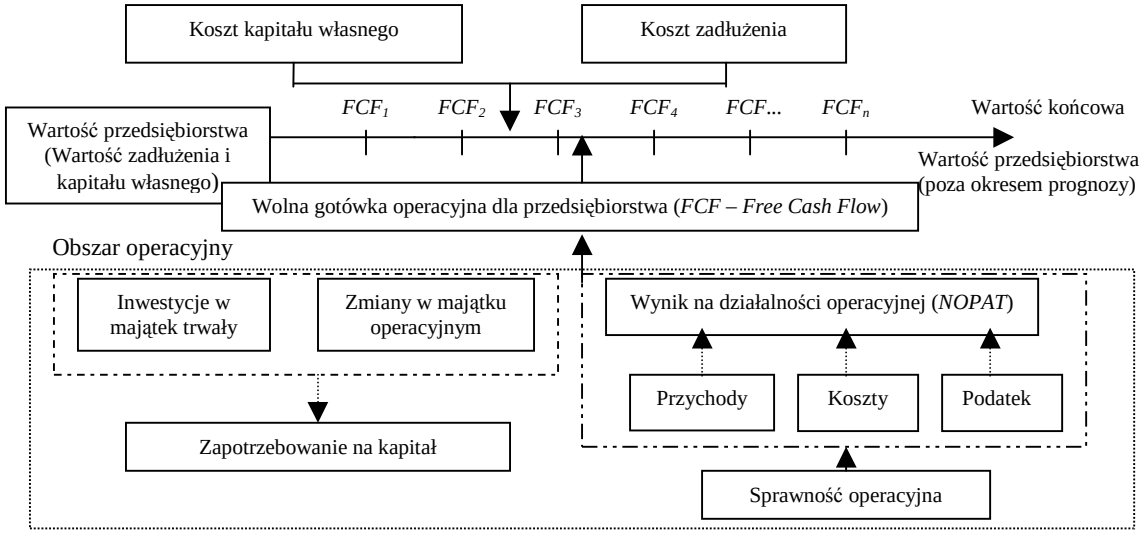
$$PVC = PVCF + RV + A \tag{1.2}$$

gdzie: A – aktywa nie zaangażowane w działalność operacyjną

Zdaniem autora w związku z przyjęciem na potrzeby *VBM* ekonomicznej definicji wartości przedsiębiorstwa, o wartości będzie decydował potencjał przedsiębiorstwa do generowania gotówki oraz wartość istniejących aktywów.

Czynniki wartości

Aby określić wartość przedsiębiorstwa, należy ustalić, jakie czynniki ją determinują. U Damodarana wartość przedsiębiorstwa, obliczana techniką *DCF* (ang. *discount cash flow*), jest uzależniona od kosztu kapitału własnego, kosztu zadłużenia i wolnej gotówki operacyjnej dla przedsiębiorstwa. Jego zdaniem, wolna gotówka jest zależna od decyzji podejmowanych w obszarze operacyjnym. Obszar ten obejmuje, poza zarządzaniem aktywami bilansowymi (trwałymi i operacyjnymi), przychody i koszty oraz sprawność organizacyjną, którą można rozumieć jako jeden z elementów kapitału intelektualnego (rysunek 1.7).



Rysunek 1.7. Czynniki kształtujące wartość przedsiębiorstwa. *Źródło: opracowanie własne na podstawie*: Damodaran A., *Value Creation and Enhancement: Back to the Future, http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page.*

[56] A. Duliniec, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001, s. 143.

Black, Wright, Bachman dzielą czynniki kształtujące wartość przedsiębiorstwa na:[57]

- strategiczne,
- finansowe,
- operacyjne

Do strategicznych zaliczają:

- ryzyko,
- rentowność,

do finansowych:

- sprzedaż,
- marżę przepływów pieniężnych,
- kapitał obrotowy,
- majątek trwały,
- gotówkową stopę podatkową,
- koszt kapitału,

do operacyjnych:

- jednostkowy poziom sprzedaży,
- ceny → **a to wiąże się z należnościami,**
- asortyment → **a to wiąże się z zapasami,**
- stawkę za robociznę,
- koszty ogólne,
- produkcję → **a to wiąże się z zapasami,**
- produktywność → **a to wiąże się z całym majątkiem obrotowym,**
- harmonogram pracy,
- przestoje → **a to wiąże się z zapasami,**
- warunki sprzedaży → **a to wiąże się z zapasami i należnościami,**
- warunki dostawców → **a to wiąże się z zapasami,**
- politykę płatności → **a to wiąże się z należnościami oraz zobowiązaniami z tytułu dostaw, robót i usług,**
- strategie dotyczące źródeł zasobów,
- decyzje o lokalizacji,
- budżetowanie kapitałowe,

[57] A. Black, P. Wright, J.E. Bachman, *W poszukiwaniu wartości* ... wyd. cyt., s. 101.

- taktykę w zakresie innowacji,
- decyzje w zakresie finansowania → **a to wiąże się ze źródłami finansowania majątku obrotowego,**

Zbierając powyższe definicje, można stwierdzić, że o wartości przedsiębiorstwa decyduje:

1) sposób wykorzystania aktywów (zarządzanie aktywami w tym kapitałem intelektualnym),
2) struktura kapitału,
3) potencjał wzrostu, możliwość wzrostu (tkwiący w aktywach przedsiębiorstwa),
4) zarządzanie strategiczne.

Według Rossa, Westerfielda, Jordana aktywa, od których zależy wartość przedsiębiorstwa, można podzielić na:[58]

- bilansowe:
  - majątek trwały,
  - majątek obrotowy,
- nie ujęte w bilansie (pozabilansowe):
  - dobre zarządzanie,
  - reputacja przedsiębiorstwa,
  - pracownicy.

Zdaniem autora, listę aktywów pozabilansowych można poszerzyć o:

- kontakty z otoczeniem,
- kwalifikacje kadry zarządzającej,
- przyjęte, utrwalone metody zarządzania, procedury postępowania,
- strukturę organizacji,
- aktywa, które nie zostały ujęte w bilansie z racji swej wartości, zużycia księgowego czy też innych przyczyn.

Wyszczególnione aktywa pozabilansowe można podzielić na te, które zaliczane są do kapitału intelektualnego, i pozostałe aktywa pozabilansowe (reputacja przedsiębiorstwa, struktura organizacji, aktywa nieujęte w bilansie z racji wartości zużycia w związku z ich dzierżawą lub leasingiem itp.).

Czynniki decydujące o wartości przedsiębiorstwa można podzielić (rysunek 1.8) na te, które mają charakter:

[58] S.A. Ross, R.W. Westerfield, B.D. Jordan, *Finanse przedsiębiorstw*, Dom wydawniczy ABC Warszawa 1999, s. 42.

- pierwotny (podstawowe) i
- wtórny.

Do pierwotnych czynników wartości należy zaliczyć:

- kapitał intelektualny, [59]
- zarządzanie majątkiem trwałym,
- zarządzanie majątkiem obrotowym.[60]

Rola kapitału intelektualnego w kształtowaniu wartości przedsiębiorstwa jest w ostatnich latach silnie akcentowana.[61] Istnieje wiele definicji kapitału intelektualnego (*IC - intellectual capital*)[62], *OECD* definiuje ten kapitał jako ekonomiczną wartość dwóch kategorii nienamacalnych aktywów przedsiębiorstwa i kapitału organizacyjnego (strukturalnego) i kapitału ludzkiego.[63] Bratnicki dzieli kapitał intelektualny (zasoby intelektualne) na (rysunek 1.8):[64]

- kapitał społeczny,
- kapitał ludzki i
- kapitał organizacyjny.

Zarządzanie tą częścią aktywów pozabilansowych, które określa się mianem kapitału intelektualnego, decyduje o wielkości aktywów bilansowych i pozostałych aktywów pozabilansowych przedsiębiorstwa.

[59] Szerzej na temat roli kapitału intelektualnego w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa [w]: T. Dudycz, *Finansowe narzędzia zarządzania wartością przedsiębiorstwa,*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2001, s. 249; B. Kaczmarek, *Kapitał intelektualny a wartość przedsiębiorstwa*, [w:] *Nowe tendencje w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa. Aktualny stan i perspektywy rozwoju*. materiały konferencyjne pod redakcją E. Urbańczyka, (Uniwersytet Szczeciński) Wydawnictwo Kreos, Szczecin 2003, s. 333-340; D. Simpson, *Znaczenie kapitału intelektualnego w tworzeniu wartości przedsiębiorstwa*. [w:] *Nowe tendencje w*…, s. 401-414.

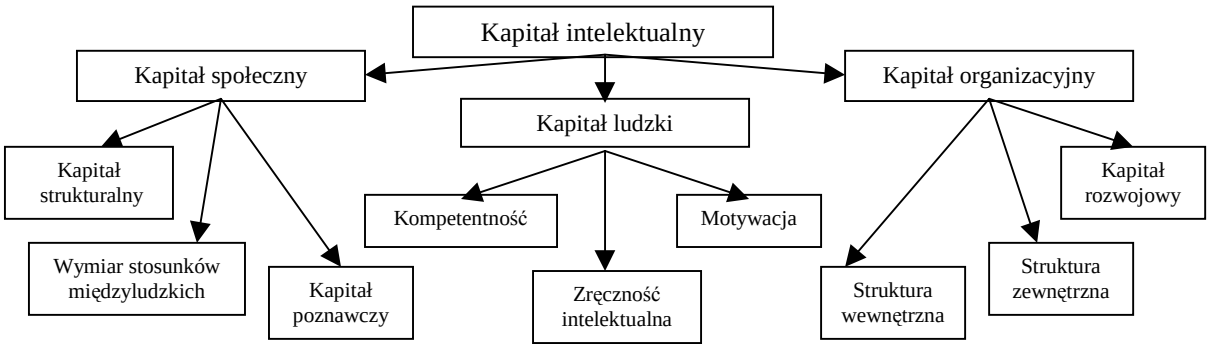
[60] Szerzej na temat wpływu majątku obrotowego na kreowanie wartości przedsiębiorstwa w rozdziale 2.

[61] Zob. D. Dobija, *Jak mierzyć i sprawozdawać kapitał ludzki i intelektualny firmy*, [w:] *Czas na pieniądz. Zarządzanie finansami. Mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw*. Tom I. Materiały konferencyjne pod redakcją D. Zarzeckiego, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2003, s. 215-234; A. Sokołowska, *Zarządzanie kapitałem intelektualnym a zarządzanie wiedzą – integracja i dezintegracja*, [w:] *Nowe kierunki w zarządzaniu przedsiębiorstwem. Integracja i dezintegracja*. pod redakcją H. Jagody, J. Lichtarskiego. Prace naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu 928. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2002, s. 150-156.

[62] Można się też spotkać ze skrótami *KC* (*knowledge capital*) *i KA* (*knowledge assets*).

[63] Organization for Economic Co-operation and Development, *"Guidelines and instructions for OECD symposium"* International Symposium Measuring and Reporting Intellectual Capital: Experiences, Issues, and Prospects, June 1999, OECD, Amsterdam, Paris. za T. Dudycz, *Finansowe narzędzia* ... wyd. cyt., s. 250.

[64] M. Bratnicki, *Spojrzenie na kapitał intelektualny z punktu widzenia wartości przedsiębiorstwa*, [w:] *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, materiały konferencyjne pod redakcją J. Duraja, Uniwersytet Łódzki, Łódź 1999, s. 33.



Rysunek 1.8. Główne składniki kapitału intelektualnego. *Źródło: opracowanie własne na podstawie:* M. Bratnicki, *Spojrzenie na kapitał ...* wyd. cyt., s. 26

Kapitał intelektualny występuje w każdym przedsiębiorstwie niezależnie od profilu i formy działalności przedsiębiorstwa. Występuje on także wtedy gdy w przedsiębiorstwie nie ma świadomości jego istnienia. Jest on jednym z najistotniejszych czynników (jeżeli nie najistotniejszym) wartości przedsiębiorstwa. Kapitał intelektualny wpływa na dwa pozostałe pierwotne czynniki wartości, na zarządzanie majątkiem trwałym i zarządzanie majątkiem obrotowym. To od niego uzależniona jest po części wielkość niezbędnych nakładów na twarde aktywa, gdyż przesądzają o tym właśnie kwalifikacje pracowników, wiedza technologiczna, skłonność do zmian, kontakty z klientami i dostawcami, innowacyjność, kultura i struktura organizacyjna, filozofia zarządzania oraz wiele innych elementów zaliczanych do kapitału intelektualnego.

Trzy podstawowe czynniki wartości współdecydują o czynnikach wtórnych, takich jak:

- przychody z działalności operacyjnej,
- koszty działalności operacyjnej,
- zarządzanie zobowiązaniami bieżącymi,
- ryzyko (inwestycyjne, prawne, operacyjne, rynku, płynności finansowej),
- zarządzanie strukturą kapitału.

Wybrane wtórne czynniki wartości

Zarządzanie strukturą kapitałową

Współzależność pomiędzy strukturą kapitałową przedsiębiorstwa a jego wartością jest przedmiotem zainteresowania teoretyków finansów od ponad 60 lat. Szczególny wzrost zainteresowania tą problematyką nastąpił po opublikowaniu prac Modiglianiego i Millera.[65]
Za optymalną strukturę kapitału uważa się taką, która prowadzi do maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa. Teoria finansów nie jest w stanie określić uniwersalnej formuły, która umożliwiłaby wyznaczenie docelowej optymalnej struktury kapitałowej dla danego przedsiębiorstwa. Badania nad wpływem struktury kapitałowej na wartość przedsiębiorstwa zaowocowały powstaniem szeregu teorii, np. teoria substytucji, hierarchii źródeł finansowania, sygnalizacji.[66] Problem optymalnej struktury kapitału próbowali w praktyce rozwiązać Groth i Anderson. Podają oni praktyczne wskazówki, dzięki którym przedsiębiorstwo może określić, jak blisko optymalnej struktury kapitału się znajduje.[67] Wskazówki te są jednak oparte na informacjach płynących z rynku kapitałowego. W przypadku przedsiębiorstw spoza rynku giełdowego można oprzeć się na wynikach badań przeprowadzonych w krajach dawnej grupy G7. Z badań tych wynika, że przeciętne całkowite zadłużenie przedsiębiorstw według wartości księgowych w latach 1987-1991 zawierało się w przedziale 50-70%, a według wartości rynkowych między 40 a 66%.[68] Zadłużenie polskich przedsiębiorstw notowanych na GPW z wyłączeniem instytucji finansowych kształtowało się w latach 1996-1999 w przedziale 42-48%.[69]

Zarządzanie ryzykiem

Istotny wpływ na wartość przedsiębiorstwa mają pominięte przez Modiglianiego i Millera ryzyko niewypłacalności i związane z nimi koszty trudności finansowych.[70] Ryzyko

[65] D. Zarzecki, *Koszt kapitału a wartość przedsiębiorstwa*, [w:] praca zbiorowa pod redakcją J. Duraja, *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*, Wydawnictwo Naukowe Novum, Płock 2002, s. 111.
[66] M. Siudak, *Zarządzanie wartością* ... wyd. cyt., s. 59.
[67] J.C. Groth, R.C. Anderson, *Capital Structure: Perspectives for Managers*, "Management Decisions", nr 35/6 1997.
[68] K.G. McClure, R. Clayton, R.A. Hofler, *International Capital Structure Differences Among the G7 Nations: a Current Empirical View*, "The European Journal of Finance" nr 5/1999, s. 141-164; zob. też: W. Pluta, *Iteracyjna metoda szacowania optymalnej struktury kapitałów*, [w:] *Czas na pieniądz. Zarządzanie Finansami. Mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw*. t. 2. materiały konferencyjne pod redakcją D. Zarzeckiego, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2003, s. 217-222.
[69] T. Dudycz, *Finansowe* ... wyd. cyt., s. 174.
[70] A. Duliniec, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001, s. 125.

można rozumieć jako możliwość wystąpienia wyniku niezgodnego z oczekiwaniami.[71] W procesie określania wartości przedsiębiorstwa można mówić o dwóch kategoriach ryzyka:

- ryzyku przedsiębiorstwa i
- ryzyku wyceny

Obie kategorie ryzyka w istotny sposób mogą wpływać na oszacowanie wartości przedsiębiorstwa. W metodach dyskontowych wyceny przedsiębiorstwa ryzyko przedsiębiorstwa jest wkalkulowane w koszt kapitału. Im większe ryzyko przedsiębiorstwa tym wyższy koszt kapitału i niższa wartość przedsiębiorstwa. Ocena ryzyka przedsiębiorstwa jest możliwa po identyfikowaniu:

- ryzyka rynkowego (wynikającego ze zmiany cen materiałów, produktów, towarów, usług, zmiany stóp procentowych, kursów walut),
- ryzyka kredytowego,
- ryzyka operacyjnego,
- ryzyka płynności finansowej,
- ryzyka inwestycji,
- ryzyka prawnego.

Dla inwestorów ważną kategorią ryzyka, którą można zaliczyć do ryzyka przedsiębiorstwa, jest ryzyko sprawozdań finansowych. Ta kategoria ryzyka nabrała szczególnego znaczenia w kontekście spektakularnych upadków przedsiębiorstw głównie w Stanach Zjednoczonych i Europie, których sprawozdania finansowe nie odzwierciedlały rzeczywistego obrazu firmy.[72]

Ryzyko wyceny to tak naprawę ryzyko modelu. Ryzyko modelu można podzielić na:

- ryzyko złej identyfikacji modelu,
- ryzyko estymacji modelu.

Ryzyko identyfikacji modelu wynika z faktu, że w procesie wyceny stosowany jest nieuprawniony do tego celu model (co wiąże się np. z brakiem odpowiednich danych). Ryzyko estymacji modelu wynika z tego, że większość wielkości w modelu wyceny, jest określanych na podstawie danych historycznych.[73] Aby zminimalizować ryzyko wyceny konieczne wydaje się określenie błędu wyceny lub przeprowadzenie analizy wrażliwości dla parametrów, które są szacowane.

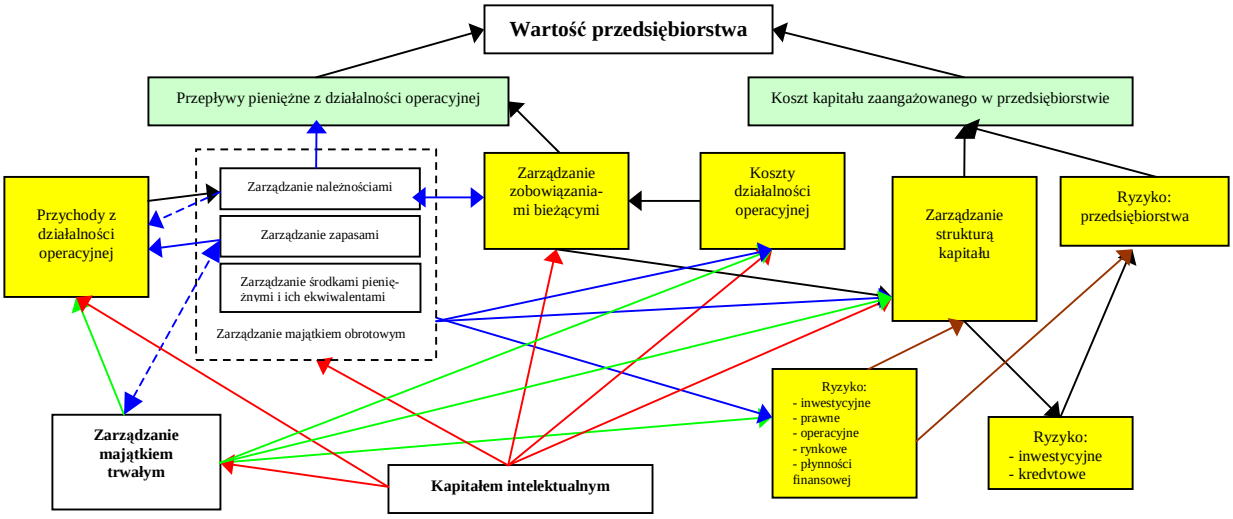
---

[71] K. Jajuga, *Wartość i ryzyko przedsiębiorstwa a informacje finansowe – niektóre współczesne problemy*, [w:] *Czas na pieniądz. Zarządzanie Finansami. Mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw*, materiały konferencyjne pod redakcją D. Zarzeckiego, Uniwersytet Szczeciński, Warszawa 2003, t. 1, s. 286.
[72] Np. Enron, World.com, Parmalat.
[73] K. Jajuga, *Wartość i ryzyko* ... wyd. cyt., t. 1, s. 287.

Pozostałe wtórne czynniki wartości zostaną omówione w rozdziale 2. w kontekście wpływu zarządzania majątkiem obrotowym na wartość przedsiębiorstwa.

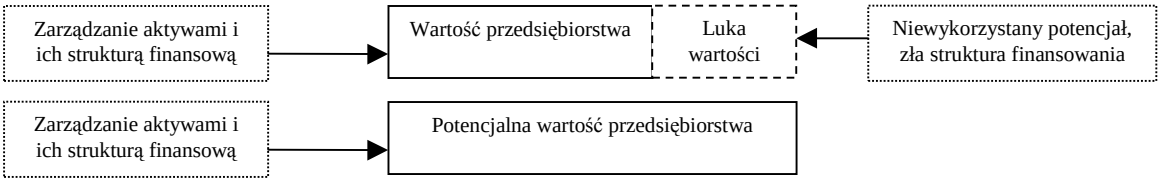
Czynniki wtórne za pośrednictwem przepływów pieniężnych i kosztu zaangażowanego kapitału wpływają na wartość przedsiębiorstwa. Efekty decyzji podejmowanych w obszarze czynników pierwotnych i wtórnych kształtują (rysunek 1.9):

- przepływy pieniężne i
- koszty kapitału zaangażowanego w przedsiębiorstwo.



Rysunek 1.9. Czynniki kształtujące wartość przedsiębiorstwa. *Źródło: opracowanie własne*

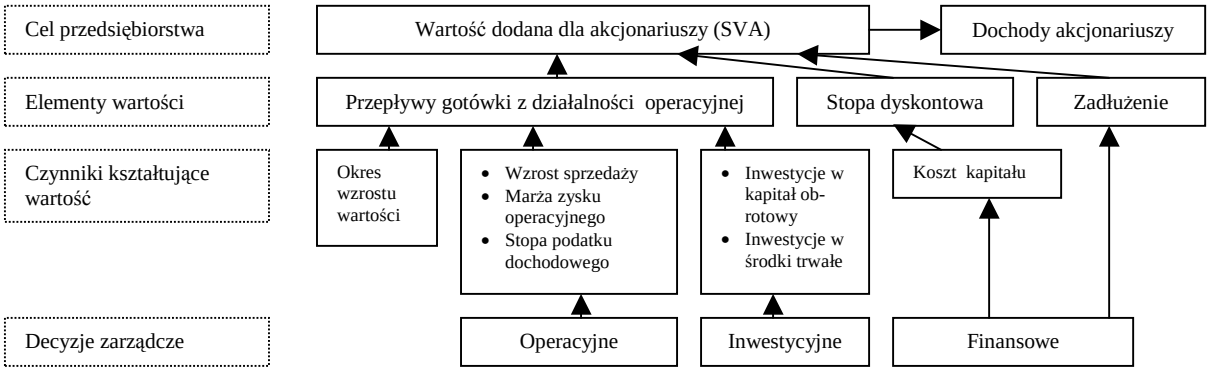
Zarządzanie wymienionymi czynnikami decyduje o wartości przedsiębiorstwa i powstawaniu ewentualnej „luki wartości” (rysunek 1.10) czyli różnicy między potencjalną i aktualną wartością przedsiębiorstwa.



Rysunek 1.10. Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa. *Źródło: opracowanie własne*

1.2.2. Wartość przedsiębiorstwa a wartość dla właścicieli

W koncepcji *VBM* istotne jest określenie związków między wartością przedsiębiorstwa, a wartością dla jego właścicieli. Proces kreowania wartości dla właścicieli określany jest skrótem *SHV (shareholder value)* – wartość dla akcjonariuszy. Według Rappaporta wartość dla właścicieli równa jest wartości przedsiębiorstwa pomniejszonej o wielkość jego zadłużenia.[74] Aby więc rosła wartość dla właścicieli musi wzrastać wartość przedsiębiorstwa. Jak widać, Rapapport utożsamia wartości dla właścicieli z wartością przedsiębiorstwa, co ilustruje rysunek 1.11. Z rysunku tego wynika, że czynniki wpływające na wartość przedsiębiorstwa determinują również wartość dla właścicieli.



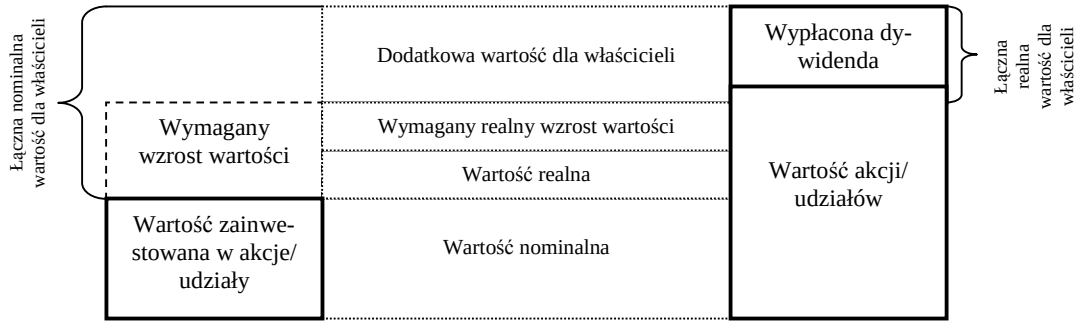
Rysunek 1.11. Sieć wartości dla akcjonariuszy. *Źródło:* A. Rapapport, *Wartość dla* … wyd. cyt., s. 65

Z punktu widzenia jednak konkretnego właściciela przedsiębiorstwa o wzroście wartości dla niego decyduje (rysunek 1.12):

- wartość zainwestowana w akcje, udziały,
- wymagany wzrost wartości,
- obecna wartość akcji, udziałów,
- wypłacona dywidenda.

Z rysunku wynika, że wzrost wartości dla właściciela nastąpi wtedy, gdy nominalna suma wypłaconej dywidendy i przyrostu wartości akcji/udziałów będzie większa od wymaganego wzrostu wartości. Wymagany przez właściciela wzrost wartości odpowiada kosztowi kapitału własnego przedsiębiorstwa.

[74] A. Rapapport, *Wartość dla* … wyd. cyt., s. 38.



Rysunek 1.12. Wartość dla właścicieli przedsiębiorstwa. *Źródło: opracowanie własne*

W literaturze pojawiają się także klasyfikacje czynników wartości pokazujące w sposób skwantyfikowany stopień ich wpływu na wartość dla właścicieli. Jest to niezwykle atrakcyjne, a jednocześnie złudne. Siła wpływu na wartość dla właścicieli poszczególnych generatorów wartości według Price Waterhouse jest pokazana w tabeli 1.1.

Tabela 1.1. Siła oddziaływania poszczególnych czynników na wzrost wartości dla akcjonariuszy

Nazwa generatora	Zmiana	Stopień wpływu na wartość dla akcjonariuszy
wzrost wartości	+1%	+12%
marża zysku operacyjnego	+1%	+23%
Efektywna stopa podatku	-1%	+2%
kapitał obrotowy	-1%	+7%
Inwestycje	-1%	+5%
średni ważony koszt kapitału	-1%	+10%
okres przewagi nad konkurencją	+1%	+17%

Źródło: P. Driscoll, Value Builder: Enhancing Shareholder Value, Warsaw Corporate Center 1997, .za J. Jeżak, *Zarządzanie zorientowane na wzrost wartości przedsiębiorstwa,* [w:] *Nowe kierunki w zarządzaniu przedsiębiorstwem – koncepcje przekrojowe,* Prace Naukowe AE we Wrocławiu, pod redakcją: H. Jagody i J. Lichtarskiego, AE Wrocław 1998, s. 288.

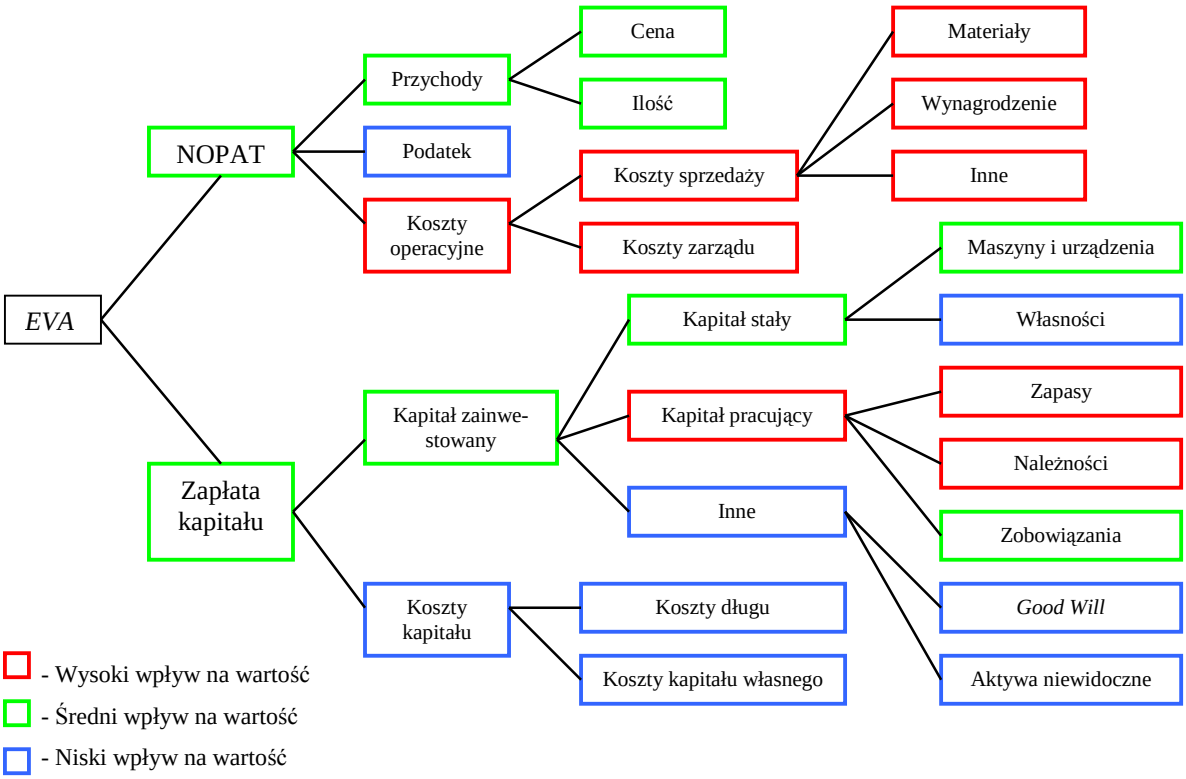
Wyniki zawarte w tabeli 1.1 sugerują, że zmiany niektórych czynników mają większy wpływ na wartość dla właścicieli niż pozostałe. Z kategorycznymi stwierdzeniami zawartymi w tej tabeli trudno się zgodzić. Być może, że w określonych warunkach zmniejszenie inwestycji czy też nakładów na kapitał obrotowy wpływa na wzrost wartości dla akcjonariuszy, lecz będzie to raczej efekt krótkookresowy. Można jednak wykazać, że skutek tych działań w długim okresie będzie niekorzystny dla właścicieli.[75] W związku z tym nie należy przedsiębiorstwom

[75] Zmniejszenie kapitału obrotowego netto powoduje według danych z tabeli zmniejszenie wartości dla właścicieli przedsiębiorstwa. Jednocześnie może ona niekorzystnie wpłynąć na strukturę kapitału, a w konsekwencji na *WACC*. Podobnie z inwestycjami: ich zmniejszenie ma powodować wzrost wartości dla właścicieli, może jednak przynieść przeciwne skutki gdyż negatywnie będzie wpływać na okres przewagi konkurencyjnej. Według Price Waterhouse największy wpływ na wartość ma marża zysku operacyjnego. Jest to może prawda w określonych sytuacjach. Można sobie jednak wyobrazić szereg przypadków, gdy zwiększenie marży nie spowoduje wzrostu wartości a wręcz ją zmniejszy. Jeżeli np. wzrost marży jest spowodowany zwiększeniem cen produktów lub usług, to może spowodować zmniejszenie liczby klientów i w konsekwencji mniejsze przepływy pieniężne netto, co z pewnością nie wpływa na wzrost wartości przedsiębiorstwa oraz wartość dla właścicieli.

zalecać zmniejszenia nakładów na te dwie pozycje jako sposobu na wzrost wartości dla właścicieli.

Siła wpływu poszczególnych czynników wartości może być prawdziwa tylko dla określonych przypadków. Każde przedsiębiorstwo jest inne, co oznacza, że każde może wymagać innych działań dla poprawienia swojej wartości. Poszczególne czynniki wartości wchodzą we wzajemne relacje. Zmiana jednego z czynników może powodować zmianę w kilku innych, zatem należy ostrożnie podchodzić do informacji zawartych w tego typu zestawieniach.

Zdają sobie z tego sprawę propagatorzy parametrów mierzących efekt kreacji wartości przedsiębiorstwa, pokazując siłę poszczególnych generatorów wartości (rysunek 1.13).



Rysunek 1.13. Składniki wartości parametru *EVA*. *Źródło: Demystifying EVA and EVA Implementation*, Fingan & Company LLC, Icelandic Managment Association Conference on EVA®, November 16,1999

Badając relacje między wartością przedsiębiorstwa a wartością dla właścicieli, można postawić następujące pytanie: Czy wzrost wartości przedsiębiorstwa przekłada się na wzrost wartości dla jego właścicieli? Z wartości całego przedsiębiorstwa na właścicieli przypada ta, która pozostaje po odjęciu wartości zadłużenia (wzór 1.3).

$$SV = CV - DV \tag{1.3}$$

gdzie: SV – wartość dla właścicieli,

CV – wartość przedsiębiorstwa,

DV – wartość zadłużenia.

Wartość dla właścicieli jest to wartość reprezentowana przez kapitał własny, więc jeżeli przyrost tej wartości można zapisać jako:

$$\Delta SV = \Delta CV - \Delta DV \tag{1.4}$$

to jest ona tożsama z przyrostem wartości kapitału.

$$\Delta SV = \Delta MV \tag{1.5}$$

gdzie: MV – wartość rynkowa kapitału własnego.

Wzrost wartości rynkowej kapitału własnego nie odpowiada przyrostowi wartości dla właścicieli, gdy:

- wyemitowano nowe akcje / udziały płatne gotówką,
- dokonano konwersji długu zamiennego na akcje.

Natomiast spadek wartości rynkowej kapitału własnego nie pokrywa się ze spadkiem wartości dla właścicieli gdy:

- przedsiębiorstwo wypłaciło dywidendy,
- przedsiębiorstwo wykupiło akcje.

W związku z tym przyrost wartości dla właścicieli wynosi:[76]

Przyrost wartości dla właścicieli =
Wzrost wartości rynkowej kapitału własnego
+ Dywidendy wypłacone w trakcie roku
- Wydatki na zwiększenie kapitału własnego (1.6)
+ Inne płatności dla właścicieli (np. wykup akcji)
- Konwersja długu zamiennego

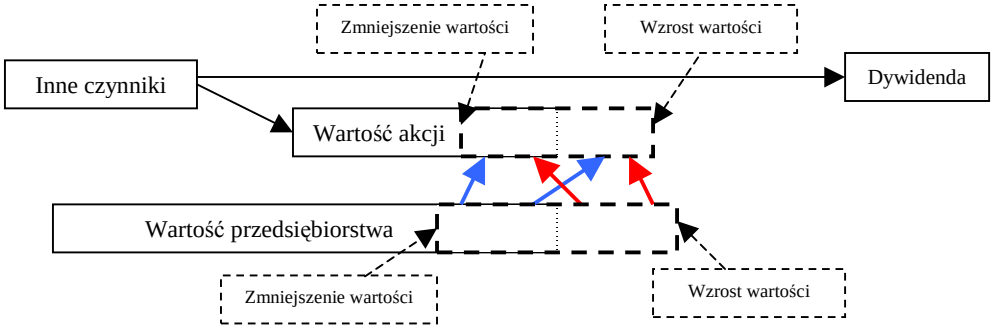
Powyższe relacje między zmianami wartości przedsiębiorstwa a zmianami wartości dla właścicieli mogą być zniekształcone przez błędy pomiaru. Niektóre z nich to:

1) przyjęta metoda wyceny wartości przedsiębiorstwa,
2) przyjęta metoda mierzenia efektu kreacji wartości przedsiębiorstwa,
3) subiektywne założenia, co do przyszłości przedsiębiorstwa,

[76] T. Dudycz, P. Szymański, *Pomiar wartości dodanej dla akcjonariuszy*, [w:] *Inwestycje i ubezpieczenia – tendencje światowe a polski rynek*, pod redakcją K. Jajugi i W. Ronki-Chmielowca. Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu nr 991, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu 2003, s. 107-121

4) oceny giełdy, kraju czy regionu przez inwestorów,
5) kursy walut.

Wartość przedsiębiorstwa ma względny charakter. W określeniu wartości przedsiębiorstwa zawsze istnieje duża doza subiektywizmu w sferze doboru zarówno metod, jak i informacji oraz przyjętych założeń. Zatem wartość przedsiębiorstwa ma zawsze charakter szacunkowy, nie zaś bezwzględny. Zmiany wartości dla właścicieli mogą powstać także w sytuacjach braku zmian działalności operacyjnej przedsiębiorstwa, np. w wyniku zmian na rynkach walutowych czy też zmiany nastawienia części inwestorów co do przyszłości kraju, regionu (rysunek 1.14).



Rysunek 1.14. Zmiany w wartości przedsiębiorstwa a zmiany w wartość akcji / udziałów. *Źródło: opracowanie własne*

Jak pokazano na rysunku, zmiana wartości przedsiębiorstwa powinna mieć swoje odzwierciedlenie w kursie akcji, lecz możliwe są również sytuacje, kiedy to wartość przedsiębiorstwa rośnie, a spada wartość akcji lub odwrotnie. W związku z tym, że w zarządzaniu przedsiębiorstwem dominuje ujęcie księgowe, a nie ekonomiczne, w praktyce mogą zdarzać się także sytuacje, w których dywidenda jest wypłacana przy zmniejszeniu się wartości przedsiębiorstwa.

1.3. Metody pomiaru efektu kreacji wartości przedsiębiorstwa

Przesłanki pomiaru efektu kreacji wartości przedsiębiorstwa

Aby koncepcja zarządzania wartością mogła być wprowadzona w życie, pojawiła się konieczność opracowania mierników, które umożliwią w sposób stosunkowo prosty śledzenie zmian w wartości przedsiębiorstwa w danym okresie. Na potrzebę tę zareagowało wiele firm konsultingowych, co skutkowało pojawieniem się całej palety mierników. Mierzenie efektu kreacji wartości przedsiębiorstwa stało się jednym ze sposobów mierzenia jego efektywności.[77] Istnieje wiele sposobów oceny efektywności przedsiębiorstw.[78] Mierniki efektywności przedsiębiorstwa stosowane były już w XIX w., jednak znaczny rozwój prac nad nimi nastąpił na początku XX wieku.[79] Na przestrzeni lat zmieniały się kryteria oceny efektywności przedsiębiorstwa (tabela 1.2).[80] Przez szereg lat miarą efektywności przedsiębiorstwa była marża zysku. Następnie w latach osiemdziesiątych prymat wiodła ocena przedsiębiorstwa oparta na przyroście zysku. W kolejnym dziesięcioleciu największą popularnością cieszyły się wskaźniki rentowności oraz wskaźniki giełdowe, takie jak *EPS*. W latach dziewięćdziesiątych pojawiły się mierniki kreacji wartości przedsiębiorstwa, takie jak *EVA, CVA, SVA, CFROI* i obecnie powiększa się grono ich zwolenników. Jednak wciąż bardzo popularne są wskaźniki rentowności, mimo wielu wad związanych ze stosowaniem (tylko) danych księgowych.

Tabela 1.2. Ewolucja popularności kryteriów oceny przedsiębiorstwa

Lata siedemdziesiąte i wcześniej	Lata osiemdziesiąte	Lata dziewięćdziesiąte	Współcześnie
marża zysku	zysk operacyjny przyrost zysku	zwrot z aktywów	EVA CVA SVA CFROI

Źródło: E.A. Helfert, *Techniki analizy finansowej*, PWE Warszawa 2004, s. 505

[77] Różne ujęcia efektywności, zob.: J. Juzwiszyn, W. Rybicki, A. Smoluk: *O definicji efektywności rozważania nad celowością w naturze i rozwoju.* Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, (druku), Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2004, s. 231-236.; S. Wrzosek: *Znaczenie efektywności ekonomicznej w procesach decyzyjnych przedsiębiorstw.* Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Praca w druku, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2004, s. 588-592.
[78] Zob.: J. Kay, *Podstawy sukcesu firmy*, PWE Warszawa 1996, s. 37.
[79] T. Dudycz, *Finansowe narzędzia* ... wyd. cyt., s. 177.
[80] Należy tu zaznaczyć, że wiele miar zawartych w tabeli 1.2 pojawiło się znacznie wcześniej niż wynikałoby to z ich zaszeregowania i były stosowane praktyce, lecz największą popularność zyskały w podanych przedziałach czasu.

Do najpopularniejszych mierników księgowych należą:

- *ROI* – wskaźnik zwrotu z inwestycji (*return on investment),*
- *ROA* – wskaźnik zwrotu z aktywów (*return on assets),*
- *RONA* – wskaźnik zwrotu z aktywów netto (*return on net assets),*
- *ROE* – wskaźnik zwrotu z kapitału własnego (*return on equity),*
- *ROCE* – wskaźnik zwrotu z zainwestowanego kapitału (*return on capital employed),*
- *EPS* – wskaźnik zysku na jedną akcję (*earnings per share),*

Powyższe wskaźniki osiągnięć przedsiębiorstw są coraz powszechniej krytykowane.[81] Ich przydatność będzie się zmniejszała ze względu na to, że „proces transformacji przedsiębiorstw przemysłowych w przedsiębiorstwa oparte na wiedzy będzie mieć wpływ na wielkości księgowe i tradycyjne wskaźniki finansowe".[82] Słabością tych mierników oraz zysku księgowego jest to, że opierają się na danych księgowych, przez co decydenci, podejmując decyzje, przyjmują optykę księgową, a nie ekonomiczną.

Czy wzrost wartości przedsiębiorstwa jest tożsamy z wypracowanym zyskiem? Zysk wypracowany przez przedsiębiorstwo jest miernikiem mało wiarygodnym i nie jednolitym gdyż, rachunkowość daje szerokie możliwości manipulowania wynikiem finansowym. Zdaniem Skoczylas, maksymalizacja zysku nie ma odpowiedniej wartości poznawczej dla zarządzania przedsiębiorstwem, gdzie wzrost zysku nie jest równoznaczny z tworzeniem wartości dla właścicieli przedsiębiorstwa.[83] Także Rapapporta dostrzega wiele powodów, dla których zysk nie jest właściwą miarą dla wyceny wartości ekonomicznej. Należą do nich[84];

- możliwość wykorzystania alternatywnych metod rachunkowości, wpływających na wielkość wyniku finansowego,
- nieuwzględnianie ryzyka,
- pomijanie nakładów inwestycyjnych,
- nieuwzględnianie polityki dywidendowej,
- ignorowanie zmiennej wartości pieniądza w czasie (nieporównywalność danych z poszczególnych okresów).

[81] T. Dudycz, *Finansowe narzędzia* ... wyd. cyt., s. 177.
[82] A. Rapapport, *Wartość dla* ... wyd. cyt., s. 4. O coraz słabszej zależności między danymi księgowymi a wartością wynikającą z rynku kapitałowego pisze też: A. Ehrbar, *Strategia tworzenia wartości przedsiębiorstwa*, WIG-Press, Warszawa 2000, s. 131.
[83] W. Skoczylas, *Ocena przydatności dotychczas stosowanych mierników w zarządzaniu wartością firmy*, [w:} Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym, materiały konferencyjne pod redakcją J. Duraja, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 1997, s. 281.

Listę zarzutów stawianych miernikom księgowym można rozszerzyć o:

- nieporównywalność zysku księgowego ze względu na odmienne standardy rachunkowości w poszczególnych krajach (tabela 1.3),
- dużą dowolność w zakresie określania zysku księgowego w ramach standardów rachunkowych w danym kraju (tabela 1.3),
- zysk księgowy nie pokrywa się z wielkością generowanej przez przedsiębiorstwo gotówki.

Badania przeprowadzone w 1993 r. przez Institute of Management Accountants wśród amerykańskich przedsiębiorstw pokazały, że: [85]

- stosowane przez nich systemy pomiaru osiągnięć przedsiębiorstwa nie odzwierciedlają w pełni celów jakie stawiane są organizacji,
- istnieje rozdźwięk między wynikami przedsiębiorstwa w ujęciu księgowym a jego rynkową wartością, co obrazuje niska korelacja między zyskiem przypadającym na jedną akcję a rynkowym kursem akcji.

Także wskaźniki (np. rentowności) oparte na zysku zawierają wszystkie te mankamenty, które są charakterystyczne dla zysku księgowego.

Tabela 1.3. Różnice w kształtowaniu zysku księgowego w poszczególnych krajach (w mln ECU)

Kraj	Zysk najbardziej prawdopodobny	Zysk maksymalny	Zysk minimalny
Belgia	135	193	90
Francja	149	160	121
Hiszpania	131	192	121
Holandia	140	156	76
Niemcy	133	140	27
Wielka Brytania	192	194	171
Włochy	174	193	167

Źródło: Henley Management College, za: A. Black, P. Wright, J. E. Bachman, *W poszukiwaniu wartości* ... wyd. cyt., s. 51.

Krytyka dotychczasowych miar osiągnięć przedsiębiorstw spowodowała konieczność opracowania nowych, które pozwoliłyby na realizację koncepcji *VBM* w praktyce. W efekcie powstała cała paleta nowych mierników, które zdobywają coraz więcej zwolenników. Mierniki te nie pokazują, ile jest warte przedsiębiorstwo, udzielają natomiast odpowiedzi, czy przedsiębiorstwo zwiększa swoją wartość lub czy też podejmowane decyzje zwiększą jego

[84] A. Rapapport, *Shareholder Value – Wertsteigerung als Massstab für die Unternehmensführung,* Schäffer – Poeschel Verlag, Stuttgart 1995, s. 3, za: W. Skoczylas, *Ocena przydatności* ... wyd. cyt., s. 278.

[85] A. Cwynar, W. Cwynar, *Zarządzanie wartościa spółki kapitałowej. Koncepcje, systemy, narzędzia*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2002, s. 35. zob. także: L.L. Eng, S. Li, Y.T. Mak, *Trends in Earnings, Book Value and Stock Price Relationships: An International Study*, 20 December 1999, http//ssrn.papers.com

wartość w przyszłości. Zwiększanie wartości przedsiębiorstwa powinno przekładać się na zwiększanie wartości dla właścicieli. Najlepiej widoczne jest to w przedsiębiorstwach giełdowych. Ocena przedsiębiorstw na giełdzie, mająca swój wyraz w kursach akcji, ma charakter prospektywny. Inwestorzy określają wartość akcji na podstawie przewidywań co do przyszłości spółki, uwzględniając oczywiście jej dotychczasowe dokonania.[86]

Główne mierniki efektu kreacji wartości przedsiębiorstwa

Koncepcji *VBM* towarzyszy cała paleta mierników, które pozwalają ocenić proces kreowania wartości przez przedsiębiorstwo. Wśród szerokiego spektrum mierników można wyróżnić cztery wyznaczające główne nurty: *EVA (economic value added*^{TM}*), CVA (cash value added), SVA (shareholder value added), CFROI (cash flow return on iInvestment).* Pierwowzorem dla dwóch pierwszych mierników był zysk rezydualny. Model *SVA* wywodzi się z dochodowych metod wyceny przedsiębiorstwa - *DCF*[87], a *CFROI* przypomina w swej idei wewnętrzną stopę zwrotu *IRR* stosowaną przy ocenie projektów inwestycyjnych.

Zysk rezydualny (residual income – RI)

Dochód rezydualny jest pierwszym historycznie miernikiem uwzględniającym w kalkulacji wyniku zrealizowanego przez dany podmiot koncepcję wartości rezydualnej (nazywanej też wartością ekonomiczną). Jego formuła oparta jest na różnicy pomiędzy stopą zwrotu z zainwestowanego kapitału a kosztem tego kapitału. Pierwsze wzmianki na temat koncepcji dochodu rezydualnego pojawiły się w pracy Hamiltona *An Introduction to Merchandize* (Edinburgh, 1777). Metodologię dochodu rezydualnego szczegółowo rozwinął i spopularyzował Alfred Marshall. Zdefiniował on zysk rezydualny jako sumę zysków netto pomniejszonych o odsetki od kapitału ustalone według aktualnej stopy procentowej. We współczesnych publikacjach, w których autorzy odwołują się do modelu Marshalla, dochód rezydualny jest definiowany jako:

[86] Dobrze ilustrują to np. sytuacje na giełdzie amerykańskiej, gdzie wystarczyło, że przedsiębiorstwa ogłaszały zamiar realizacji koncepcji *VBM*, opierając się na jednym z mierników kreacji wartości przedsiębiorstwa, aby nastąpił wzrost kursu akcji (a przecież zmiany wartości przedsiębiorstwa mają zaledwie potencjalny charakter). Czyli przyszły, potencjalny wzrost wartości przedsiębiorstwa jest dyskontowany już w chwili podania informacji o podjętych decyzjach. (najbardziej spektakularne wzrosty dotyczył spółek internetowych na rynku *NASDAC*, również na *GPW* w Polsce można było zaobserwować podobne przykłady).

[87] Do wyceny wartości przedsiębiorstwa służą następujące metody:

- metody księgowe (majątkowe)
- metody dochodowe:
  - oparte na zdyskontowanych zyskach księgowych i
  - oparte na zdyskontowanych przepływach pieniężnych (*DCF*)
- metody mnożnikowe – względnej wyceny
- metody wyceny opcji.

$$RI_t = NOPAT_t - (WACC \times IC_{t-1}) \tag{1.15}$$

gdzie: RI_t – zysk rezydualny,

$NOPAT_t$ – zysk operacyjny po opodatkowaniu uzyskany za okres od t-1 do t,

$WACC_t$ – średni ważony koszt kapitału w okresie t,

IC_{t-1} – zaangażowany kapitał w okresie t-1.

Marshall jako pierwszy zwrócił uwagę na słabości zasad księgowych związane z kosztem kapitału. Zasady te uwzględniają tylko koszt długu i całkowicie pomijają koszt kapitału własnego.[88] Powyższa formuła zmieniona korektami księgowymi wyznaczyła treść parametru *EVA, EBO* i *EP*. Koszt kapitału w powyższym zapisie dotyczy zarówno kapitału obcego, jak i własnego i jest reprezentowany przez średni ważony koszt kapitału - *WACC*.

Ekonomiczna wartość dodana (economic value added^{TM} – EVA^{TM})

Miernik ten jest najbardziej popularny spośród wszystkich dostępnych narzędzi pomiaru efektów kreacji wartości przedsiębiorstwa i najszerzej opisany w literaturze fachowej. Twórcami parametru *EVA* są konsultanci z nowojorskiej firmy doradczej Stern Stewart Co. – Stern i Stewart. Metodyka *EVA* wywodzi się wprost z koncepcji dochodu rezydualnego Marshalla. *EVA* nazywana jest też skorygowanym zyskiem ekonomicznym ze względu na korekty zysku operacyjnego i kapitału zainwestowanego, których celem jest zbliżenie do postaci przepływów gotówkowych.

$$EVA_t = \underbrace{NOPAT^C{}_t}_{\substack{\text{wypracowany} \\ \text{zysk operacyjny}}} - \underbrace{WACC_t \times C^C{}_{t-1}}_{\substack{\text{koszt} \\ \text{zainwestowanego kapitału}}} \tag{1.16}$$

gdzie: $NOPAT^C{}_t$ – skorygowany zysk operacyjny netto po opodatkowaniu

C^C – skorygowany kapitał zainwestowany

Wartość dodana wyrażona w kategoriach pieniężnych (cash value added – CVA)

CVA oparta jest na przepływach pieniężnych opracowanych przez Weissenriedera i Ottossona. Ogólna koncepcja *CVA* jest podobna do *EVA*, różnica wynika z tego, że *CVA* bazuje na wielkościach pieniężnych.

$$CVA_t = GOPAT_t - (WACC \times BA_{t-1}) \tag{1.17}$$

gdzie: CVA_t – gotówkowa wartość dodana,

[88] Zob.: A. Cwynar, W. Cwynar *Jak zmierzyć efekty kreacji wartości dla właścicieli przedsiębiorstwa – przekrój dostępnych możliwości*, Rachunkowość zarządcza i controlling nr 7,8 i 9 /2000, wersja elektroniczna.

$GOPAT_t$ – gotówkowy zysk operacyjny brutto po opodatkowaniu uzyskany za okres od t-1 do t,

BA_{t-1} – aktywa brutto.

$$GOPAT_t = NOPAT_t + d_t \tag{1.18}$$

gdzie: d_t – amortyzacja.

$$BA_{t-1} = TA_{t-1} - NIBCLs_{t-1} + Cd_{t-1} \tag{1.19}$$

gdzie: TA_{t-1} – aktywa całkowite,

$NIBCLs_{t-1}$ – zobowiązania bieżące nie obciążone odsetkami,

Cd_{t-1} – skumulowana amortyzacja.

Wartość dodana dla akcjonariuszy (shareholder value added – SVA)

Model *SVA* jest popularyzowany od połowy lat osiemdziesiątych. Metoda *SVA* wywodzi się bezpośrednio z doświadczeń wynikających z posługiwania się w wycenie zdyskontowanymi przepływami pieniężnymi (*DCF*). Koncepcja ta została opracowana i rozpropagowana przez Rappaporta. Oparta jest na przekonaniu, że wartość przedsiębiorstwa zależy od oczekiwań inwestorów co do generowania przez nie gotówki w przyszłości, a nie wyników historycznych.

$$SVA = \frac{\Delta NOPAT}{WACC} - \left(\Delta I_{FA} + \frac{\Delta I_{WC}}{(1+WACC)} \right) \tag{1.20}$$

gdzie: I_{FA} – inwestycje w majątek trwały

I_{WC} – inwestycje w majątek obrotowy

Chcąc uzyskać bardziej uniwersalną formułę, która pozwoli obliczać bieżącą wartość *SVA* w dowolnym punkcie czasowym, można wykorzystać współczynnik dyskonta $\frac{1}{(1+WACC)^n}$ przemnażając obie strony wyrażenia, a wówczas:[89]

$$PVSVA = \frac{\Delta NOPAT}{WACC \times (1+WACC)^n} - \left(\frac{\Delta I_{FA}}{(1+WACC)^n} + \frac{\Delta I_{WC}}{(1+WACC)^{n+1}} \right) \tag{1.21}$$

[89] Zob.: T. Dudycz, P. Szymański, *Pomiar wartości* ... wyd. cyt., s. 107-117. oraz T. Dudycz, P. Szymański, *Pomiar wartości dodanej dla akcjonariuszy – SVA,* [w:] *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki*

CFROI (cash flow return on investment) – gotówkowy zwrot z inwestycji

Narzędzie finansowe propagowane przez firmy konsultingowe: Holt Value Associates® oraz BCG – Boston Consulting Group. Wartość *CFROI* odzwierciedla stopę zwrotu wszystkich inwestycji dokonanych w przedsiębiorstwie. *CFROI* jest wewnętrzną stopą zwrotu z inwestycji, jaką jest przedsiębiorstwo, lub inaczej: średnią *IRR* dla wszystkich projektów inwestycyjnych składających się na przedsiębiorstwo.[90] Podstawowymi cechami *CFROI* są:

- konwersja księgowego zysku operacyjnego po opodatkowaniu w operacyjny *cash flow* brutto,
- uwzględnienie łącznych środków (wyrażonych w wartościach bieżących) zainwestowanych w przedsiębiorstwo, a nie wartości księgowych aktywów podlegających amortyzacji,
- uwzględnienie długości życia aktywów, w ciągu którego będą one generować gotówkę,
- odzwierciedlenie wszystkich inwestycji dokonywanych w przedsiębiorstwie (przedsiębiorstwo jako jeden wielki projekt inwestycyjny).

CFROI jest długoterminową stopą zwrotu, definiowaną podobnie jak *IRR*. Stopę tę otrzymujemy przez zestawienie operacyjnych przepływów pieniężnych brutto z wielkością wszystkich aktywów zaangażowanych w działalność przedsiębiorstwa w celu wygenerowania tychże przepływów. [91]

$$CFROI = k \Rightarrow \sum_{t=1}^{n} \frac{BCF_t}{(1+k)^n} + \frac{ANA_n}{(1+k)^n} = IB \tag{1.22}$$

gdzie: BCF_t – brutto cash flow,

ANA_n – aktywa nieamortyzowane,

IB – inwestycje brutto,

k – stopa dyskontowa.

zarządzania, pod redakcją: J. Duraja. materiały konferencji naukowej Uniwersytetu Łódzkiego i Szkoły Wyższej w Płocku, Wydawnictwo Naukowe Novum Sp. z o.o. Płock - Łódź 2003, t. 4, s. 45-64.

[90] Wewnętrzna stopa zwrotu to stopa procentowa, przy której zdyskontowane wpływy generowane przez projekt inwestycyjny zrównują się z wydatkami związanymi z projektem inwestycyjnym.

[91] T. Dudycz, *Finansowe narzędzia* ... wyd. cyt., s. 219.

1.4. Koncepcja zarządzania wartością w praktyce, perspektywy rozwoju

Pogląd, że podstawowym celem przedsiębiorstwa jest kreowanie wartości dla jego właścicieli, jest szczególnie popularny w literaturze amerykańskiej.[92] W latach dziewięćdziesiątych w Stanach Zjednoczonych tworzenie wartości na rzecz właścicieli stało się głównym kryterium oceny działalności przedsiębiorstwa i nadrzędnym celem nowocześnie rozumianego zarządzania.[93] Zjawisko globalizacji konkurencji, liberalizacji rynków kapitałowych oraz fala prywatyzacji powodują coraz większe zainteresowanie kadry zarządzającej na całym świecie problemem wartości dla właścicieli. Według Rappaporta głównym celem kierownictwa firmy jest dbanie o wzrost wartości przedsiębiorstwa.[94] Dlatego też podstawowym obowiązkiem zarządu jest podejmowanie decyzji inwestycyjnych, operacyjnych i finansowych z myślą o pomnażaniu majątku właścicieli. Przekonuje się do tego coraz więcej prezesów i dyrektorów na całym świecie, czasami w wyniku presji właścicieli lub wobec zagrożenia przejęciem przedsiębiorstwa. Wzrost zainteresowanie praktyki koncepcją *VBM* wynika z następujących powodów:[95]

- zagrożenia przejęciem przez tych inwestorów, którzy wyszukują przedsiębiorstwa źle zarządzane,
- akceptacji założeń koncepcji *VBM* przez kierujących przedsiębiorstwami,
- rosnącego przekonania, że tradycyjne mierniki oparte na danych księgowych (np. wskaźnik zysku netto przypadający na jedną akcję - *EPS* czy rentowność zainwestowanego kapitału – *ROI*) nie mają związku ze wzrostem kursu akcji,
- informacje o wartości firmy są coraz szerzej publikowane łącznie z innymi wynikami w prasie fachowej,
- rosnącego zrozumienia, że długoterminowe systemy wynagradzania dla menedżerów powinny być ściśle związane z wartością tworzoną dla właścicieli.

Według Copelanda, Kollera, Murrina przedsiębiorstwa są ukierunkowywane na przyrost wartości w zależności od sił określających warunki gospodarcze oraz sytuacji panującej na rynku kupna i sprzedaży przedsiębiorstw. Do sił określających warunki gospodarcze zaliczają oni następujące czynniki:

---

[92] Zob. J.A. Knight, *Value based management,* McGraw Hill, New York 1997
[93] E.A. Helfert, *Techniki analizy* ... wyd. cyt., s. 21
[94] Zob. A. Rappaport, *Wartość dla* ... wyd. cyt., s. 1
[95] A. Rapapport, *Shareholder Value – Wertsteigerung als Massstab für die Unternehmensführung,* Schäffer – Poeschel Verlag, Stuttgart 1995, s. 3, za: W. Skoczylas, *Ocena przydatności* ... wyd. cyt., s. 276.

- kurczenie się przewagi konkurencyjnej dużych przedsiębiorstw (oferta kapitałowa jest coraz większa, kierownictwo jest bardziej mobilne, oferta informacyjna jest coraz szersza),
- burzliwe zmiany w cyklu życia produktów, kosztach czynników produkcji, globalnej konkurencji, deregulacji i prywatyzacji, kursach walut, oprocentowaniu,
- trend do dezintegracji (dezintegracja pionowa, dezintegracja pozioma, własność a kontrola, upadek konglomeratów).

Z kolei czynniki związane z rynkiem kupna i sprzedaży przedsiębiorstw to:

- zmiany na rynku kapitałowym,
- aktywni akcjonariusze,
- nieskuteczne instrumenty zabezpieczające przedsiębiorstwo przed przejęciem.[96]

Wzrost zainteresowania koncepcją *VBM* dotyczy także przedsiębiorstw europejskich, od końca lat czterdziestych związanych porozumieniami z interesariuszami, którzy roszczą sobie prawo do wywierania wpływu na zarządzanie nimi. Można bowiem zaobserwować, że od połowy lat dziewięćdziesiątych europejskie firmy skłaniają się w stronę mierników związanych z rynkiem kapitałowym.[97] Według „Fortune" w ostatnich latach nastąpiły dwie istotne zmiany, które wstrząsnęły środowiskiem europejskich przedsiębiorców: wprowadzenie euro i przekonanie do koncepcji wartości dla właścicieli. Zmniejszenie kontroli państwowej, globalizacja i recesja lat ostatniej dekady XX w. uwidoczniły mankamenty europejskiej wydajności. Liberalizacja rynków finansowych, prywatyzacja, popyt na kapitał oraz wprowadzenie euro powodują, że wyższa kadra kierownicza dużych europejskich firm musi uzasadniać swoje strategie dostarczycielom kapitału, wśród których coraz liczniejszą grupę stanowią inwestorzy pochodzący ze Stanów Zjednoczonych. Podstawową przyczyną, dla której realizują koncepcję *VBM* jest presja ze strony inwestorów lub groźba przejęcia przez inne przedsiębiorstwo. Banki niemieckie, takie jak Deutsche Bank i Dresdner Bank, zmieniły swoje podejście do przedsiębiorstw przemysłowych. Dotychczasowe powiązania między bankami i przedsiębiorstwami przemysłowymi były traktowane jako korzystne dla obu stron. Obecnie zainteresowanie banków wypracowaniem wartości dla własnych udziałowców zmieniło to podejście[98], czego przykładem są odmowy

[96] T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Unternehmenswert. Metoden und Strategien für eine wertorientierte Unternehmungsfuhrung*, Campus Verlag, Franfurkt/New York 1993, za: W. Skoczylas, *Ocena przydatności* ... wyd. cyt., s. 277.

[97] R.W. Mills, B. Weinstein, *Zarządzanie wartością firmy – jak pogodzić perspektywy udziałowców i pozostałych interesariuszy?* www.az.com.pl/biblioteka/mills.html

[98] R.W. Mills, B. Weinstein, Zarządzanie wartością ... wyd. cyt.

dalszego kredytowania niewydolnych przedsiębiorstw. Kolejną przyczyną zwiększonego zainteresowania koncepcją zarządzania wartością jest to, że w latach 1990-1999 liczba europejskich firm notowanych na nowojorskiej giełdzie wzrosła czterokrotnie.[99] W efekcie firmy europejskie w coraz większym stopniu w ocenie swojej działalność zmieniają optykę z księgowej na ekonomiczną. Sprzyja temu także fala przejęć, która narastała od połowy lat osiemdziesiątych i trwa do tej pory, stając się silnym bodźcem dla menedżerów do skoncentrowania się na tworzeniu wartości. Przedsiębiorstwa, w których przypadku istnieje „luka wartości" (różnica pomiędzy wartością przedsiębiorstwa możliwą do osiągnięcia, gdyby dążyło do maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy, a jego bieżącą wartością rynkową), są narażone na przejęcie przedsiębiorstwa a kierownictwo na utratę posady.

Postrzeganie przedsiębiorstwa przez pryzmat wartości, jaką tworzy dla właścicieli, stało się na tyle powszechną praktyką w Stanach Zjednoczonych i Europie, że mówi się o niej w raportach rocznych, notatkach prasowych, spotkaniach z analitykami finansowymi i w przemówieniach kierownictwa. Z badania poświęconego zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa przeprowadzonego przez *KPMG* wynika, że poza Stanami Zjednoczonymi we wdrażaniu koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa przodują przedsiębiorstwa z Niemiec, Szwajcarii, Austrii i Wielkiej Brytanii.[100]

Przedsiębiorstwa wprowadzające koncepcję zarządzania wartością odnotowują, że najszybszą, bezpośrednią korzyścią jest uporządkowanie dziedzin działalności. Innym efektem VBM są dezinwestycje np. bank Lloyds sprzedawał bez wahania te jednostki, które nie tworzyły wartości lub nie rokowały większych nadziei na przyszłość. Lloyds pozbył się banku w Kalifornii, który zapewniał 8% stopę zwrotu, podczas gdy koszt pozyskania kapitału był dwa razy wyższy. W efekcie ograniczenie działalności spowodowało wzrost wartości przedsiębiorstwa.[101] Innym przykładem firmy, która przekonała się o zaletach koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa, jest Nokia. Zmiana nastąpiła po okresie ogromnych strat, spadku sprzedaży, głodu kapitałowego, przejęcia zarządu oraz żądań wysuwanych przez Wall Street. Do innych znanych przedsiębiorstw, które realizują koncepcję *VBM*, należą m.in.: Boots, Briggs and Stratton, Cadbury Schweppes, Coca-Cola, Danone, Dow Chemical, Elf Aquitanie, ENI, EVC, General Electric, Hoechst, ICI, Lloyds Bank, Nestle, Novo

[99] "Europe's New Capitalists", "Fortune", luty 1999, s. 104

[100] *Value Based Management: The growing importance of shareholder value in Europe*, A European Research Report, KPMG, 1999.

[101] Brytyjski bank Lloyds TSB, który wprowadził *VBM* już w połowie lat osiemdziesiątych, zapewnił dzięki temu swoim akcjonariuszom ogromne zyski. Wartość jego akcji podwajała się co trzy lata na przestrzeni 15 lat. W banku istnieje przekonanie, że nie byłoby to możliwe bez wprowadzenia tej koncepcji.

Nordisk, OMV, Quaker Oats, Reuters, Siemens, Swiss Re, Veba ale także polski PKN Orlen. Według badań Price Waterhouse 93% szefów dużych spółek uznaje wzrost wartości dla akcjonariuszy za swój największy priorytet.[102] Faktycznie jednak większość spółek wdrożyło tę koncepcję powierzchownie i nie do końca. W innych badaniach przeprowadzonych przez Haspeslagh, Nodo i Boulos. ze szkoły biznesu Insead w Fontainebleau na 271 przedsiębiorstw o obrotach ponad 2 mld USD, z których 117 wprowadziło formalnie *VBM,* wynika, że skuteczne wykorzystanie tej metody jest o wiele bardziej skomplikowane niż zakłada wielu menedżerów i wymaga dużo cierpliwości, wysiłku i pieniędzy.[103] Niezależnie od zapewnień w sprawozdaniach rocznych, przedsiębiorstwa rzadko skupiają całą uwagę na zapewnieniu korzyści właścicielom. Najczęściej dążą do kilku często sprzecznych celów (np. zwiększenie skali działalności, stanie się liderem w branży), nie zadając sobie pytania, jaki to będzie miało wpływ na wartość przedsiębiorstwa i korzyści dla właścicieli. Ze wspomnianych badań wynika, że ważna jest jasna deklaracja woli, iż przedsiębiorstwo zrywa z dotychczasowym sposobem myślenia i jej priorytetem jest wzrost wartości przedsiębiorstwa (wzrost kursu akcji). Tak postąpiono w koncernie Cadbury Schweppes, który jeszcze w latach osiemdziesiątych i na początku dziewięćdziesiątych miał ambicje zrównać się obrotami z Coca-Colą i Pepsi Co, w rezultacie jego akcje miały słabe notowania. W roku 1996 prezes zarządu zobowiązał się podwajać wartość akcji co pięć lat. Badania pokazują, że wiele przedsiębiorstw ma opory w deklarowaniu priorytetowego traktowania wzrostu kursu akcji, 16% bierze pod uwagę interesy nie tylko akcjonariuszy, lecz różnych partnerów przedsiębiorstwa, często pojęcie „korzyści dla akcjonariuszy" wzbudza opory z obawy przed negatywnymi reakcjami związków zawodowych i polityków.[104]

Należy zdawać sobie sprawę, że w około połowie przedsiębiorstw, które wprowadziło tę koncepcję, nie osiągnięto spodziewanych rezultatów. Na przykład przedsiębiorstwo AT&T wprowadziło *VBM* w 1992 r. z pomocą firmy konsultingowej Stern Stewart, opierając się na wskaźniku *EVA.* Po wprowadzeniu programu oczekiwano poprawy efektywności i wzrostu kursu akcji, co jednak nie nastąpiło i w 2000 r. zaniechano dalszej realizacji tej koncepcji. [105] Niepowodzenia niektórych przedsiębiorstw nie podważają jednak idei koncepcji, pokazują natomiast, że nie wszystkie metody opracowane przez firmy konsultingowe są skuteczne przy

[102] J. Jeżak, *Koncepcja Shareholder value oraz jej wpływ na proces zarządzania przedsiębiorstwem*, Materiały konferencyjne; *Nowe kierunki w zarządzaniu przedsiębiorstwem – ciągłość i zmiana*, s. 161

[103] P. Haspeslagh, T. Nodo, F. Boulos, *It's Not Just About the Numbers,* "Harvard Business Review" nr 7-8 /2001 za: Zarządzanie na świecie, *Jak osiągnąć korzyści przez Value - Based – Management*, s. 33.

[104] Tamże, s. 34

[105] Tamże, s. 32

jej wdrażaniu. Według Sunderlanda, prezesa Cadbury Schweppes, „Podnoszenie wartości przedsiębiorstwa wiąże się w 20% z liczbami i w 80% z ludźmi, ponieważ to oni tworzą wartość". Aby *VBM* zakończyło się sukcesem, należy przekonać każdego pracownika do tej idei. Stawianie w centrum uwagi wartość przedsiębiorstwa powinno łączyć się ze zwiększeniu udziału zatrudnionych we własności. W Siemensie, w którym wprowadzono *VBM* w 1998 r., 60% wynagrodzenia 500 menedżerów najwyższego szczebla jest uzależnione od poziomu cen akcji i wskaźnika *EVA*. Podobnym systemem objęto 4,5 tys. menedżerów niższych szczebli, w efekcie około 15-20% wszystkich pracowników otrzymuje premie uzależnione od wartości przedsiębiorstwa. Podobnie jest w Cadbury, gdzie menedżerowie najwyższych szczebli są wynagradzani odpowiednio do wzrostu kursu akcji, ponadto muszą oni kupować akcje własnego przedsiębiorstwa. Członkowie zarządu muszą posiadać taką liczbę akcji, której wartość odpowiada czteromiesięcznym wynagrodzeniom, menedżerowie wyższych szczebli powinni posiadać akcje o wartości dwumiesięcznych wynagrodzeń. Obecnie około 20% pracowników tego przedsiębiorstwa jest jego akcjonariuszami.[106]

Doświadczenia przedsiębiorstw, które odniosły korzyści z tej metody pokazują, że należy zwrócić uwagę na następujące elementy:

1) zdeklarowanie woli zapewnienia korzyści właścicielom,
2) wykrywanie czynników potęgujących wartość,
3) integracja budżetu z planowaniem strategicznym,
4) inwestowanie w systemy informatyczne,
5) przeprowadzenie szkoleń, treningów celem przygotowania pracowników do zmian,
6) opracowanie systemu premii, opierającego się na odpowiednio dobranych wskaźnikach efektywności, rodząc w ten sposób przekonanie, że osobiste korzyści zależą od powodzenia programu,
7) determinację zarządu do dokonania zmian organizacyjnych związanych z wprowadzeniem programu,
8) zmiany w organizacji oraz w procesach, które mają charakter wszechstronny (a więc nie należy się skupiać tylko na sprawozdaniach finansowych i wynagrodzeniach),
9) unikanie skomplikowanych metod finansowych (najlepsze są proste i zrozumiałe dla pracowników). [107]

[106] Tamże, s. 33

[107] Zob. P. Haspeslagh, T. Nodo, F. Boulos, *It's Not Just* …wyd. cyt., s.33.

1.4.1. Perspektywy rozwoju koncepcji *VBM* w Europie

Wiele europejskich przedsiębiorstw wdrożyło lub wdraża koncepcję *VBM*. Jakie są jednak perspektywy rozwoju tej koncepcji w Europie, a szczególnie w Unii Europejskiej? Popularyzacji, rozpowszechnianiu się w przyszłości koncepcji *VBM* w Europie sprzyjać będą liberalizacja i integracja rynków finansowych, wynikające ze „Strategii Lizbońskiej" przyjętej przez kraje członkowskie *EU*. Kierunki realizacji idei integracji rynku finansowego wyznacza „Financial Services Action Plan" (*FSAP*) przedstawiony w 1999 r. przez Komisję Europejską. Zawiera on następujące cele strategiczne: [108]

1. Stworzenie jednolitego hurtowego rynku przepływów kapitałowych (utworzenie wspólnych dla wszystkich krajów UE regulacji prawnych dotyczących rynku papierów wartościowych i derywatów ułatwiając w ten sposób transgraniczne fuzje i przejęcia oraz kreując jednolity rynek dla inwestorów).
2. Utworzenie otwartego i bezpiecznego rynku detalicznego (sprzedaż na odległość usług finansowych, ułatwienia transakcji transgranicznych dla klientów detalicznych).
3. Ustanowienie nowoczesnych regulacji ostrożnościowych i systemu nadzoru rynków finansowych.
4. Zmniejszenie różnic w systemach podatkowych i *corporate governance*.

Priorytetem *FSAP* jest utworzenie zintegrowanego rynku kapitałowego poprzez unifikację przepisów obowiązujących w krajach UE. W tym celu zestandaryzowane zostaną obowiązki informacyjne obowiązujące spółki giełdowe. Z punktu widzenia *VBM* ważne są zmiany w zakresie *corporate governance – CG*. Planowana jest bowiem swoboda w zakresie wyboru prawnego rejestracji spółki w ramach Unii Europejskiej (na wzór USA, gdzie poszczególne stany konkurują między sobą w zakresie regulacji prawa spółek). W odmiennych modelach *CG* funkcjonujących w krajach Europy kontynentalnej i krajach anglosaskich upatruje się przyczyn różnego tempa upowszechniania koncepcji *VBM*. Anglosaski model *CG* spośród grup interesu preferuje właścicieli przedsiębiorstwa. Z kolei model europejski (kontynentalny) zwiększa znaczenie innych grup interesu (pracowników i kadry zarządzającej) kosztem właścicieli przedsiębiorstwa. Model *CG* w istotny sposób wpływa na możliwości pozyskania kapitału przez przedsiębiorstwa. Inwestorzy lokują bowiem swoje środki w tych krajach, gdzie ich interes (jako właścicieli lub wierzycieli) jest najlepiej zabezpieczony. Może to powodować, że w krajach, w których interesy właścicielskie są

[108] *Strategia Lizbońska – droga do sukcesu zjednoczonej Europy*. Urząd Komitetu Integracji Europejskiej, Gdańsk 2002.

słabiej zabezpieczone, koszt pozyskania kapitału będzie wyższy.[109] Wyniki badań przeprowadzonych przez Gregoryego i Milsteina w 35 krajach pokazują, że system *CG* obowiązujący w USA najbardziej sprzyja ściąganiu kapitału inwestycyjnego.[110] Coraz bardziej widoczne są zmiany w kontynentalnym modelu *CG*. Przykładem mogą być Niemcy, w których dotychczasowy model z dominującą rolą banków i partycypacją pracowników w organach kontrolujących zarządzanie przedsiębiorstwem na równi z właścicielami (50% udział w radach nadzorczych) ewoluuje w kierunku modelu anglosaskiego. Sytuację tę wymuszają po części banki, będące często jednocześnie akcjonariuszami i wierzycielami niemieckich przedsiębiorstw, domagające się co raz wyższych stóp zwrotu.[111]

Polska stając się członkiem Unii, siłą rzeczy wpisze się w zmiany, które od jakiegoś czasu są prowadzone w regulacjach dotyczących przedsiębiorstw i rynków finansowych. Zmiany te będą miały istotny wpływ na upowszechnianie się koncepcji *VBM* w państwach UE.

1.4.2. Koncepcja zarządzania wartością przedsiębiorstwa w Polsce

Koncepcja ta uzyskała najmocniejszą pozycję, w sferze zarówno teoretycznej, jak i praktycznej, w Stanach Zjednoczonych. Z biegiem czasu (poprzez rynki kapitałowe) rozprzestrzeniła się w całej Europie, dotarła również do Polski. Wielu ekonomistów upatruje w niej jedno ze źródeł sukcesu amerykańskiej gospodarki. Wagę tej koncepcji dla sprawnego funkcjonowania gospodarek poszczególnych krajów potwierdza dyskusja tocząca się w Europie na temat ładu korporacyjnego. W Polsce dostrzeżono także zachodzące zmiany, których efektem jest wprowadzanie na WGPW „*Kodeksu dobrych praktyk*", w którym jednym z głównych punktów jest deklaracja przedsiębiorstw o tworzeniu wartości dla właścicieli.

Niemały wpływ na popularność tej koncepcji w Polsce miała reforma systemu ubezpieczeń społecznych, która spowodowała powstanie nowych inwestorów instytucjonalnych – funduszy emerytalnych. Fundusze emerytalne zapowiadają wspólne działania w radach nadzorczych spółek publicznych w celu zwiększenie presji na zarządy,

---

[109] Zob. S. Peck, W. Ruigrok, *Hiding Behind the Flag? Prospects for Change in German Corporate Governance.* "European Management Journal", t. 18, nr 4/2000, s. 420-430.

[110] H. J. Gregory, *Good corporate governance gives US companies competotove adventage,* Directorship, January 2001, t. 27 Issue 1, s. 9, za: J. Pioch, *Corporate governance w teorii i praktyce,* [w:] *Zarządzanie finansami. Cele – organizacja – narzędzia*, materiały konferencyjne pod redakcją D. Zarzeckiego, Uniwersytet Szczeciński, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2001, t. 1, s. 190.

[111] M. Jerzemowska, *Niemiecki model nadzoru korporacyjnego,*[w:] *Zarządzanie finansami…*, t. 1, s. 281-292.

które nie należycie dbają o interesy właścicieli.[112] Nacisk inwestorów instytucjonalnych sprawia, że wzorem giełd zachodnich, przedsiębiorstwa z *WGPW* będą zmuszone w większym stopniu brać pod uwagę interes właścicieli. W przeciwnym razie kierownictwo firmy musi się liczyć ze spadkiem kursu akcji, możliwością przejęcia i zmian w kierownictwie. Organizacje te, tak jak to miało miejsce wcześniej w innych krajach, wymuszają na przedsiębiorstwach większą dbałość o interes właścicieli. Ten proces powoli zachodzi na Giełdzie Papierów Wartościowych, a z czasem, za pośrednictwem banków, funduszy inwestycyjnych oraz przez wzajemne powiązania między przedsiębiorstwami, obejmie pozostałe przedsiębiorstwa. W pozostałych przedsiębiorstwach (spółkach prawa handlowego) dbałość o wzrost swojej wartości powinna być również priorytetem, albowiem wzrost wartości przedsiębiorstwa oznacza, że zainwestowany kapitał przynosi korzyści w postaci satysfakcjonującego zwrotu z kapitału. Każdy właściciel przedsiębiorstwa *for profit* będzie oczekiwał w długim okresie zwrotu kapitału na poziomie wyższym od bezpiecznych lokat. Wzrost wartości przekłada się na szereg obszarów:

- inwestycje w technologie energooszczędne, ekologiczne – niższe opłaty za zanieczyszczanie środowiska,
- szkolenia pracowników – większa elastyczność pracowników,
- wzrost bezpieczeństwa pracy – niższe koszty ubezpieczenia, mniejsza fluktuacja pracowników.

Wzrost wartości przedsiębiorstwa oznacza, że przedsiębiorstwo efektywnie gospodaruje kapitałem, że oszczędza kapitał, przez co wolne środki może wykorzystać na inne cele. Dbałość o wzrost wartości przedsiębiorstwa niesie ze sobą szerokie konsekwencje społeczne i gospodarcze. Koncepcja *VBM* daje możliwość poprawienia efektywności przedsiębiorstw oraz zwiększenia szans rozwojowych polskiej gospodarki. Oznacza przyrost kapitału, stwarza nowe szanse rozwoju dla kraju.

[112] *OFE będą działać w porozumieniu*, „Parkiet" 8 marca 2002.

2. Podstawy teoretyczne zarządzania majątkiem obrotowym

2.1. Majątek obrotowy – wprowadzenie

2.1.1. Majątek obrotowy jako składnik aktywów przedsiębiorstwa

Pojecie majątku może być różnie definiowane. Według *Uniwersalnego słownika języka polskiego* majątek można zdefiniować jako ogół dóbr należących do danej osoby albo instytucji, stan posiadania, mienie o charakterze ruchomym lub nieruchomym.[113] W literaturze przedmiotu utrwalił się podział na majątek trwały i obrotowy. Przedmiotem zainteresowania w pracy jest właśnie ta druga forma.

Ross, Westerfield i Jordan definiują majątek obrotowy jako taki majątek, którego życie ekonomiczne trwa krócej niż rok, co oznacza, że w ciągu 12 miesięcy będzie on zamieniony na gotówkę.[114] Według Bienia majątek obrotowy uczestniczy w cyklicznie powtarzających się operacjach gospodarczych o okresach nie przekraczających roku. Składniki majątku obrotowego ze względu na charakter można podzielić na:

- rzeczowy (zapasy) i
- finansowy (gotówka, papiery wartościowe, należności).

Tak samo jest klasyfikowany majątek obrotowy w nauce o przedsiębiorstwie.[115] Składniki rzeczowe wymagają ponoszenia kosztów zamrożonego w nich kapitału tak samo jak składniki o charakterze finansowym. Dodatkowo ich utrzymanie obciążone jest większym ryzykiem, gdyż zanim zostaną zamienione na gotówkę, przechodzą szereg faz przejściowych.[116] Majątek obrotowy najogólniej można dzielić na majątek obrotowy, który:

- jest ujmowany w aktywach w bilansie,
- nie jest ujmowany w aktywach w bilansie.

Pierwsza kategoria majątku obrotowego znajduje się w aktywach bilansu, którego układ

[113] *Uniwersalny słownik języka polskiego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003, t. 2, s. 532.
[114] S.A. Ross, R.W. Westerfield, B.D. Jordan, *Finanse przedsiębiorstw*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1999, s. 37.
[115] *Podstawy nauki o przedsiębiorstwie*, pod red. J. Lichtarskiego, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2003, s. 155-169.
[116] W. Bień, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2002, s. 211.

określa ustawa o rachunkowości. W ustawie z 29 września 1994 r. o rachunkowości pojęcie majątku obrotowego obejmowało:

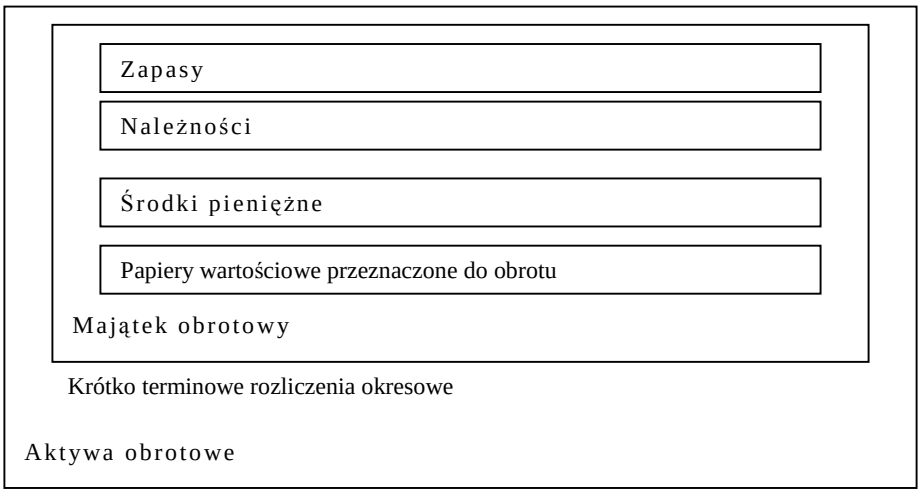
- Poz. B.I. Zapasy.
- Poz. B.II. Należności i roszczenia.
- Poz. B.III. Papiery wartościowe przeznaczone do obrotu.
- Poz. B.IV. Środki pieniężne.

Po wejściu w życie znowelizowanej ustawy z 09 listopada 2000 r. pojęcie majątku obrotowego zostało zastąpione szerszym pojęciem aktywów obrotowych. Do dotychczasowych składników majątku obrotowego dołączono krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe. W związku z tym z nowego układu bilansu do majątku obrotowego zalicza się następujące składniki aktywów obrotowych:

- Poz. B.I. Zapasy.
- Poz. B.II. Należności krótkoterminowe.
- Poz. B.III. Inwestycje krótkoterminowe.

Do drugiej grupy majątku obrotowego należą te jego składniki, które nie zostały ujęte w aktywach bilansu.[117]

W rachunkowości według aktualnego prawa bilansowego pojęcie majątku obrotowego zostało zastąpione aktywami obrotowymi. Jednakże rozumienie aktywów obrotowych jest szersze niż dotychczasowe ujęcie majątku obrotowego. Jak pokazano na rysunku 2.1.1, aktywa obrotowe obejmują dotychczasowe składniki majątku obrotowego jak i krótko-terminowe rozliczenia międzyokresowe.



Rysunek 2.1.1. Relacje między majątkiem obrotowym a aktywami obrotowymi. *Źródło: opracowanie własne*

[117] Można tu np. zaliczyć należności, na które zostały utworzone rezerwy zaliczone w ciężar pozostałych kosztów operacyjnych, czyli takie składniki majątku obrotowego, które nie zostały ujęte w aktywach bilansu, a jednocześnie o odpowiadającą im wielkość zostały pomniejszone pasywa za pośrednictwem wyniku finansowego.

W rachunkowości przez wiele lat funkcjonowało pojęcie majątku obrotowego. Przed Ustawą o rachunkowości z 1994 r. do majątku obrotowego zaliczano zapasy, należności, środki pieniężne, papiery wartościowe oraz rozliczenia międzyokresowe. Ustawa z 1994 r. zawęziła pojęcie majątku obrotowego do zapasów, należności, środków pieniężnych i papierów wartościowych, tworząc niezależną pozycję z rozliczeń międzyokresowych. Według nowej ustawy o rachunkowości pojęcie majątku obrotowego zostało zmienione na pojęcie aktywów obrotowych, przy czym rozszerzono je o tę część rozliczeń międzyokresowych, która ma charakter krótkoterminowy.

Dylemat, który się pojawia w kontekście niniejszej pracy, jest następujący: jakim zbiorczym pojęciem należy się posłużyć do określenia obszaru, które obejmowało takie składniki aktywów, jak zapasy, należności oraz środki pieniężne i ich ekwiwalenty. Nasuwają się dwa rozwiązania:

- posłużyć się pojęciem: *majątek obrotowy*,
- posłużyć się pojęciem: *aktywa obrotowe*.

Najpierw należy się zastanowić, czy nie należy rozszerzyć obszaru zainteresowań o krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe. Rozszerzenie zakresu zainteresowań o krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe wydaje się niecelowe w kontekście koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa - *VBM*. Wynika to dwóch przyczyn. Po pierwsze z faktu, iż rozliczenia międzyokresowe są zabiegiem księgowym, który ma zapewnić współmierność przychodów i związanych z nimi kosztów.[118] Po drugie, jedna z naczelnych zasad rachunkowości: zasada współmierności kosztów i przychodów w niektórych metodach pomiaru kreacji wartości przedsiębiorstwa (np. opartych na przepływach pieniężnych) wykorzystywanych w koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa nie jest respektowana. Oznacza to, że z punktu widzenia tych metod pozycja „Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe" w aktywach nie miałaby racji bytu.

Za pojęciem *majątku obrotowego* (pierwsze rozwiązanie) przemawiają następujące argumenty:

- pojęcie to utrwaliło się w świadomości wielu osób, zarówno teoretyków jak i praktyków,
- praca będzie wykorzystywała dane z bilansów przedsiębiorstw od 1991 r. do 2003 r., w których w dłuższym okresie posługiwano się tym właśnie określeniem,

[118] Na pozycję „Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe" składają się m.in. opłacone z góry na przyszły rok obrotowy czynsze, ubezpieczenia, prenumeraty, przygotowania nowej, jeszcze niepodjętej produkcji .

- obejmuje dokładnie zakres tych pojęć, których dotyczy praca.

Przeciw pierwszemu rozwiązaniu przemawia to, że:

- pojęcie to przestało być aktualne w rachunkowości.

Za pojęciem *aktywa obrotowe* (drugie rozwiązanie) przemawia następujący argument:

- pojęcie to jest aktualnie używane w bilansie.

Przeciw drugiemu rozwiązaniu przemawia to, że:

- obejmuje szerszy zakres pojęć niż ten, których dotyczy praca.

Zdaniem autora, z przytoczonych argumentów wynika, że w niniejszej pracy właściwe jest używanie pojęcia *majątek obrotowy*. Przemawia za tym przede wszystkim fakt, iż obejmuje ono dokładnie ten zakres pojęć, którego dotyczy praca (zapasy, należności, środki pieniężne i ich ekwiwalenty).

Przedmiotem zainteresowania w pracy jest zarządzanie majątkiem obrotowym, rozumiane jako spójne działanie w ramach zarządzania zapasów, należności oraz środków pieniężnych i ich ekwiwalentów, którego efektem jest zwiększanie wartości dla właścicieli przedsiębiorstwa.

W literaturze przedmiotu szeroko prezentowana jest kwestia zarządzania majątkiem obrotowym.[119] Zamiennie z pojęciem majątku obrotowego używa się również określeń: *kapitał pracujący* (*working capital*) i *kapitał obrotowy*. Kapitał pracujący jest raczej jednoznacznie rozumiany jako suma takich aktywów krótkoterminowych, jak środki pieniężne, należności, zapasy. Pojęcie kapitału obrotowego nie jest jednoznacznie rozumiane. W definicji Brighama i Gapenskiego kapitał obrotowy, zwany czasami kapitałem obrotowym brutto, oznacza aktywa bieżące.[120] Tego samego zdania jest Leahigh, dla którego kapitał obrotowy stanowi łączną sumę środków obrotowych będących w posiadaniu przedsiębiorstwa.[121] Inną opinię prezentuje Fedorowicz, dla którego kapitał obrotowy oznacza źródła finansowania majątku obrotowego przedsiębiorstwa.[122] Czekaj i Dresler podobnie definiują kapitał obrotowy brutto: jako ogół źródeł finansowania majątku obrotowego.[123] Z kolei dla Rossa, Westerfielda i Jordana pojęcie kapitału obrotowego obejmuje krótkoterminowe aktywa i zobowiązania firmy.[124] Zbliżoną definicję podają Breadley i Myers, dla których kapitał obrotowy to suma majątku obrotowego i zobowiązań

[119] Zob. Z. Fedorowicz, *Finanse przedsiębiorstwa*, Poltext, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2000, s. 149.
[120] E.F. Brigham, L.C. Gapenski, *Zarządzanie finansami*, PWE Warszawa 2000, t. 2, s. 114
[121] D.J. Leahigh, *Zarządzanie finansami*, PWE Warszawa 1999, s. 109.
[122] Z. Fedorowicz, *Finanse* … wyd. cyt., s. 149.
[123] J. Czekaj, Z. Dresler, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw Podstawy teorii,* Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999, s. 118
[124] S.A. Ross, R.W. Westerfield, B.D. Jordan, *Finanse* ...wyd. cyt., s. 21

bieżących.[125] Jeszcze inaczej widzą to pojęcie Shim i Siegel, którzy utożsamiają pojęcie kapitału obrotowego z kapitałem obrotowym netto.[126]

Z powyższych rozważań wynika, że istnieje wiele podejść do pojęcia kapitału obrotowego. Zdaniem autora, w rozstrzygnięciu, jak należy definiować pojęcie kapitału obrotowego, może pomóc definicja kapitału, który w polskim języku oznacza źródła finansowania. W związku z tym logiczne wydają się definicje Czekaja, Dreslera i Fedorowicza. Definicje Rossa, Westerfielda i Jordana oraz Breadleya i Myersa, rozszerzające pojęcie kapitału obrotowego na majątek obrotowy, należy być może rozumieć z punktu widzenia problemów, jakie można napotkać w procesie zarządzania tym obszarem. Wydaje się oczywiste, że zarządzanie źródłami finansowania majątku obrotowego nie jest możliwe w oderwaniu od składników majątku obrotowego. Tak samo trudno wyobrazić sobie zarządzanie majątkiem obrotowym, jak również innymi aktywami, i podejmowanie racjonalnych decyzji w oderwaniu od źródeł finansowania aktywów. W związku z tym zarządzanie majątkiem obrotowym będzie obejmować nie tylko aktywa, ale również źródła ich finansowania. Wynika stąd, że z racji wspólnego obszaru pojęcia: zarządzania majątkiem obrotowym i zarządzania kapitałem obrotowym można traktować wymiennie. Jednakże zdaniem autora niniejszej pracy, różnica tkwi w rozłożeniu akcentów. Autor przyjął definicję zarządzania majątkiem obrotowym, według której jego wielkość i struktura winny być budowany zgodnie z potrzebami przedsiębiorstwa z uwzględnieniem kosztu źródeł finansowania. Jednocześnie autor zdaje sobie sprawę, że trudno znaleźć jednoznaczny, nie kontrowersyjny termin obejmujący omawianą problematykę.

2.1.2. Charakterystyka majątku obrotowego polskich przedsiębiorstw

W polskich przedsiębiorstwach największy udział w aktywach ma majątek trwały (62%), ale majątek obrotowy, który stanowi 36%, ma jednak większą dynamikę wzrostu (tabela 2.1.1).[127]

---

[125] R.A. Brealey, S.C. Myers, *Podstawy finansów przedsiębiorstw*, t. 2, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999, s. 1409.

[126] J.K. Shim, J.G. Siegel, *Dyrektor finansowy*, Dom wydawniczy ABC, Kraków 2001, s. 229.

[127] Dane GUS - badania za okres 1999-2000 opracowane na podstawie 46 332 bilansów finansowych i rachunków zysków i strat, które wpłynęły do urzędów statystycznych. Jednostki sektora prywatnego stanowiły 90,4% zbiorowości i udział ten zwiększył się o 0,2 pkt. w stosunku do 1999 roku. Badaniem objęto prowadzące działalność gospodarczą osoby prawne, jednostki organizacyjne nie mające osobowości prawnej oraz osoby fizyczne zobowiązane do prowadzenia ksiąg rachunkowych, o liczbie pracujących 10 i więcej osób, z wyłączeniem banków, biur (domów) maklerskich, przedsiębiorstw ubezpieczeniowych, szkół wyższych, indywidualnych gospodarstw rolnych oraz podmiotów niekomercyjnych.

Tabela 2.1.1. Struktura aktywów przedsiębiorstw w Polsce

	Struktura					
	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Majątek trwały	64%	63%	62%	63%	64%	64%
Majątek obrotowy	34%	36%	36%	35%	35%	36%
Rozliczenia międzyokresowe	2%	1%	2%	2%	1%	1%

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych, roczniki 1999-2004, GUS, Warszawa.

Jeżeli przyjrzymy się z osobna przedsiębiorstwom prywatnym i publicznym (tabela 2.1.2), to okaże się, że w sektorze przedsiębiorstw prywatnych relacja między majątkiem trwałym i obrotowym jest bardziej wyrównana niż w sektorze przedsiębiorstw publicznych.[128] Z tabeli 2.1.2 wynika, że w przedsiębiorstwach prywatnych udział majątku obrotowego w strukturze aktywów wynosi 41%, podczas gdy w przedsiębiorstwach publicznych kształtuje się na poziomie 26%. Z czego może wynikać ta dysproporcja? Powodów może być kilka:

- z obserwacji autora wynika, że większość nowo zakładanych przedsiębiorstw prywatnych to przedsiębiorstwa handlowe lub usługowe,[129]
- w przedsiębiorstwach prywatnych optymalizuje się wielkość majątku trwałego do poziomu niezbędnego z punktu widzenia prowadzonej działalności operacyjnej, natomiast wciąż wiele przedsiębiorstw publicznych jest obarczonych majątkiem, który nie jest konieczny dla działalności operacyjnej, a jego wielkość jest wynikiem zaszłości historycznych.[130]
- z obserwacji autora wynika, że przedsiębiorstwa prywatne chętniej niż przedsiębiorstwa publiczne korzystają z leasingu aktywów, które w większości nie są uwidaczniane w bilansie.

Prawdopodobnie gdyby spośród przedsiębiorstw prywatnych wyłączyć byłe przedsiębiorstwa państwowe udział majątku obrotowego w strukturze aktywów jeszcze znacząco wzrósłby.[131]

W strukturze majątku obrotowego przedsiębiorstw prywatnych jak ilustruje to wykres 2.1.1, największy udział w mają należności, następnie zapasy i środki pieniężne i ich

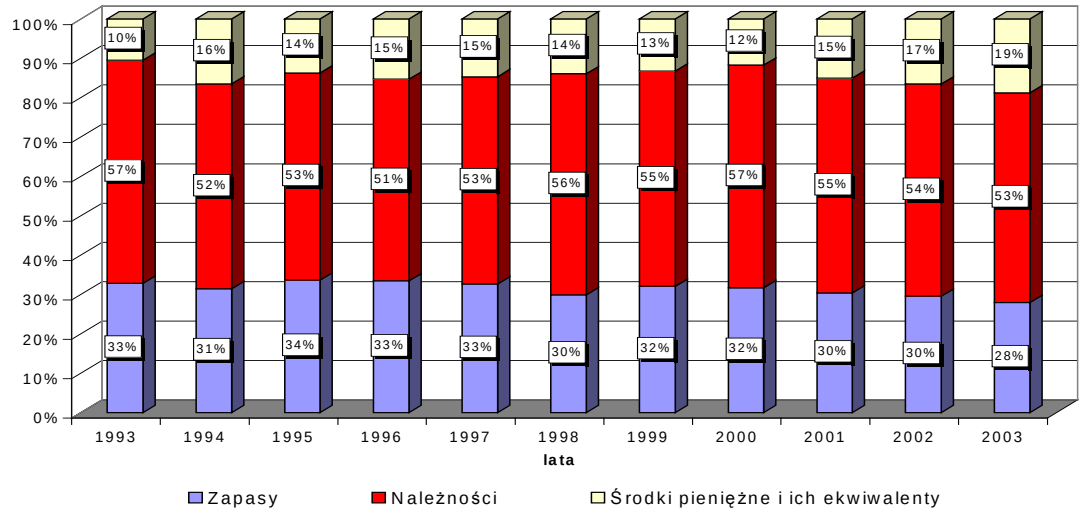
[128] Sektor przedsiębiorstw publicznych obejmuje przedsiębiorstwa, gdzie większościowym właścicielem jest Skarb Państwa lub samorządy terytorialne.
[129] W zasadzie przedsiębiorstwa handlowe czy też usługowe dysponują mniejszym majątkiem trwałym niż przedsiębiorstwa produkcyjne, w związku z tym większy jest udział majątku obrotowego w ich aktywach.
[130] Chodzi tu o te składniki majątku trwałego, które są związane np. z działalnością socjalną (mieszkania zakładowe, domy wczasowe, przychodnie zakładowe itp.) oraz te rodzaje działalności pomocniczej w stosunku do działalności operacyjnej, które nie mają ekonomicznego uzasadnienia z racji np. skali działalności
[131] Byłe przedsiębiorstwa państwowe, które zostały sprywatyzowane, to przedsiębiorstwa produkcyjne z dużym majątkiem trwałym.

ekwiwalenty[132]. Spośród składników majątku obrotowego na przestrzeni lat 1993-2003 największą dynamikę wzrostu, jak ilustruje to wykres 2.1.2, wykazują środki pieniężne i ich ekwiwalenty następne są należności, a najwolniej rosły zapasy. W efekcie udział środków pieniężnych i ich ekwiwalentów w majątku obrotowym wzrósł z 10 do 19%, podczas gdy udział należności spadł z 57 do 53%, a zapasów z 33 do 28%.

Tabela 2.1.2. Struktura aktywów przedsiębiorstw prywatnych i publicznych w Polsce

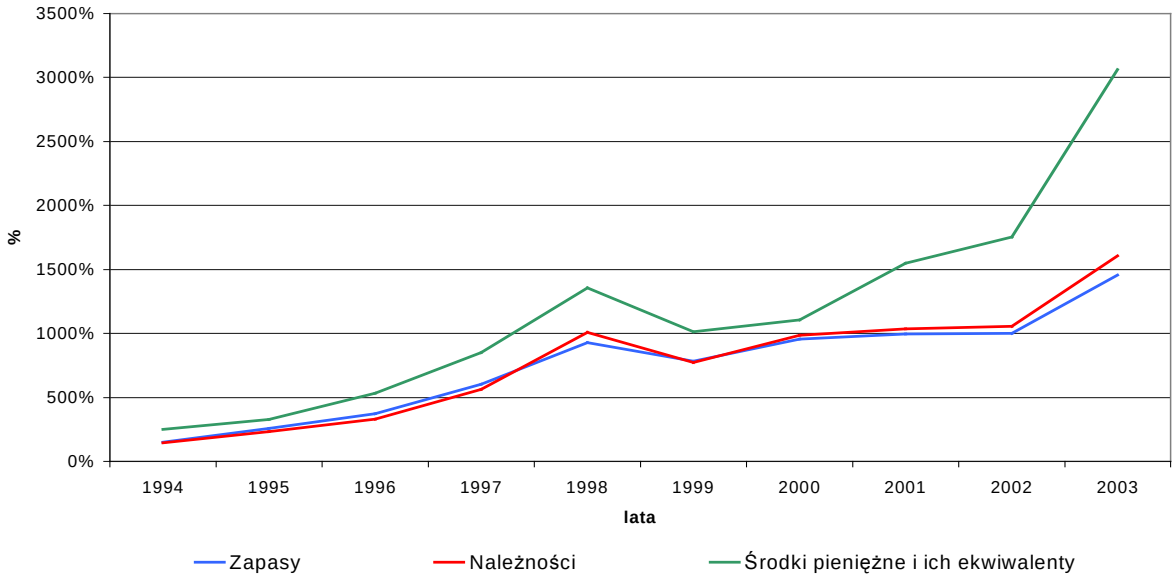
	Struktura							
	1999		2000		2002		2003	
	prywatne	publiczne	prywatne	publiczne	prywatne	publiczne	prywatne	publiczne
Majątek trwały	57%	72%	57%	71%	61%	69%	59%	75%
Majątek obrotowy	41%	26%	41%	26%	37%	30%	40%	25%

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Bilansowe wyniki … wyd. cyt.



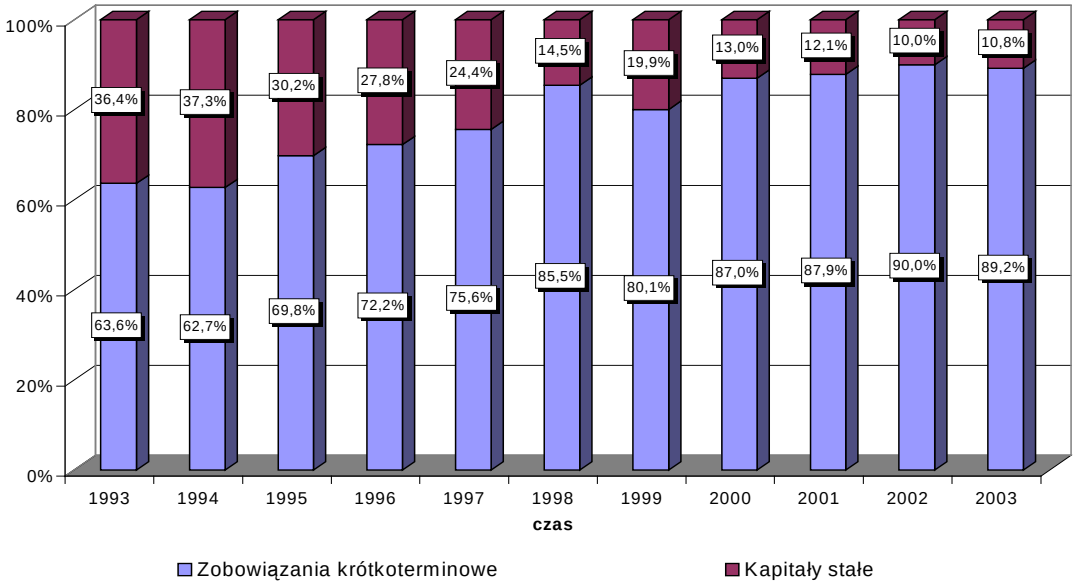
Wykres 2.1.1. Struktura majątku obrotowym przedsiębiorstw prywatnych w Polsce. *Źródło: opracowanie własne na podstawie: Bilansowe wyniki …* wyd. cyt.

[132] Termin: środki pieniężne i ich ekwiwalenty, używany w pracy odpowiada, według Ustawy o rachunkowości z 1994 r., sumie środków pieniężnych i papierów wartościowych przeznaczonych do obrotu, a według Ustawy z 2000 r. inwestycjom krótkoterminowym.

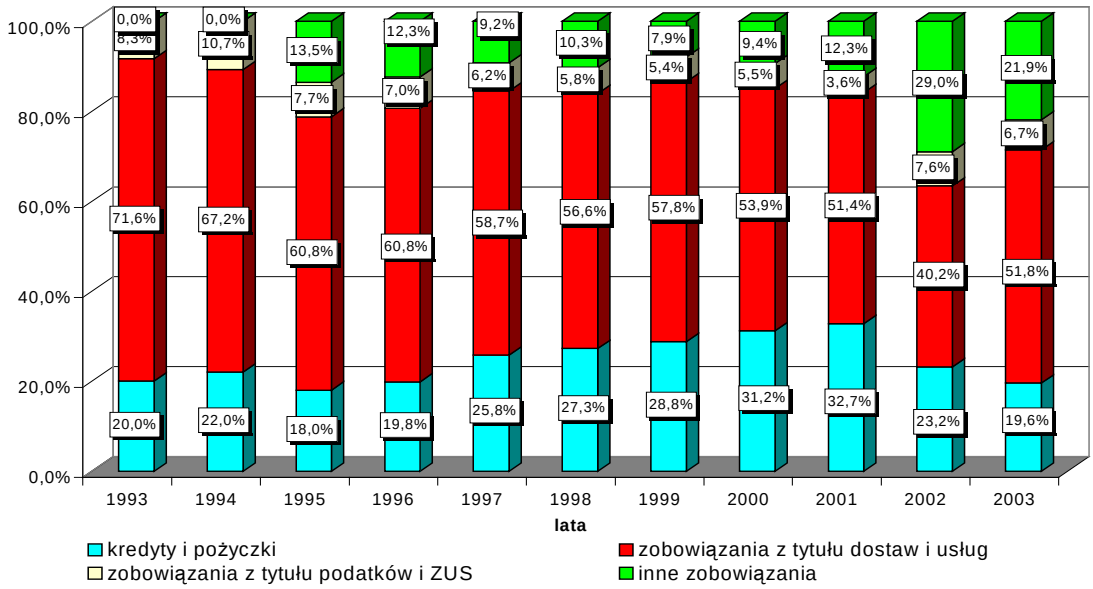


Wykres 2.1.2. Dynamika składników majątku obrotowego przedsiębiorstw prywatnych w Polsce rok 1993 = 100%. *Źródło: opracowanie własne na podstawie: Bilansowe wyniki …* wyd. cyt.

Na przestrzeni lat 1993-2003 w przedsiębiorstwach prywatnych nastąpiły istotne zmiany w źródłach finansowania majątku obrotowego. W roku 1993 majątek obrotowy był finansowany 63,6% z zobowiązań krótkoterminowych, a w 36,4% z kapitału stałego (wykres 2.1.3). Do roku 2003 udział kapitałów stałych w finansowaniu majątku obrotowego zmalał do 10,8%, a zobowiązań krótkoterminowych wzrósł do 89,2%. Spośród zobowiązań krótkoterminowych w finansowaniu majątku obrotowego dominują (wykres 2.1.4) zobowiązania z tytułu dostaw i usług (51,8%), dalej są inne zobowiązania (21,9%), kredyty i pożyczki (19,6%) oraz zobowiązania z tytułu podatków i ubezpieczeń społecznych (6,7%).

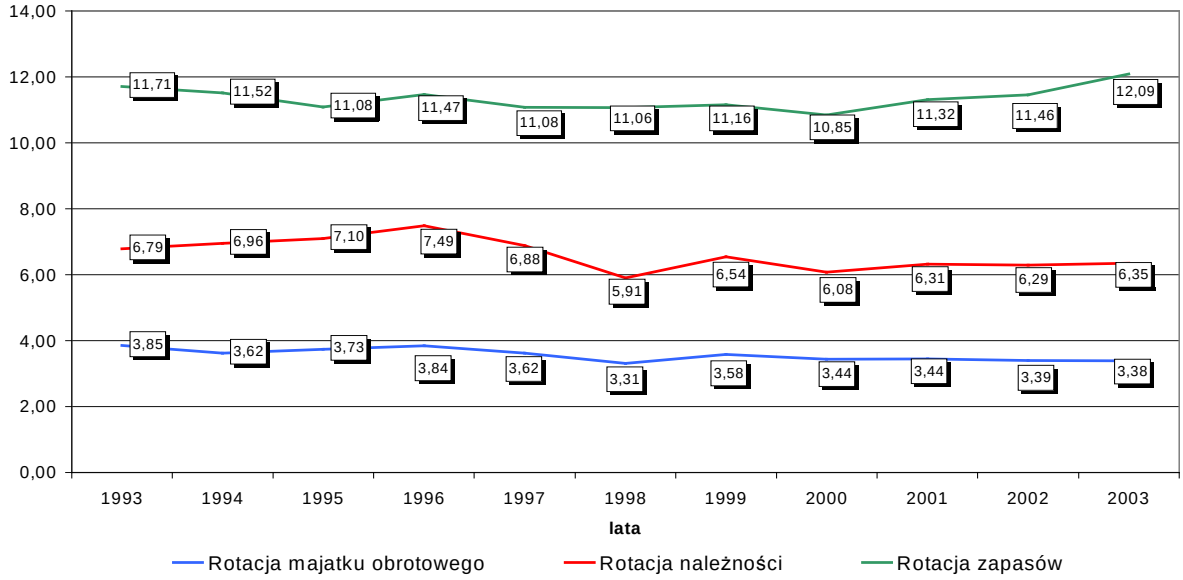


Wykres 2.1.3. Struktura źródeł finansowania majątku obrotowego w przedsiębiorstwach prywatnych w Polsce. *Źródło: opracowanie własne na podstawie: Bilansowe wyniki …* wyd. cyt)



Wykres 2.1.4. Struktura zobowiązań krótkoterminowych finansujących majątek obrotowy przedsiębiorstwach prywatnych w Polsce. *Źródło: opracowanie własne na podstawie: Bilansowe wyniki …* wyd. cyt.

Wykres 2.1.5 pokazuje, że efektywność zarządzania majątkiem obrotowym w przedsiębiorstwach prywatnych na przestrzeni lat 1993-2003, mierzona wskaźnikami rotacji nieznacznie się pogorszyła. Porównanie roku 2003 z 1993 r., wskazuje, że zmniejszyła się rotacja należności o 7%, a rotacja majątku obrotowego o 12%, poprawiła się natomiast rotacja zapasów – wzrosła o 3%.



Wykres 2.1.5. Wskaźniki rotacji majątku obrotowego, należności i zapasów w przedsiębiorstwach prywatnych w Polsce. *Źródło: opracowanie własne na podstawie: Bilansowe wyniki …* wyd. cyt.

Na podstawie danych statystycznych za lata 1993-2003, dotyczących przedsiębiorstw prywatnych, można zaobserwować następujące zjawiska[133]:

- wzrost udziału majątku obrotowego w sumie bilansowej (a w ramach majątku obrotowego najszybciej rosną środki pieniężne i ich ekwiwalenty, najwolniej zaś zapasy),
- wzrost udziału zobowiązań krótkoterminowych w strukturze źródeł finansowania majątku obrotowego – co może powodować obniżenie bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstw z punktu widzenia wskaźników płynności.

Prawdopodobnie te tendencje można zaobserwować już w latach wcześniejszych, co pośrednio potwierdzają badania struktury majątku obrotowego, dotyczące lat 1991-1994 w branżach notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Badania te wykazały, że nastąpiło zmniejszenie udziału zapasu surowców i materiałów w majątku obrotowym ogółem na rzecz wzrostu udziału w tym majątku środków obrotowych płynnych, czyli należności i gotówki[134].

Jak pokazują powyższe dane, udział majątku obrotowego w strukturze aktywów przedsiębiorstw prywatnych jest znaczący i w ostatnich latach stale rośnie. Może to mieć negatywny wpływ na wartość przedsiębiorstwa, gdyż wywołuje dodatkowe zapotrzebowanie na kapitał.

2.1.3. Cykl operacyjny przedsiębiorstwa

Ciągła periodyczna wymiana zapasów, należności oraz środków pieniężnych i ich ekwiwalentów jest skutkiem prowadzenia codziennej działalności operacyjnej przedsiębiorstwa. Zmiany w składnikach majątku obrotowego odzwierciedlają cykl operacyjny w przedsiębiorstwie. Cykl ten to czas, jaki upływa od momentu nabycia materiałów do momentu realizacji wpływów gotówkowych.[135] Na cykl ten składa się sekwencja zdarzeń i decyzji, takich jak:

- zakup materiałów,
- zapłata za materiały,
- wytwarzanie produktu,

---

[133] Opracowanie własne na podstawie: *Bilansowe wyniki* … wyd. cyt..
[134] M. Sierpińska, *Poziom kapitału obrotowego w branżach notowanych na GPW w Warszawie*, „Wiadomości Gospodarcze Penetrator" nr 6/1995.
[135] S.A. Ross, R.W. Westerfield, B.D. Jordan, *Finanse* ...wyd. cyt., s. 611.

- magazynowanie wyrobów gotowych,
- sprzedaż wyrobów gotowych,
- otrzymanie zapłaty za należności.

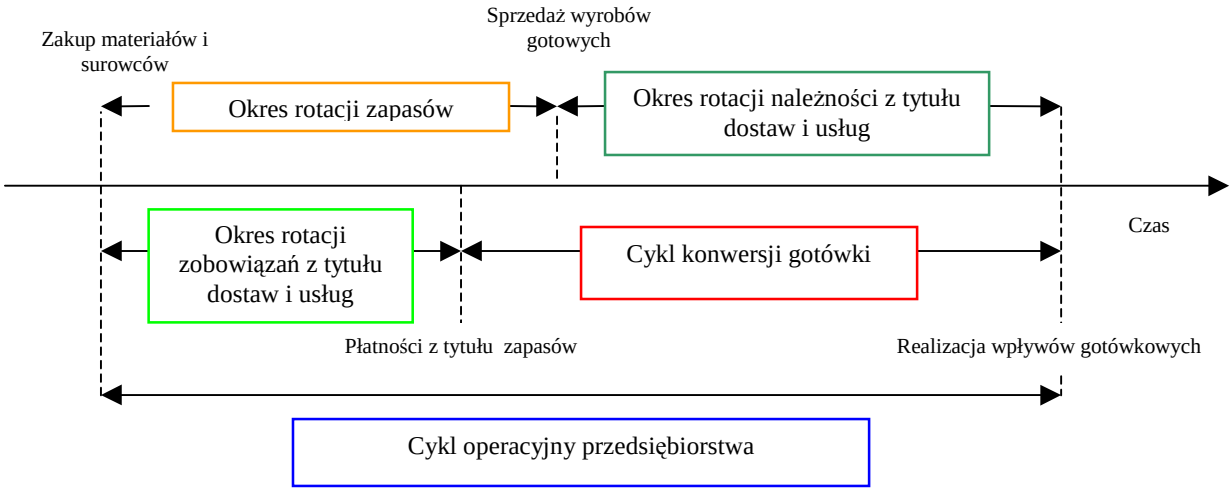
Uproszczoną ilustrację cyklu operacyjnego oraz zdarzeń z nim związanych prezentuje rysunek 2.1.3. Z pojęciem cyklu operacyjnego związany jest cykl konwersji gotówki, czyli czas, jaki upływa od momentu nabycia zapasów do momentu płatności za nie.[136] Oba cykle zaprezentowano na rysunek 2.12. Z rysunku tego wynika, że cykl operacyjny przedsiębiorstwa równy jest sumie okresu rotacji zapasów oraz okresu rotacji należności z tytułu dostaw i usług (wzór 2.1.1) lub sumie okresu rotacji zobowiązań z tytułu dostaw i usług oraz cyklu konwersji gotówki (wzór 2.1.2).

$$C_O = R_Z + R_N \tag{2.1.1}$$

gdzie: C_O – cykl operacyjny,
R_Z – okres rotacji zapasów,
R_N – okres rotacji należności,

$$C_O = R_{ZB} + C_G \tag{2.1.2}$$

gdzie: R_{ZB} – okres rotacji zobowiązań z tytułu dostaw i usług,
C_G – cykl konwersji gotówki.

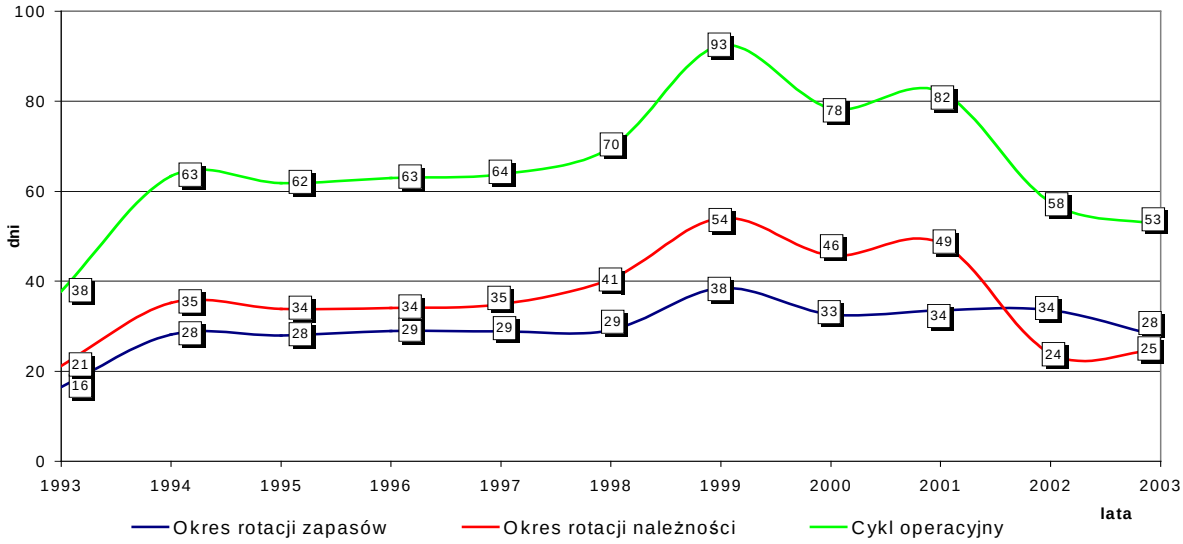


Rysunek 2.1.2. Cykl operacyjny przedsiębiorstwa i cykl konwersji gotówki. *Źródło:* S.A. Ross, R.W. Westerfield, B.D. Jordan, *Finanse* ...wyd. cyt., s. 612

Z danych statystycznych zaprezentowanych na wykresie 2.1.6 wynika, że cykl operacyjny w latach 1993-2003 wydłużył się z 38 do 53 dni, przy czym w okresie od 1993 r. do 1999 r. przeważała negatywna wzrostowa tendencja (wzrost do 93 dni w 1999 r.), a od 2000 r. można zaobserwować skracanie cyklu operacyjnego. Wykres również pokazuje iż w latach

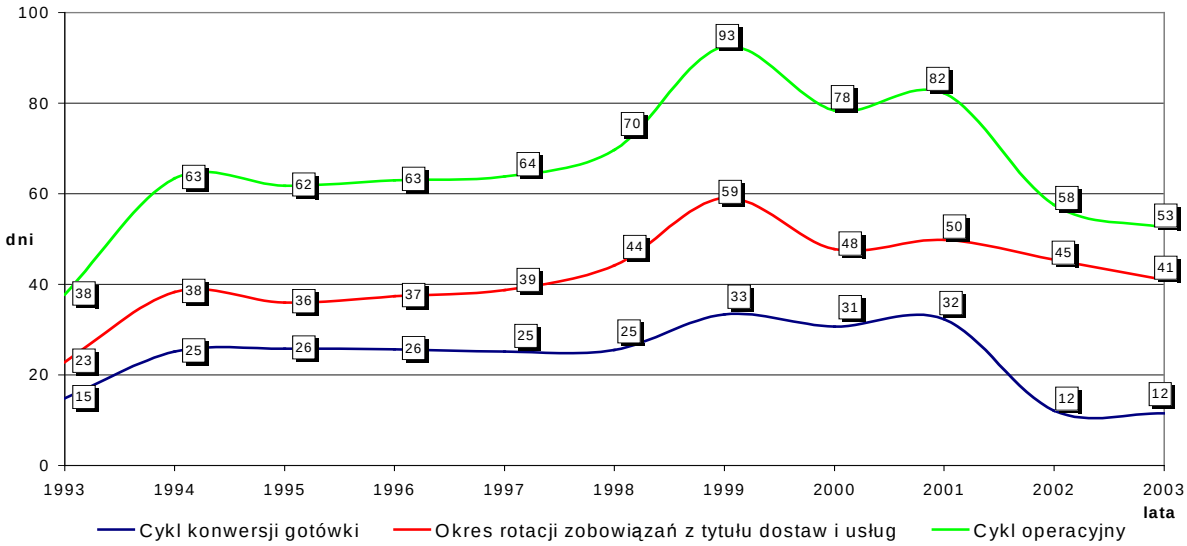
[136] Tamże, s. 612.

1993-2003 wydłużył się zarówno czas rotacji zapasów (z 16 do 28 dni), jak i okres rotacji należności (21 do 25 dni).



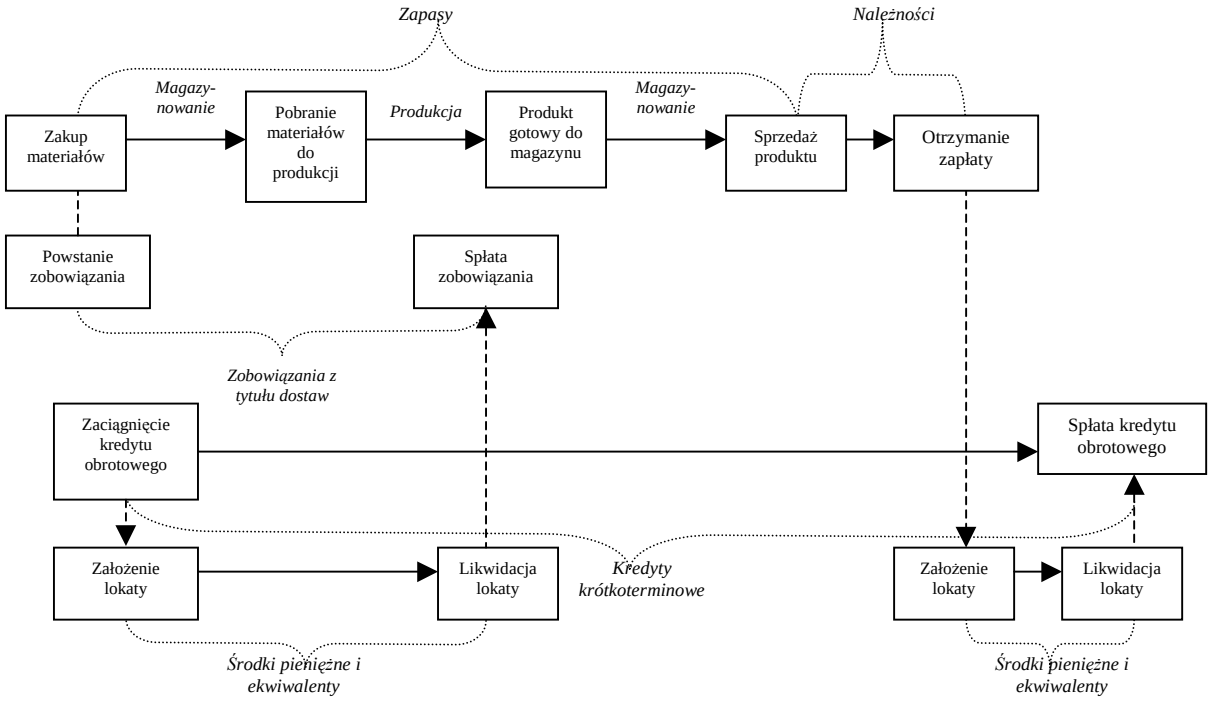
Wykres 2.1.6. Cykl operacyjny oraz jego składniki okres rotacji należności i okres rotacji zapasów w przedsiębiorstwach prywatnych w Polsce. *Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS*

Kolejny wykres 2.1.7 ilustruje, jak zmieniały się źródła finansowania cyklu operacyjnego oraz ile dni przeciętnie musiały czekać przedsiębiorstwa na środki pieniężne. Z wykresu wynika, że w miarę jak wydłużał się cykl operacyjny w latach 1993-1999, przedsiębiorstwa wolniej płaciły za zobowiązania z tytułu dostaw i usług. Od roku 2000 kiedy to cykl operacyjny zaczął się skracać na skutek poprawy rotacji należności, przedsiębiorstwa nieznacznie wcześniej zaczęły regulować zobowiązania z tytułu dostaw i usług. W efekcie cykl środków pieniężnych (konwersji gotówki) skrócił się blisko trzykrotnie: z 32 dni w 2001 r. do 12 dni w 2003 roku. Badając relacje między zobowiązaniami z tytułu dostaw i usług oraz cyklem operacyjnym, zauważa się, że w latach 1994-2001 cykl operacyjny był finansowany średnio w 60% przez zobowiązania z tytułu dostaw i usług (skrajne przedziały w tym okresie to 55% w 1997 r. i 64% w 1998 i 1999 r.). W roku 2002 nastąpiła istotna zmiana tych proporcji, bowiem aż 79% czasu cyklu operacyjnego jest finansowane zobowiązaniami z tytułu dostaw i usług. Nasuwa się przypuszczenie, że korzyści wynikające ze skrócenia okresu rotacji należności są odczuwane nie przez wszystkie przedsiębiorstwa. Prawdopodobnie koszty finansowania cyklu operacyjnego zostały w latach 2002-2003 przerzucone na te przedsiębiorstwa, które nie są objęte tą statystyką, czyli drobnych podwykonawców (zatrudniających do 10 pracowników). W tych przedsiębiorstwach musiał nastąpić znaczący przyrost czasu rotacji należności (przedsiębiorstwa te prowadzą najczęściej uproszczoną księgowość).



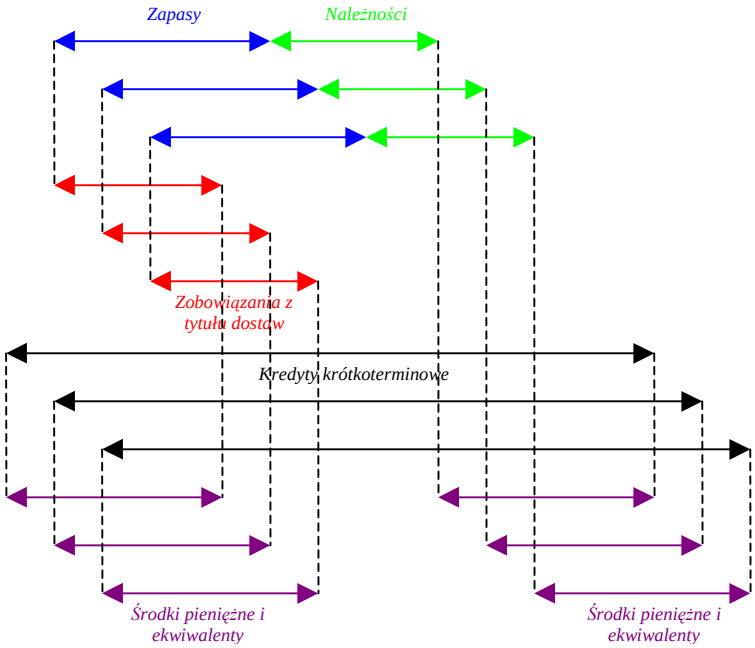
Wykres 2.1.7. Cykl operacyjny oraz jego składniki okres rotacji zobowiązań z tytułu dostaw i usług i cykl konwersji gotówki w przedsiębiorstwach prywatnych w Polsce. *Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS*

Cykl operacyjny (rysunek 2.1.3) w przedsiębiorstwie stale się powtarza. W efekcie cykle te często występują jednocześnie w różnych stadiach, a więc wzajemnie się na siebie nakładają. W związku z tym zarówno ogólna wielkość majątku obrotowego, jak i jego struktura ulegają ciągłym zmianom.[137] Proces nakładania się kolejnych cykli operacyjnych ilustruje rysunek 2.1.4.



Rysunek 2.1.3. Cykl operacyjny. *Źródło: opracowanie własne*

[137] W. Bień, *Zarządzanie finansami* ...wyd. cyt., s. 211.



Rysunek 2.1.4. Nakładanie się cykli obrotowych. *Źródło: opracowanie własne*

2.1.4. Strategie zarządzania majątkiem obrotowym

Według Bienia zarządzanie majątkiem obrotowym obejmuje decyzje wpływające na jego ogólną wielkość i strukturę. Decyzje te powinny zmierzać do wyznaczenia wielkości poszczególnych elementów majątku obrotowego, niezbędnej do prowadzenia działalności przedsiębiorstwa przy racjonalnym ich wykorzystaniu, z uwzględnieniem różnego charakteru poszczególnych elementów składowych majątku obrotowego.[138] Podobnego zdania są Sierpińska i Nesterak, dla których zarządzanie majątkiem obrotowym ma służyć maksymalizacji sprzedaży oraz utrzymaniu płynności finansowej. W związku z tym decyzje podejmowane w tym obszarze powinny:

- zmierzać do optymalizacji wielkości i struktury majątku obrotowego z punktu widzenia minimalizacji kosztów jego utrzymania,
- prowadzić do kształtowania struktury źródeł finansowania tego majątku, sprzyjającej minimalizacji kosztów finansowych, a tym samym maksymalizacji zysku. [139]

Zdaniem autora pracy, tak operacyjnie ujęte cele zarządzania majątkiem obrotowym nie wyczerpują całego spektrum celów możliwych do przypisania temu obszarowi. Jednocześnie

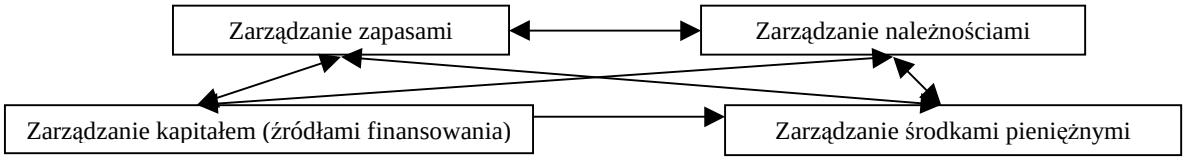
[138] Tamże, s. 257.
[139] M. Sierpińska, J. Nesterak, *Strategie finansowania majątku obrotowego przedsiębiorstw*, [w:] Materiały Konferencji Naukowej: *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, pod redakcją Jana Duraja, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 1996, s. 197.

cele te są ograniczone do kosztów, a przecież zarządzanie tym obszarem wpływa również na przychody. Dodatkowo pojęcia koszty utrzymania majątku, koszty finansowe i zysk mogą być różnie rozumiane. Aby ująć to zagadnienie ogólnie, uwzględniając jednocześnie wymagania koncepcji *VBM*, można sformułować cel zarządzania majątkiem obrotowym jako, takie kształtowanie wielkości i struktury majątku obrotowego, które zapewni maksymalizację wartości przedsiębiorstwa. Zarządzanie majątkiem obrotowym zawiera w sobie zarządzanie zapasami, należnościami, środkami pieniężnymi i źródłami ich finansowania. Zarządzanie majątkiem obrotowym ma charakter operacyjny i jeżeli przyjmiemy wcześniej sformułowany cel zarządzania majątkiem obrotowym, to celami szczegółowymi będą np.:

- zapewnienie ciągłości dostaw materiałów, produktów i/lub towarów,
- stymulowanie sprzedaży,
- zapewnienie płynności finansowej z uwzględnieniem kosztów źródeł finansowania.[140]

Zarządzanie zapasami, należnościami, środkami pieniężnymi i zobowiązaniami powinno być spójne, całościowe i współzależne (rysunek 2.1.5), w przeciwnym razie przedsiębiorstwu grozić może:

- niedobór jednych i nadmiar innych kategorii zapasów,
- zbyt niski poziom należności, ograniczający sprzedaż lub zbyt dużo należności przeterminowanych,
- utrata płynności lub nadpłynność finansowa,
- wyższe koszty utrzymania poszczególnych pozycji,
- wyższe koszty utraconych możliwości.



Rysunek 2.1.5. Współzależność między składnikami majątku obrotowego a źródłami jego finansowania. *Źródło: opracowanie własne*

Ważne z punktu widzenia zarządzania majątkiem obrotowym są spostrzeżenia Kima, według którego wielkość zapasów i należności rośnie, gdy stopa zysku możliwego do uzyskania ze zwykłej działalności operacyjnej przedsiębiorstwa przewyższa stopę zysku z instrumentów finansowych. Zdaniem autora, twierdzenie to jest prawdziwe w perspektywie długiej czasu. W krótkich odcinkach czasu mogą pojawiać się sytuacje akceptowane przez przedsiębiorstwo, kiedy to nastąpi wzrost zapasów i należności przy jednocześnie mniejszej stopie zysku niż

[140] Zasady zarządzania poszczególnymi składnikami majątku obrotowego będą zawarte w dalszej części pracy.

oferują to instrumenty finansowe. Badania Kima pokazują także, że im większe aktywa ma przedsiębiorstwo, tym mniejszy jest udział gotówki i jej ekwiwalentów, gdyż w razie niedostatku gotówki są stosunkowo łatwo i tanio ją sobie zapewnić. [141]

Zarządzanie majątkiem obrotowym może przebiegać według różnych typów strategii, różnie klasyfikowanych. Jedną z klasyfikacji prezentuje Wędzki. Zgodnie z przyjętą przez Wędzkiego nomenklaturą, strategie majątku obrotowego można podzielić na[142]:

- konserwatywne i
- agresywne.

Strategie te definiuje Wędzki w sposób następujący. Strategia konserwatywna wyrażana jest przez wielkość poszczególnych pozycji majątku obrotowego:

- Poziom zapasów jest wyższy niż średnia w branży. Wpływ tego obszaru na wartość przedsiębiorstwa nie jest jednoznaczny z jednej strony większe zapasy zwiększają satysfakcję klienta, co sprzyja wzrostowi wartości dla właścicieli, ale z drugiej strony koszty finansowania zwiększonych zapasów tę wartość zmniejszają.
- Poziom należności jest niższy niż średnia w branży, co wynika z rygorystycznego podejścia do klientów (preferowanie stałych klientów, oferowanie mniej korzystnych upustów niż średnia dla branży, szybko podejmuje się działania windykacyjne). W efekcie ściągalność należności będzie wysoka, ale klientów będzie mniej. Z założenia ma to powodować zmniejszenie wartości przedsiębiorstwa dla właścicieli.[143]
- Poziom środków pieniężnych i papierów wartościowych jest wyższy niż średnia w branży. W tym obszarze dominują środki pieniężne, skutkiem czego jest wysokie bezpieczeństwo w zakresie płynności finansowej. Obszar ten negatywnie wpływa na wartość dla właścicieli.

W opozycji do strategii konserwatywnej stoi strategia agresywna:

- Poziom zapasów jest niższy niż średnia w branży. Wpływ tego obszaru na wartość przedsiębiorstwa nie jest jednoznaczny z jednej strony mniejsze zapasy zmniejszają satysfakcję klienta, co nie sprzyja wzrostowi wartości dla właścicieli, ale z drugiej strony koszty finansowania zmniejszonych zapasów tę wartość zwiększają.

[141] Ch. Kim, D. Mauer, A. Sherman, *The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence*, "Journal of Financial and Quantitative Analysis", nr 3/1998, za: D. Wędzki, *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa – przepływy pieniężne a wartość dla właścicieli*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2002, s. 74

[142] Zob.: D. Wędzki, *Strategie* ...wyd. cyt., s. 126-137.

[143] Wędzki przyjął takie stwierdzenie, można jednak w nie wątpić, tym bardziej, że nie jest poparte stosownym uzasadnieniem.

- Poziom należności jest wyższy niż średnia w branży, co wynika z liberalnego podejścia do klientów (sprzedawanie produktów, towarów wszystkim klientom, przy czym stosuje się korzystniejsze upusty niż średnia dla branży, działania windykacyjne podejmowane są w ostateczności). W efekcie ściągalność należności będzie niska przy wysokiej sprzedaży. Ma to powodować zwiększenie wartości przedsiębiorstwa dla właścicieli.
- Poziom środków pieniężnych i papierów wartościowych jest niższy niż średnia w branży. W tym obszarze dominują papiery wartościowe, czego skutkiem ma być zmniejszenie płynnych aktywów, zwiększające wartość dla właścicieli przy jednoczesnym zmniejszeniu zdolności przedsiębiorstwa do płacenia wymagalnych zobowiązań.

Na podstawie tej klasyfikacji Wędzki wnioskuje, że przyjęcie strategii konserwatywnej oznacza tworzenie mniejszej wartości dla właścicieli niż w przypadku strategii agresywnej. Z drugiej strony płynność finansowa w strategii konserwatywnej jest wyższa niż w agresywnej.[144] Wnioski wysuwane przez Wędzkiego, dotyczące tworzenia wartości dla właścicieli, nie wydają się udowodnione. Realizacja którejś z tych dwóch skrajnych strategii oznaczałaby, że przedsiębiorstwo przyjmuje postawę dość „schizofreniczną". Przyjęcie strategii agresywnej przedsiębiorstwa z jednej strony zachęca klientów do kupna (oferując korzystniejsze od średniej na rynku warunki płatności), a z drugiej strony ogranicza możliwość zaspokojenia potrzeb klienta (zmniejszając zapasy wyrobów gotowych). Odwrotna sytuacja jest w przypadku strategii konserwatywnej. Oba te przypadki oznaczają podejmowanie sprzecznych działań w dwóch obszarach zapasach i należnościach (zachęcanie i zniechęcanie klientów), co nie może przynieść spodziewanych rezultatów.

Wędzki proponuje również podzielić strategie finansowania majątku obrotowego na:

- konserwatywne i
- agresywne.

Konserwatywna strategia finansowania majątku obrotowego zakłada niższy od średniej branżowej poziom zobowiązań bieżących przy jednocześnie wyższym poziomie kapitałów stałych. Skutkiem realizowania tej strategii jest zmniejszenie wartości dla właścicieli przy założeniu, że zobowiązania bieżące są najtańszym źródłem finansowania aktywów. Pozytywnym efektem jest poprawienie płynności finansowej. W strategii agresywnej finansowania majątku obrotowego proporcje między zobowiązaniami bieżącymi a kapitałem

[144] D. Wędzki, *Strategie* ...wyd. cyt., s. 126-131.

stałym są odwrotne niż w strategii konserwatywnej.[145] Podobny podział proponuje Fedorowicz względem strategii finansowania wszystkich aktywów przedsiębiorstwa. Zróżnicowanie strategii polega na odmiennym finansowaniu stałej i zmiennej części majątku obrotowego.

W myśl tego podziału strategia agresywna polega na tym, że z zobowiązań krótkoterminowych finansowane są zarówno zmienne, jak i część stałego majątku obrotowego. W strategii konserwatywnej zobowiązania krótkoterminowe finansują jedynie część zmiennego majątku obrotowego, reszta finansowana jest z kapitałów stałych.[146]

Zbliżoną optykę przyjął Leahigh, który sferę zarządzania kapitałem obrotowym (rozumianym tu jako sumę środków obrotowych) dzieli na politykę:

- konserwatywną i
- agresywną.

Jednak zasadnicza różnica tkwi w tym, że polityka konserwatywna polega na utrzymywaniu wysokich wartości środków obrotowych i niskich kwot zobowiązań bieżących. Polityka agresywna polega na utrzymywaniu niskich wartości środków obrotowych i wysokich kwot zobowiązań bieżących.[147] W podobnym duchu macierz strategii inwestowania oraz finansowania aktywów bieżących wraz z konsekwencjami ich stosowania prezentują Hamrol i Szyszka (tabela 2.1.3.).[148]

Zdaniem autora, kwestie dotyczące strategii zarządzania majątkiem obrotowym wymagają uporządkowania. Po pierwsze, używana dość powszechnie w literaturze nomenklatura jest niefortunna. Pojęcia agresywny i konserwatywny nie są antonimami. Trafniejsze wydaje się użycie pojęć defensywny i ofensywny. Po drugie, proste zastąpienie jednej nomenklatury drugą jest niewystarczające. Niezbędne jest zdefiniowanie dwóch skrajnych typów strategii oraz formy pośredniej między nimi. W związku z tym można zaproponować klasyfikację wyróżniającą trzy podstawowe strategie zarządzania majątkiem obrotowym defensywną, ofensywną i umiarkowaną.

1) **Strategia defensywna** – udział majątku obrotowego w aktywach jest wyższy niż średnia w branży (tabele 2.1.4 - 2.1.5), co wynika z wysokiego udziału zapasów, należności oraz środków pieniężnych i ich ekwiwalentów w aktywach, jednocześnie

[145] Tamże, s. 132-136.
[146] Z. Fedorowicz, *Finanse* ...wyd. cyt., s. 163.
[147] D.J. Leahigh, *Zarządzanie finansami* ...wyd. cyt., s. 109.
[148] Zob. M. Hamrol, A. Szyszka, *Strategie zarządzania kapitałem obrotowym*, [w:] *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, pod redakcją J. Duraja, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 1999, s. 203.

towarzyszy temu niski wskaźnik rotacji majątku obrotowego (liczony w relacji do przychodów i/lub kosztów działalności operacyjnej).

Tabela 2.1.3. Strategie inwestowania oraz finansowania aktywów bieżących

Strategie inwestowania w aktywów bieżących	Strategie finansowania aktywów bieżących		
	Dynamiczna	Umiarkowana	Zachowawcza
Dynamiczna	Niski poziom aktywów bieżących, finansowanych zobowiązaniami krótkoterminowymi. Ryzyko utraty płynności finansowej oraz rytmiczności produkcji bardzo wysokie. Stopa zwrotu najwyższa ze względu na dużą obrotowość aktywów, jak i na niski koszt kapitału.	Niski poziom aktywów bieżących, częściowo finansowanych kapitałem stałym, a częściowo zobowiązaniami krótkoterminowymi. Znaczne niebezpieczeństwo utraty rytmiczności produkcji. Ograniczone ryzyko utraty płynności finansowej. Przeciętny poziom kapitału pracującego. Umiarkowany koszt kapitału oraz wysoka stopa zwrotu.	Niski poziom aktywów bieżących, przy jednoczesnym finansowaniu ich kapitałem długoterminowym. Znaczne niebezpieczeństwo utraty rytmiczności produkcji. Bardzo bezpieczna sytuacja w zakresie płynności finansowej. Znaczny stan kapitału pracującego. Nacisk na dużą obrotowość majątku ma się przyczynić do wysokiej stopy zwrotu, choć korzystanie niemal wyłącznie ze stałych źródeł finansowania może wpłynąć na wysoki koszt kapitału.
Umiarkowana	Umiarkowany poziom aktywów bieżących, finansowanych kapitałem krótkoterminowym. Ograniczone ryzyko produkcyjne. Wysokie ryzyko utraty płynności finansowej. Minimalny poziom kapitału pracującego. Stopa zwrotu więcej niż umiarkowana ze względu na wyższą obrotowość majątku oraz niski koszt kapitału, wynikający z użycia finansowania krótkoterminowego.	Umiarkowany poziom aktywów bieżących, częściowo finansowanych kapitałem stałym, a częściowo zobowiązaniami krótkoterminowymi. Ograniczone ryzyko utraty rytmiczności produkcji oraz płynności finansowej. Umiarkowany poziom kapitału pracującego. Stopa zwrotu oraz koszt kapitału na poziomie przeciętnym.	Umiarkowany poziom aktywów bieżących, finansowanych głównie ze źródeł długoterminowych. Konieczność większej troski o bezpieczeństwo rytmiczności produkcji. Ryzyko utraty płynności finansowej niewielkie. Wysoki poziom kapitału pracującego. Wyższa obrotowość aktywów wpływa korzystnie na stopę zwrotu, lecz duże zaangażowanie długoterminowych źródeł finansowania pociąga za sobą znaczny koszt kapitału.
Zachowawcza	Wysoki poziom aktywów bieżących, finansowanych kapitałem krótkoterminowym. Ryzyko produkcyjne niewielkie. Ryzyko utraty płynności finansowej bardzo duże. Minimalny poziom kapitału pracującego. Duży udział finansowania krótkoterminowego wpływa na obniżanie kosztów kapitału. Na stopę zwrotu ciągle negatywnie rzutuje niska obrotowość aktywów.	Wysoki poziom aktywów bieżących, częściowo finansowanych kapitałem stałym, a częściowo zobowiązaniami krótkoterminowymi. Ryzyko produkcyjne minimalne. Płynność finansowa niższa, choć nadal na bezpiecznym poziomie. Umiarkowany poziom kapitału pracującego. Użycie w pewnym zakresie finansowania krótkoterminowego wpływa na obniżanie kosztów kapitału, natomiast niewielka obrotowość aktywów nadal rzutuje na niską stopę zwrotu.	Wysoki poziom aktywów bieżących, finansowanych kapitałem długoterminowym. Ryzyko utraty płynności finansowej oraz rytmiczności produkcji minimalne, znaczny poziom kapitału pracującego. Niska obrotowość aktywów w połączeniu z finansowaniem ich kapitałem stałym owocuje wysokim kosztem kapitału i niską stopą zwrotu.

*Źródło: M. Hamrol, A. Szyszka, Strategie ...*wyd. cyt., s. 203.

2) **Strategia ofensywna** – udział majątku obrotowego w aktywach jest niższy niż średnia w branży (tabele 2.1.4 - 2.1.5), co wynika z niskiego udziału zapasów, należności oraz środków pieniężnych i ich ekwiwalentów w aktywach, jednocześnie towarzyszy temu wysoki wskaźnik rotacji majątku obrotowego (liczony w relacji do przychodów i/lub kosztów działalności operacyjnej).
3) **Strategia umiarkowana** – ma charakter pośredni między defensywną i ofensywną.

Również w zakresie finansowania majątku obrotowego można wyróżnić trzy podstawowe strategie: defensywną, ofensywną i umiarkowaną.

1) **Strategia defensywna** – w strukturze finansowej wyraźnie większy udział niż średnia w branży mają kapitały stałe, a mniejszy oraz niższy niż średnia w branży mają zobowiązania krótkoterminowe (tabela 2.1.6).
2) **Strategia ofensywna** – w strukturze finansowej wyższy niż średnia w branży jest udział zobowiązań krótkoterminowych oraz niższy niż średnia w branży kapitałów stałych (tabela 2.1.6).
3) **Strategia umiarkowana** – ma charakter pośredni między defensywną i ofensywną.

Łącząc te dwie klasyfikacje, można otrzymać macierz zawierającą dziewięć kombinacji strategii zarządzania majątkiem obrotowym i źródłami jego finansowania (tabela 2.1.7). Realizacja każdej z tych kombinacji niesie odmienne skutki. Szczegóły tych strategii zaprezentowano w dalszych podrozdziałach.

Tabela 2.1.4. Udział majątku obrotowego w aktywach w zależności od przyjętej strategii

	Udział majątku obrotowego w aktywach zależności od przyjętej strategii	
	Defensywna	Ofensywna
Majątek obrotowy	wysoki	niski

Źródło: opracowanie własne

Tabela 2.1.5. Udział składników majątku obrotowego w aktywach w zależności od przyjętej strategii

Struktura majątku obrotowego	Udział w strukturze aktywów w zależności od przyjętej strategii	
	Defensywna	Ofensywna
Zapasy	wysokie	niskie
Należności	wysokie	niskie
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	wysokie	niskie

Źródło: opracowanie własne

Tabela 2.1.6. Źródła finansowania majątku obrotowego w zależności od przyjętej strategii

Źródła finansowania	Strategie zarządzania źródłami finansowania majątku obrotowego	
	Defensywna	Ofensywna
Zobowiązania wobec dostawców	niskie	wysokie
Inne zobowiązania krótkoterminowe	niskie	wysokie
Kapitały stałe	wysokie	niskie

Źródło: opracowanie własne

Tabela 2.1.7. Kombinacje strategii zarządzania majątkiem obrotowym

		Strategie zarządzania źródłami finansowania majątku obrotowego		
		Defensywna	Umiarkowana	Ofensywna
Strategie zarządzania majątku obrotowego	Defensywna	**DD**	**DU**	**DO**
	Umiarkowana	**UD**	**UU**	**UO**
	Ofensywna	**OD**	**OU**	**OO**

Źródło: opracowanie własne

Konsekwencje realizacji dwóch skrajnych kombinacji strategii DD i OO zaprezentowano w tabeli 2.1.8. Jeśli porównać te strategie, okaże się, że w strategii DD zapotrzebowanie na kapitał oraz koszty finansowania majątku obrotowego są wyższe niż w strategii OO. W strategii DD istnieje większy rozdźwięk między przychodami ze sprzedaży a wpływami gotówkowymi z tego tytułu niż w strategii OO. Jednocześnie płynność finansowa jest wyższa, a ryzyko bankructwa niższe przy realizacji strategii DD niż OO, ale przy niższej wartości dla właścicieli przedsiębiorstwa. Zdaniem autora, z punktu widzenia kreowania wartości przedsiębiorstwa najkorzystniejsze będą kombinacje strategii OU, UO i OO, neutralne dla kreowania wartości będą strategie OD, UU i DO, natomiast najmniej korzystne dla budowania wartości przedsiębiorstwa będą kombinacje UD, DD i DU. Pierwsze trzy kombinacje oznaczają niskie i przeciętne stany zapasów, należności oraz środków pieniężnych i ich ekwiwalentów, a także wysoką rotację zapasów i należności. Jednocześnie w tych kombinacjach koszt finansowania majątku obrotowego jest niższy niż przeciętnie ze

względu na niższy lub przeciętny w branży udział kapitałów stałych w finansowaniu majątku obrotowego. Należy przy tym zaznaczyć, iż skrajnie ofensywne rozwiązania mogą prowadzić do utraty płynności i bankructwa, co skutkowałoby zniszczeniem znacznej części wartości przedsiębiorstwa.

Tabela 2.1.8. Konsekwencje przyjętej kombinacji strategii zarządzania majątkiem obrotowym

	Strategie	
	DD	OO
Zapotrzebowanie na kapitał	wysokie	niskie
Koszty utrzymania zapasów	wysokie	niskie
Koszty tworzenia zapasów	wysokie	niskie
Prawdopodobieństwo zaspokojenia potrzeb klienta	wysokie	niskie
Prawdopodobieństwo wstrzymania produkcji	niskie	wysokie
Pozyskanie nowych klientów	sprzyja	nie sprzyja
Stymulowanie wzrostu sprzedaży	tak	nie
Koszty analizy kontrahentów	niskie	wysokie
Koszty finansowania należności	wysokie	niskie
Koszty windykacji należności	wysokie	niskie
Powstawanie złych należności	sprzyja	nie sprzyja
Ujemna różnica między gotówkowymi wpływami ze sprzedaży a przychodami ze sprzedaży	wysoka	niska
Wartość rezerw tworzonych na należności	wysoka	niska
Potencjalny dochód	wysoki	niski
Ryzyko operacyjne	wysokie	niskie
Koszty finansowania	wysokie	niskie
Ryzyko utraty płynności	niskie	wysokie
Płynność finansowa	wysoka	niska
Ryzyko bankructwa	niskie	bankructwo wysokie
Wartość dla właścicieli	niska	wysoka zerowa

Źródło: opracowanie własne

2.2. Zarządzanie zapasami

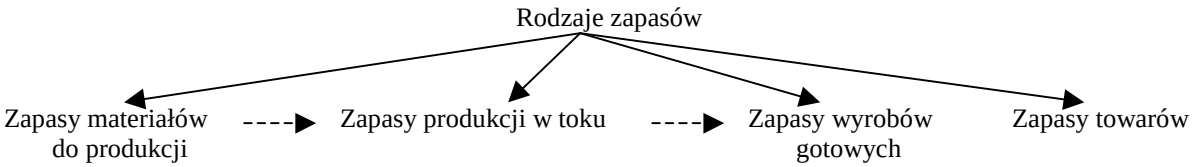
2.2.1. Zapasy jako składnik aktywów przedsiębiorstwa

Utrzymywanie zapasów jest bardzo często nieodzownym warunkiem funkcjonowania przedsiębiorstw produkcyjnych, handlowych i wielu przedsiębiorstw usługowych. W przedsiębiorstwach produkcyjnych zapasy materiałów są warunkiem utrzymania ciągłości produkcji, zapasy produkcji w toku powstają w trakcie procesów produkcyjnych, a zapasy wyrobów gotowych i towarów (w przedsiębiorstwach handlowych) umożliwiają zaspokojenie potrzeb klientów. Poziom zapasów, podobnie jak należności, uzależniony jest od sprzedaży – z tym, że należności powstają w wyniku sprzedaży (należności są efektem sprzedaży, jednocześnie wielkość sprzedaży jest również uzależniona od strategii zarządzania należnościami), a zapasy tę sprzedaż poprzedzają, są jednym z jej warunków. Wielkość zapasów powinna być dostosowana do przewidywanej sprzedaży. Wiele przedsiębiorstw może realizować sprzedaż jedynie w sytuacji, gdy dysponuje zapasem wyrobów gotowych czy też towarów (np. tradycyjne przedsiębiorstwa handlowe, wystawiając je w sklepach lub giełdach). Istnieją również przedsiębiorstwa, które w momencie oferowania określonych produktów, towarów potencjalnym odbiorcom, fizycznie nimi nie dysponują. Dotyczy to np. produkcji na zamówienie czy też handlu internetowego; jednak także w tych przypadkach trudno uniknąć zapasów np. z tytułu produkcji w toku (w pierwszym przypadku) lub towarów (w drugim przypadku - nawet gdy zamówienia realizowane są w ciągu 24 godzin). Utrzymanie zapasów w przedsiębiorstwie kosztuje, ale jednocześnie wiążą się z nimi określone korzyści. Tak więc w praktyce w przedsiębiorstwach produkcyjnych i handlowych wyeliminowanie zapasów nie wydaje się ani możliwe, ani korzystne (zapasy mogą nie występować w niektórych przedsiębiorstwach usługowych). Bez wątpienia jednak należy zwiększać efektywność gospodarowania nimi, tym bardziej, że błędy w zarządzaniu zapasami mogą prowadzić np. do spadku sprzedaży, czy zawyżania kosztów, co może wywoływać negatywne konsekwencje dla wyników przedsiębiorstw.

Według słownika języka polskiego zapasy to pewna ilość produktów, surowców, pieniędzy itp., zebranych w celu przechowania do czasu, gdy będą potrzebne.[149] Z kolei według międzynarodowych standardów rachunkowości (MSR) zapasy to aktywa:

- przeznaczone do sprzedaży w toku zwykłej działalności gospodarczej,
- będące w trakcie produkcji przeznaczonej na sprzedaż lub
- mające postać materiałów czy dostaw surowców zużywanych w procesie produkcyjnym lub w trakcie świadczenia usług.

Na zapasy składają się dobra zakupione i przeznaczone do odsprzedaży, np. towary zakupione przez jednostkę handlu detalicznego w celu ich odsprzedaży lub grunty i inne nieruchomości przeznaczone do odsprzedaży (rysunek 2.2.1). Do zapasów zalicza się także wyroby gotowe wyprodukowane lub będące w trakcie wytwarzania ich przez jednostkę gospodarczą, łącznie z materiałami i surowcami oczekującymi na wykorzystanie w procesie produkcji. W jednostce gospodarczej świadczącej usługi, do zapasów zalicza się wydatki poniesione na realizację usług, w odniesieniu do których jednostka gospodarcza nie ujęła jeszcze odnośnych przychodów.[150]



Rysunek 2.2.1. Klasyfikacja zapasów. *Źródło: opracowanie własne*

W bilansie zapasy umiejscowione są w pozycji „B.I. Zapasy". W ramach tej pozycji można wyróżnić: materiały, półprodukty i produkty w toku, produkty gotowe, towary, zaliczki na dostawy. Do pozycji „B.I.1. Materiały" zalicza się stanowiące własność jednostki surowce i inne materiały podstawowe, półfabrykaty, materiały pomocnicze, paliwa, opakowania, części zamienne do maszyn i urządzeń, inwentarz żywy zakupiony w celu uboju, materiały biurowe i druki, odpadki przeznaczone do zużycia itp., bez względu na to, czy znajdują się w magazynie jednostki, w przechowywaniu lub przerobie u innych przedsiębiorstw, w drodze lub zostały wydane do produkcji, lecz jeszcze nie poddane pierwszej operacji. Pozycja „B.I.2. Półprodukty i produkty w toku" obejmuje produkcję

[149] *Uniwersalny słownik języka polskiego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003, t. 4, s. 845.
[150] *Międzynarodowe Standardy* ...wyd. cyt., MSR 2.4, 2.5 *Zapasy* s. 130.

niezakończoną, tj. produkcję (usługi, w tym roboty budowlane) w toku oraz półfabrykaty (półprodukty) własnej produkcji. Do pozycji „B.I.3. Produkty gotowe" zalicza się:

- wyroby gotowe, tj. produkty, nie podlegające dalszemu przetworzeniu w przedsiębiorstwie przeznaczone do sprzedaży,
- roboty i usługi oraz prace projektowe, naukowo-badawcze itp. wykonane, lecz niezafakturowane,
- inwentarz żywy (w tuczu, odchowie, niestanowiący środków trwałych i materiałów).

Pozycja „B.I.4. Towary" obejmuje stanowiące własność jednostki kopaliny, produkty natury lub wyroby obcej produkcji, przeznaczone do odsprzedania w stanie nieprzetworzonym. W pozycji „B.I.5. Zaliczki na dostawy" wykazuje się zaliczki wpłacone na poczet dostaw materiałów, towarów i usług, nie służących budowie lub ulepszaniu środków trwałych.

W dalszej części pracy termin zapasy stosowany będzie w rozumieniu zgodnym z definicją zapasów według MSR, a rozważania będą dotyczyły głównie zapasów materiałów, produktów gotowych i towarów. W ograniczonym zakresie uwaga będzie poświęcona półproduktom i produktom w toku. Wyłączone z rozważań będą natomiast zaliczki na dostawy, które zapasami *sensu stricte* nie są oraz ze względu na ich marginalny udział w zapasach.

Istotną kwestią z punktu widzenia zarządzania zapasami jest ich wycena. Według zasad rachunkowości zapasy materiałów i towarów wycenia się w cenach nabycia, produktów zaś po koszcie wytworzenia. Cena nabycia powstaje przez powiększenie ceny zakupu danego asortymentu o koszty poniesione na jego zakup (sprowadzenie, rozładowanie itp.) i przystosowanie do użycia lub sprzedaży (np. do przerobu, paczkowania, rozlewu, sortowania).[151] Materiały i towary mogą być również wyceniane według ceny zakupu, obejmującej w przypadku importu podatek akcyzowy i cło, a także podatek VAT, jeśli nie podlega on odliczeniu. Półprodukty i produkty w toku można wyceniać po koszcie wytworzenia lub według metod uproszczonych. Równie istotny jest sposób wyceny kosztów produktów sprzedanych i oszacowania wartości pozostałych zapasów. Sposoby te są szczególnie ważne z punktu widzenia zarządzania wartością w warunkach wysokiej inflacji. Możliwe są cztery metody wyceny wartości zapasów[152]:

[151] Z. Fedak, *Zasady wyceny aktywów i pasywów bilansu oraz ustalenia wyniku finansowego*, [w:] *Rachunkowość. Zamknięcie roku 2002*. Rachunkowość Sp. z o.o., Warszawa 2002, s. 63.
[152] E.F. Brigham, L.C. Gapenski, *Zarządzanie* ... wyd. cyt., t. 2, s. 216.

- określania wartości poszczególnych pozycji,
- „pierwsze weszło, pierwsze wyszło" – *FIFO* (*first-in, first-out*),
- „ostatnie weszło, pierwsze wyszło" – *LIFO* (*last-in, first-out*),
- średniej ważonej.

Metoda, w której określa się wartości poszczególnych pozycji, wymaga drobiazgowego przypisywania odpowiednich składników kosztów każdej jednostce zapasów. Kiedy jakiś składnik zostaje sprzedany lub wykorzystany do produkcji, to wielkość zapasów jest pomniejszona o wartość przypisaną temu składnikowi. Metoda ta znajduje zastosowanie głównie w odniesieniu do drogich składników zapasów, aczkolwiek dzisiejsza technika (głównie szerokie stosowanie kodów paskowych) pozwala na szczegółową identyfikację (nie tylko ze względu na wartość) nawet niewielkich i stosunkowo niedrogich składników zapasów. W kolejnej metodzie *FIFO (first-in, first-out method)* jednostki zapasów wykorzystane do produkcji lub sprzedane traktowane są jako te, które jako pierwsze dotarły do magazynu. Następna metoda *LIFO (last-in, first-out method)* jest przeciwieństwem metody wcześniejszej. Koszt zapasów wykorzystanych do produkcji lub sprzedanych jest oparty na kosztach ostatnich zarejestrowanych w kategorii zapasów, podczas gdy pozostałe zapasy składają się z pierwszych (wcześniej zarejestrowanych) składników. Metoda średniej ważonej *(weighted average method)* zakłada szacowanie jednostkowego średniego ważonego kosztu zapasów.

Rozważając wpływ poszczególnych metod na wyniki przedsiębiorstwa, można dojść do przekonania, że w warunkach inflacji i drożejących w związku z tym zapasów, metoda *FIFO* daje najniższy koszt produktów sprzedanych, a tym samym najwyższy zysk. Metoda ta pozwala także na wykazywanie najwyższej wartości końcowej zapasów, dając najkorzystniejszy obraz stanu płynności firmy. Z kolei zastosowanie metody *LIFO* powoduje, że wykazywany koszt produktów sprzedanych będzie wyższy, zyski będą niższe, a płynność gorsza niż w pozostałych metodach. Metoda *LIFO* ogranicza podstawę opodatkowania i zmniejsza tym samym obciążenia podatkowe i ogranicza wydatki z tego tytułu.[153] Powyższe rozważania są słuszne jedynie w sytuacji, w której koszty materiałowe wzrastają. Gdyby jednak koszty te były stałe, to wszystkie cztery metody przynosiłyby te same efekty.

[153] Tamże, t. 2, s. 218.

Podstawowym czynnikiem wpływającym na zapotrzebowanie na materiały czy towary jest wielkość planowanej sprzedaży produktów lub towarów. Gdyby przedsiębiorstwom udało się pełni zrealizować strategię *just in time* zapasy nie były by potrzebne, ale w praktyce jest to niemożliwe. Podstawowym powodem tworzenia zapasów jest brak możliwości pełnego zsynchronizowania strumieni dopływu i odpływu[154]. Drugi powód to oddziaływanie na procesy logistyczne czynnika losowego. Uniemożliwia on budowanie bezbłędnych prognoz, zmuszając do stosowania zabezpieczeń przed skutkami zakłóceń losowych. Inne przyczyny związane są z:

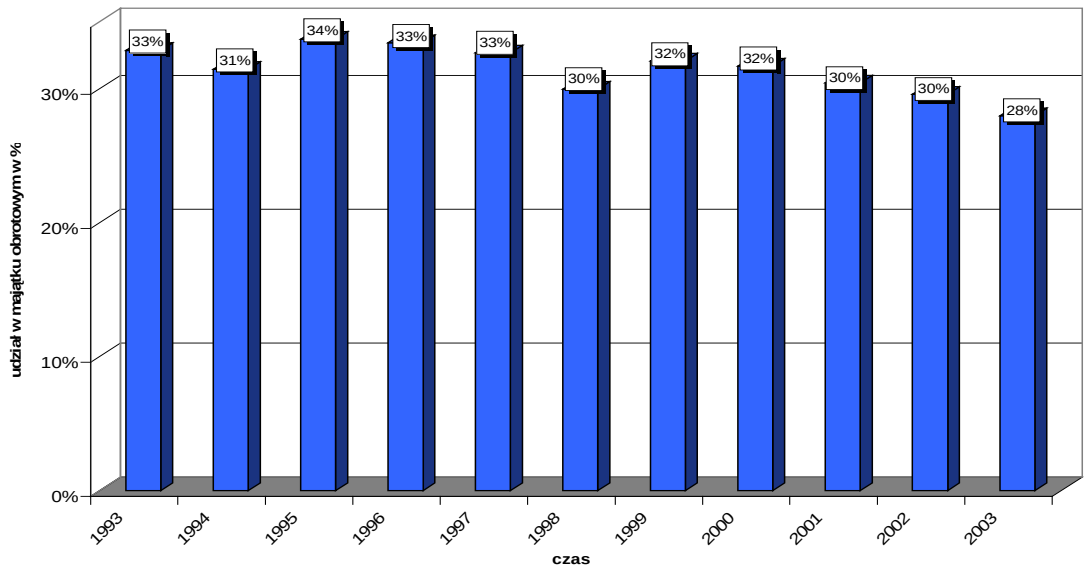
- niepewnością dostaw i ich opóźnieniami,
- większymi potrzebami rynkowymi niż przewidywane,
- uzyskaniem niższej ceny zakupu,
- sezonowością dostaw,
- koniecznością zapewnienia rytmiczności produkcji,
- korzyściami skali produkcji,
- korzyściami skali dostaw,
- sezonowością popytu,
- zapewnieniem pełnej obsługi klienta (w przeciwnym razie może grozić utrata reputacji),
- zapewnieniem opłacalności transportu produktów (tworzenie zapasu związane jest z wysyłaniem minimalnej wielkości partii zapewniającej opłacalność),
- wymaganiami klienta (tworzenie zapasu związane jest z koniecznością dostarczenia klientowi w określonym miejscu i czasie zamówionej ilości produktu).

Przedsiębiorstwo może utrzymywać zapasy materiałów w celu utrzymania rytmiczności produkcji, aby uniknąć kosztów przestojów, które mogą okazać się bardzo wysokie (np. w hutnictwie zagrożenie koniecznością wygaszenia pieca). Posiadanie zapasów jest niezbędne w sytuacji, gdy np. materiały, surowce są dostępne sezonowo, istnieje wysoka niepewność dostaw czy też na rynku materiałów jest nadwyżka popytu nad podażą. Zapasy mogą również powstawać w związku z wielkością partii dostawy (określoną możliwościami transportowymi i kosztami transportu) lub też oferowaniem przez dostawców upustów cenowych przy zakupie

[154] Cz. Pierścionek, Z. Saryusz-Wolski, *Logistyka w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 1999, s.208.

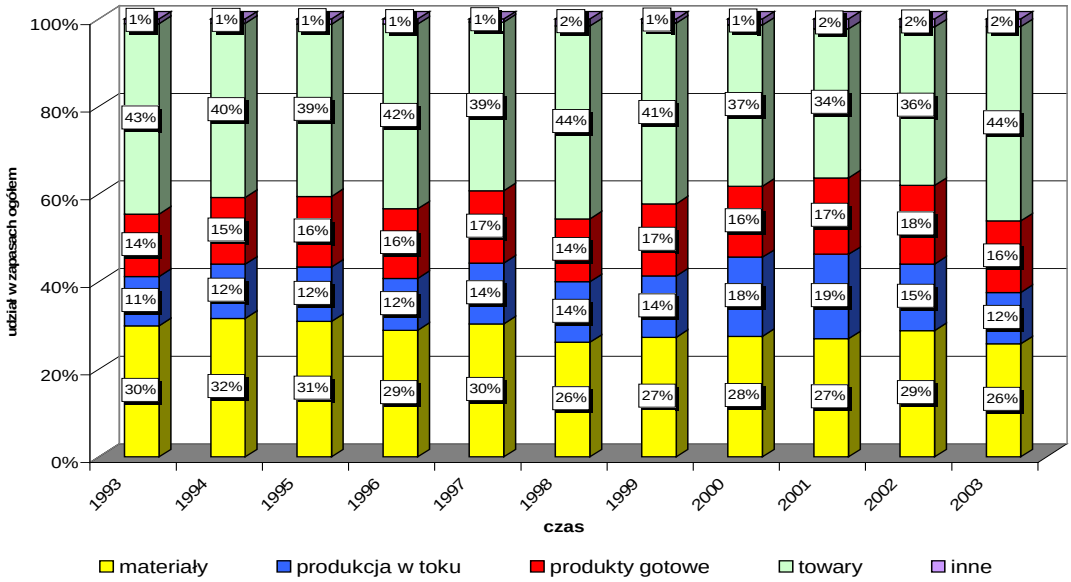
większej partii. Utrzymywanie zapasów może być związane także z przewidywaniem zwyżki cen materiałów, surowców (tj. ropa naftowa), wywołanej np. sytuacją geopolityczną, inflacją, zmianą kursu walut. Posiadanie zapasów zabezpiecza przedsiębiorstwo przed skutkami nieprzewidzianych zdarzeń, takich jak pożary, powodzie, strajki, kolejki na granicach, wypadki drogowe.

Zapasy to najmniej płynna część aktywów krótkoterminowych, w których przedsiębiorstwa zamrażają znaczne środki finansowe; w typowym przedsiębiorstwie produkcyjnym często przekraczają 15% aktywów, a u detalistów mogą stanowić ponad 25% aktywów.[155] W Polsce w przedsiębiorstwach prywatnych średni udział zapasów w majątku obrotowym oscyluje w granicach 30% (wykres 2.2.1). Z kolei w strukturze zapasów tych przedsiębiorstw dominują towary (około 40%), następnie materiały (około 30%), produkty gotowe (17%) i produkcja w toku (13%).



Wykres 2.2.1. Średni udział zapasów w majątku obrotowym przedsiębiorstw prywatnych w Polsce. *Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS*

[155] S.A. Ross, R.W. Westerfield, B.D. Jordan, *Finanse* ...wyd. cyt., s. 694



Wykres 2.2.2. Struktura zapasów przedsiębiorstw prywatnych w Polsce. *Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS*

Warunkiem posiadania zapasów jest zapewnienie im źródeł finansowania. Źródła finansowania zapasów są uzależnione od dwóch parametrów:

- czasu, jaki upływa od zakupu materiałów do sprzedaży wyrobów gotowych z przetworzonych materiałów lub czasu upływającego od zakupu towarów do ich sprzedaży,
- terminu płatności za materiały lub towary.

Naturalnym źródłem finansowania zapasów materiałów i towarów są zobowiązania wobec dostawców. Jeżeli jednak czas utrzymywania zapasów jest dłuższy niż termin płatności za zobowiązania z tytułu dostaw zapasów, to przedsiębiorstwo musi znaleźć inne źródła finansowania, do których można zaliczyć: inne zobowiązania krótkoterminowe oraz kapitały stałe. Spośród wymienionych w tabeli 2.2.1 źródeł finansowania zapasów, zobowiązania wobec dostawców powszechnie uznaje się za najtańsze źródło finansowania. Jest to prawdziwe, jeżeli finansowanie to odbywa się w ramach umownego terminu płatności. Finansowanie zapasów tymi zobowiązaniami w sytuacji, gdy termin umowny jest przekroczony, może być dość kosztowne (odsetki karne, utrata zaufania dostawcy). Możliwa jest również sytuacja gdy oferowany przez dostawcę rabat za płatność powoduje, że zobowiązania z tytułu dostaw stają się jednym z najdroższych źródeł finansowania i korzystniej skorzystać z rabatu (jeżeli rabat ten jest większy niż koszty obsługi alternatywnych źródeł finansowania).

Z punktu widzenia kosztów obsługi źródeł finansowania najkorzystniejszym rozwiązaniem jest sytuacja, kiedy czas przetwarzania materiałów w wyroby gotowe oraz czas potrzebny na sprzedaż produktów jest krótszy od terminu płatności za zakupione materiały lub gdy czas od chwili zakupu towaru do sprzedaży jest krótszy od terminu płatności za towary. W praktyce taka sytuacja jest możliwa częściej w przypadku towarów niż materiałów. Dlatego też z punktu widzenia źródeł finansowania przedsiębiorstwa produkcyjne powinny poszukiwać możliwości skracania przede wszystkim czasu cyklu produkcyjnego (aby zminimalizować produkcję w toku) oraz czasu składowania wyrobów gotowych. Skracanie czasu między dostawą materiałów a ich wykorzystaniem do produkcji jest skomplikowaną sprawą. Pozornie wydaje się oczywiste, że czas ten należy zmniejszać, ale kalkulacja kosztów związanych z zapasami może wykazać, że opłaca się utrzymywać wyższe niż dotychczas zapasy. Do wniosków takich można dojść w sytuacji, gdy po uwzględnieniu takich czynników, jak:

- warunki dostawy (minimalna wielkość dostawy określona przez dostawcę lub uwarunkowana kosztami transportu),
- upusty „za ilość”

– korzystniejsze jest kupowanie większych partii i tym samym posiadanie większych zapasów mimo większych kosztów ich utrzymania.

Tabela 2.2.1. Finansowanie zapasów materiałów, produkcji w toku, wyrobów gotowych

Cykl operacyjny ↓					Kolejność źródeł finansowania ↓
	Czas składowania	Materiały	Zobowiązania wobec dostawców	termin płatności + ewentualna zwłoka w płatności	
	Czas przetwarzania	Produkcja w toku	Inne zobowiązania krótkoterminowe	termin zwrotu lub zapłaty	
	Czas składowania	Wyroby gotowe	Kapitały stałe	termin zwrotu lub bez terminie zwrotu	

Źródło: opracowanie własne

Tabela 2.2.2. Finansowanie zapasów towarów

Cykl operacyjny ↓					
	Czas składowania	Towary	Zobowiązania wobec dostawców	Termin płatności	Kolejność źródeł finansowania
			Inne zobowiązania krótkoterminowe		
			Kapitały stałe		

Źródło: opracowanie własne

O wielkości zapasów i źródłach ich finansowania współdecydują koszty związane z zapasami. Według Ministerstwa Handlu USA można dokonać klasyfikacji kosztów związanych z zapasami, dzieląc je na trzy główne grupy:

- koszty utrzymania zapasów,
- koszty zamówień, transportu i odbioru zapasów,
- koszty niedoboru zapasów[156].

Specyfikację kosztów zapasów pokazano na rysunku 2.2.2.

Rysunek 2.2.2. Klasyfikacja kosztów związanych z zapasami. *Źródło: opracowanie własne*

Jak wynika z tego rysunku, na koszty utrzymania zapasów składają się:

- koszt kapitału – koszty te powstają w związku z tym, że w zapasach zamrożone są określone wielkości kapitału,
- koszty składowania – obejmują koszty składowania zapasów (jeżeli magazyn jest własnością przedsiębiorstwa, to koszty te mają charakter stały, niezależny od wielkości zapasów, zaś przypadku powierzchni wynajmowanej, koszty te mogą mieć charakter zmienny),
- koszty obsługi zapasów – obejmują takie kategorie kosztów, jak transport w obrębie magazynu, ubezpieczenie zapasów, wynagrodzenia pracowników związanych z obsługą zapasów,
- koszty ryzyka – obejmują wszelkiego rodzaju straty związane ze starzeniem się zapasów, przypadkami losowymi.

[156] Ministerstwo Handlu USA *za* E.F. Brigham, L.C. Gapenski, *Zarządzanie* ... wyd. cyt., t. 2, s. 219.

Z kolei koszty tworzenia zapasów to:

- koszty zamawiania – obejmują koszty związane z analizą rynku, partii, przygotowaniem dokumentacji, opracowaniem i przesłaniem zamówienia, monitorowaniem zapasów w drodze w magazynie,
- koszty transportu zapasów – obejmują koszty związane z fizycznym przemieszczeniem materiałów, towarów.

Trzecia grupa kosztów to związane z niedoborem zapasów:

- koszty przestojów produkcyjnych,
- koszty utraconej sprzedaży – obejmują straty powstałe w wyniku braku materiałów, towarów niezbędnych do realizacji zamówienia,
- koszty utraconej reputacji.

Należy zaznaczyć, że zarówno koszty utrzymywania zapasów, jak i związane z zamówieniami (koszty tworzenia zapasów) czy też koszty braku zapasów mogą mieć elementy stałe i zmienne. Na przykład koszty ochrony zapasów i utrzymania magazynów są stałe w krótkim okresie; podobnie koszty pracy ponoszone w związku z dostawami zależą od liczby i wielkości dostarczanych składników, więc są one na ogół zmienne. Szczegółową specyfikację kosztów stałych i zmiennych w obszarze zarządzania zapasami pokazano w tabeli 2.2.3.

Tabela 2.2.3. Podstawowe kategorie kosztów związanych z zapasami

	Koszty stałe (niezależne)	**Koszty zmienne (zależne)**
Koszty tworzenia (odnawiania) zapasów	Koszty niezależne od wielkości pojedynczej dostawy, takie jak np.: • koszty działu zaopatrzenia (wynagrodzenia, koszty użytkowania pomieszczeń, energia, woda, itp.) • koszty utrzymania własnych środków transportu	Koszty zależne od wielkości pojedynczej dostawy, np.: • koszty składania zamówień • koszty zmienne transportu (zależne od liczby dostaw) • koszty ubezpieczenia • koszty związane z opłatami manipulacyjnymi • koszty specjalne przyjęcia dostaw (np. badania laboratoryjne)
Koszty utrzymania zapasów	Koszty niezależne od wielkości zapasu, np.: • amortyzacja budowli magazynowych • amortyzacja wyposażenia magazynowego • koszt personelu magazynowego	Koszty zależne od wielkości zapasu, np.: • dodatkowe koszty wykorzystywanej przestrzeni magazynowej • koszty naturalnych strat i ubytków magazynowych • koszty kradzieży i innych strat • koszty ubezpieczenia zapasu • koszt zamrożonego kapitału
Koszty braku zapasu	Koszty niezależne od wielkości braku, np.: • koszt awaryjnego zakupu • koszty przestoju instalacji lub linii produkcyjnej • wielkość przewidywanej utraconej marży od utraconego klienta	Koszty zależne od wielkości braku, np.: • koszty awaryjnego zakupu (np. wyższa cena jednostkowa) • koszt niewykorzystanej produkcji (zależny od wielkości braku surowca) • utracona marża od każdej niesprzedanej produkcji

Źródło: S. Krzyżaniak, *Podstawy zarządzania zapasami w przykładach*, Biblioteka Logistyka, Poznań 2002, s. 15.

Zarządzający zapasami napotykają problem skwantyfikowania kosztów związanych z zapasami. Stosunkowo łatwo można wyliczyć zarówno koszty utrzymania, jak i tworzenia zapasów. Większe kłopoty można napotkać w przypadku kosztów niedoboru ze względu na ich często niewymierny charakter. Szacunkowe koszty określone przez Ministerstwo Handlu USA zaprezentowano w tabeli 2.2.4. Z tabeli tej wynika, że spośród skwantyfikowanych kosztów najwyższe są koszty zamrożonego kapitału i koszty związane z ich zużyciem ekonomicznym. Z innych badań wynika, że koszty kapitałowe mogą w niektórych firmach stanowić największą część koszów utrzymania zapasów. W przedsiębiorstwach amerykańskich koszty kapitałowe wahają się w granicach 8-40% wartości zapasów.[157] Tak duża rozpiętość w kosztach kapitałowych może być spowodowana m.in. specyfiką branży oraz różnymi strategiami zarządzania zapasami. Rozpiętość ta może również być związana z odmiennymi metodami określania kosztu kapitału zaangażowanego w finansowanie zapasów, przy szacowaniu kosztów kapitałowych zapasów można bowiem uwzględniać co najmniej trzy poziomy stawek oprocentowania kapitału: [158]

- stawkę równą średniemu ważonemu kosztowi kapitału zaangażowanego w finansowanie aktywów całkowitych,
- stawkę wynikającą z oprocentowania kredytu długoterminowego na rynku kapitałowym,
- stawka odpowiadającą oprocentowaniu kredytu krótkoterminowego.

Tabela 2.2.4. Szacunki kosztów związanych z zapasami

Lp.	Rodzaj kosztów	Przybliżony roczny koszt w stosunku do wartości zapasów (%)
1.	Koszty utrzymania zapasów	
	Koszty zamrożonego kapitału	12,0
	Koszty magazynowania i obsługi	0,5
	Ubezpieczenie	0,5
	Podatki od nieruchomości	1,0
	Amortyzacja i zużycie ekonomiczne	12,0
	Razem	26,0
2.	Koszty zamówień, transportu i odbioru zapasów	

[157] M. Sierpińska, D. Wędzki, *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie,* Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 113.
[158] S. Abt, H. Woźniak, *Podstawy logistyki*, Wydawnictwo PTE, Gdańsk 1993, s. 75.

	Koszty składania zamówienia łącznie z kosztami produkcji i ułożenia	zróżnicowane
	Koszty transportu	2,5
3.	Koszty niedoboru zapasów	
	Zmniejszenie sprzedaży	zróżnicowane
	Utrata zaufania odbiorców	zróżnicowane
	Zakłócenia w organizacji produkcji	zróżnicowane

Źródło: Ministerstwo Handlu USA za E.F. Brigham, L. Gapenski, *Zarządzanie* ... wyd. cyt., t. 2, s. 219.

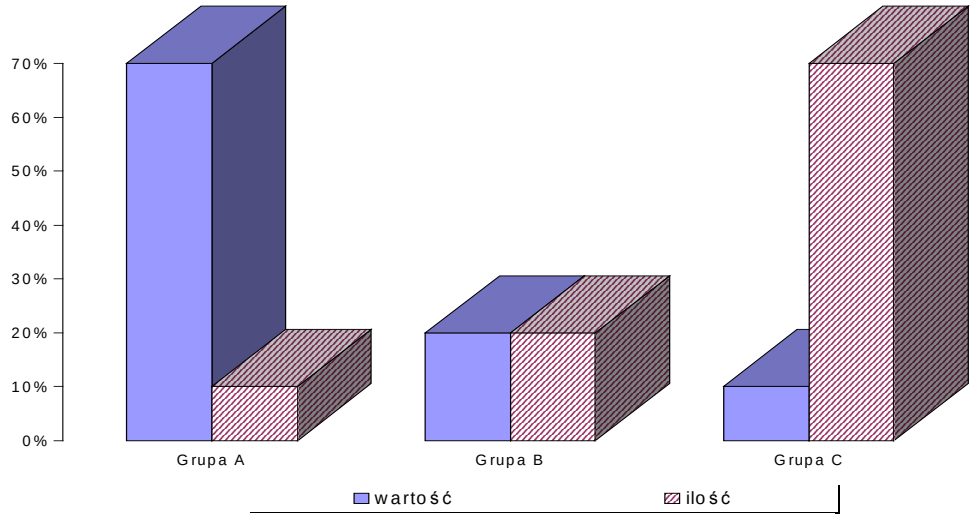
2.2.2. Metody zarządzania zapasami

Przedsiębiorstwa mają do dyspozycji szerokie spektrum metod zarządzania zapasami. Większość z nich dotyczy zarządzania zapasami materiałów i towarów. Niektóre z tych metod można stosować łącznie z innymi metodami. Do podstawowych metod wykorzystywanych w zarządzaniu zapasami można zaliczyć: ABC, XYZ, model optymalnej wielkości zamówienia – *EOQ (economic order quantity),* modele sterowania zapasami, podejście inwestycyjne, systemy planowania potrzeb materiałowych – *MRP (materials requirements planning),* system planowania dystrybucji – *DRP (distribution requrements planning), s*ystem „dokładnie na czas" – *JIT (just in time).*

Metoda ABC

Jedną z najprostszych metod zarządzania zapasami materiałów lub towarów jest metoda ABC, polegająca na podziale zapasów na trzy grupy. Podział ten oparty jest na założeniu, że w przedsiębiorstwie są zapasy, które ilościowo stanowią duży udział w zapasach ogółem, lecz mały pod względem wartościowym. I odwrotnie: są też takie zapasy, których udział wartościowy jest duży, a mały ilościowo.

Według tej metody do grupy A zaliczane są zapasy, które stanowią około 10% ilości zapasów, odpowiadając jednocześnie około 70% wartości ich zużycia (wykres 2.2.3). Pozycje z grupy B stanowią około 20% ogólnej liczby zapasów i odpowiadają około 20% zużycia wszystkich zapasów. Grupa C obejmuje około 70% wielkości zapasów i 10% ich wartości.



Wykres 2.2.3. Analiza zapasów według metody ABC. *Źródło: opracowanie własne*

Dzięki takiej klasyfikacji zarządzający mogą w odpowiedni sposób dopasować swe działania do danej grupy zapasów. W przypadku grupy A, której utrzymanie jest najdroższe, zalecane jest dokładne monitorowanie i utrzymywanie niskiego ich stanu. Pozycje z grupy B są mniej kosztowne, ale są ważne i wymagają ścisłej kontroli. Zapasy z grupy C są najtańsze i nie wymagają stałego monitorowania

Wdrażanie tej metody ma następujące etapy[159]:

1. Posegregowanie zapasów według rodzaju.
2. Obliczenie wartości rocznego zużycia z podziałem na poszczególne rodzaje zapasów.
3. Ustalenie hierarchii zapasów pod kątem wartości zużycia (od najwyższej do najniższej).
4. Przyporządkowanie poszczególnych rodzajów zapasów z ustalonej hierarchii do odpowiednich grup A, B i C.
5. Oznaczenie zapasów według klasyfikacji, tak aby można było nimi w odpowiedni sposób zarządzać.

Metoda XYZ

Uzupełnieniem analizy ABC może być analiza XYZ, w której rozpatruje się zapasy z punktu widzenia regularności zapotrzebowania i dokładności prognozowania. Według tej metody zapasy dzielone są również na trzy grupy:

[159] J.K. Shim, J.G. Siegel, *Dyrektor* …, wyd. cyt. s. 277.

1. X – należą do niej materiały, towary, produkty charakteryzujące się regularnym zapotrzebowaniem z możliwością występowania niewielkich wahań i wysoką dokładnością prognozowania,
2. Y – należą do niej materiały, towary, produkty charakteryzujące się sezonowością zapotrzebowania i średnią dokładnością prognoz,
3. Z – należą do niej materiały, towary, produkty charakteryzujące się bardzo nieregularnym zapotrzebowaniem i niską dokładnością prognozowania.

Z połączenia metod ABC i XYZ można otrzymać macierz zapasów materiałów i towarów, która pozwala dopasować podejmowane działania do poszczególnych grup zapasów, co powinno przekładać się na wyższą efektywność zarządzania zapasami.

Metoda optymalnej wielkości zamówienia

Model optymalnej wielkości zamówienia – *EOQ (economic order quantity)* jest najbardziej rozpowszechnioną koncepcją wykorzystywaną w zarządzaniu zapasami materiałów i towarów. Wraz ze wzrostem wielkości zamówienia wzrasta poziom przeciętnych zapasów, a to z kolei powoduje spadek kosztów tworzenia i wzrost kosztów utrzymania zapasów. Jeżeli natomiast częstotliwość zamówień się zwiększy, to wielkość przeciętnych zapasów spadnie, zmniejszą się także koszty utrzymania, a wzrosną koszty tworzenia zapasów.

Na potrzeby tego modelu przyjmuje się, że koszty utrzymywania zapasów są zmienne i wzrastają proporcjonalnie do przeciętnej wielkości zapasów. W związku z tym koszty utrzymania zapasów są uzależnione od przeciętnego stanu zapasów i jednostkowego kosztu utrzymania zapasu, opartego na iloczynie jednostkowej ceny zakupu i stopy kosztu utrzymania. Koszty te można obliczyć korzystając ze wzoru:

$$K_U = \frac{Q}{2} \times k_u \tag{2.2.1}$$

gdzie: K_U – koszty utrzymania zapasów,
$Q/2$ – przeciętna wielkość zapasu,
k_u – jednostkowy koszt utrzymania zapasów.

W przypadku kosztów tworzenia zapasów w literaturze przyjmuje się, że mają one charakter względnie stały oraz że rosną proporcjonalnie do liczby dostaw. W związku z tym koszty tworzenia zapasów można obliczyć, korzystając ze wzoru:

$$K_T = \frac{P \times k_z}{Q} \tag{2.2.2}$$

gdzie: K_T – koszty tworzenia zapasów (zamawiania zapasów),
Q – wielkość zamówienia,
P – prognoza rocznego popytu,
k_z – koszt zakupu jednej partii dostawy.

Ostatnim, trzecim elementem kosztów związanych z zapasami są koszty niedoboru zapasów. Ta kategoria kosztów, niezwykle ważna dla przedsiębiorstwa, ma odmienny charakter niż dwie omówione dotychczas grupy kosztów. Są to koszty potencjalne, występujące jedynie w sytuacji braku zapasu. Im mniejsze zapasy (materiałów, towarów i wyrobów gotowych), tym wyższe koszty niedoboru. W sytuacji jednak gdy zapasy osiągną odpowiednią wielkość, koszty te przyjmują wartość zero.

Sprowadzając koszty niedoboru jedynie do utraconej sprzedaży, można je w przypadku towarów przedstawić wzorem (2.2.3).

$$K_N = n_Z \times m \tag{2.2.3}$$

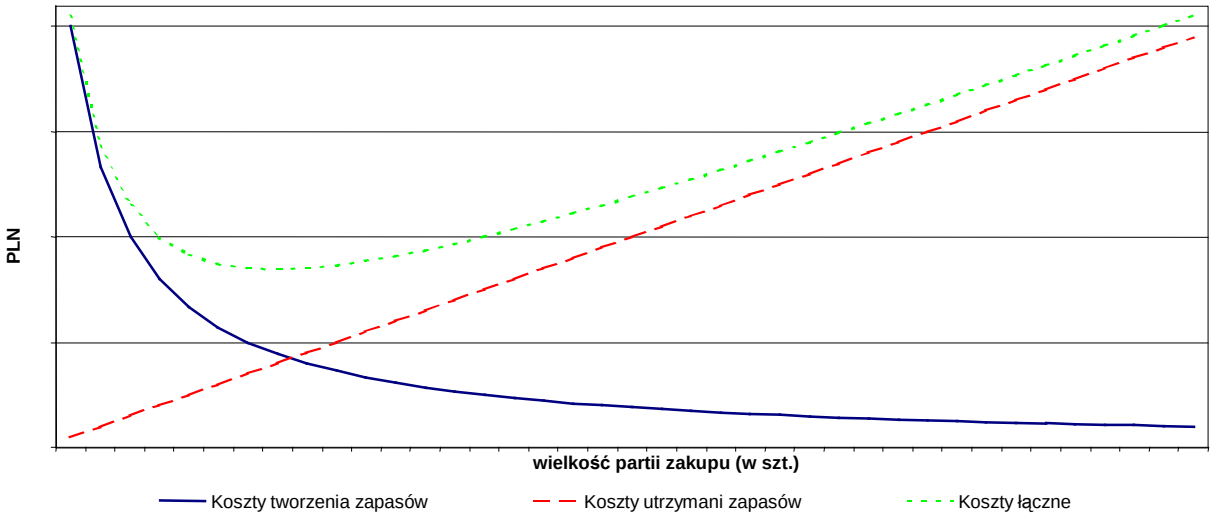
gdzie: K_N – koszty niedoboru zapasów,
n_Z – wielkość niedoboru zapasu odpowiadająca niezaspokojonemu popytowi,
m – wielkość jednostkowej marży na sprzedaży.

W zarządzaniu zapasami, a szczególnie w metodach sterowania zapasami problem ewentualnego niedoboru zapasów jest rozwiązywany za pomocą tzw. zapasu bezpieczeństwa, którego wielkość odpowiada akceptowanemu przez zarządzających poziomowi ryzyka niezaspokojenia potrzeb klientów.[160] Dlatego też większość metod zarządzania zapasami przyjmuje, że koszty całkowite związane z zapasami są równe sumie kosztów tworzenia i utrzymania zapasów (wzór 2.2.4).

$$K_C = \frac{Q \times k_u}{2} + \frac{P \times k_z}{Q} \tag{2.2.4}$$

gdzie: K_C – całkowity koszt zapasów.

[160] Zob.: Z. Saryusz-Wolski, *Strategia zarządzania zaopatrzeniem, praktyka logistyki biznesu*, Placet Agencja Wydawnicza, Warszawa 1998, s. 99.



Wykres 2.2.4. Wyznaczanie optymalnej wielkości zamówienia. *Źródło: opracowanie własne*

Metoda *EOQ* opiera się na analizie funkcji kosztów związanych z zarządzaniem zapasami. Na podstawie funkcji kosztów utrzymania i tworzenia zapasów wyznacza się całkowite koszty posiadania zapasów. Punkt, w którym funkcja całkowitych kosztów posiadania zapasów przyjmuje minimum, odpowiada optymalnej wielkości zamówienia (wykres 2.2.4). Przyjmuje się, że punkt minimum, odpowiada miejscu przecięcia się funkcji kosztów tworzenia i utrzymania zapasów. Na tej podstawie można wyznaczyć optymalną wielkość dostawy - wzór (2.2.5). Wzór ten został opracowany przez F.W. Harisa w 1915 r., był później propagowany i wdrażany przez R.H. Wilsona, co sprawiło, że obecnie znany jest pod nazwą formuły Wilsona.[161]

$$EOQ = \sqrt{\frac{2 \times P \times k_z}{k_u}} \tag{2.2.5}$$

gdzie: EOQ – optymalna wielkość partii dostawy,
P – prognoza rocznego popytu,
k_z – koszt zakupu jednej partii dostawy,
k_u – koszt utrzymania jednostki zapasu.

Korzystając z modelu *EOQ*, należy pamiętać że ma on pewne ograniczenia. Wykorzystanie tego modelu gwarantuje nam minimalny poziom łącznych rocznych kosztów związanych z zapasami przy założeniu, że:

[161] Z. Saryusz-Wolski, *Sterowanie zapasami w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 2000, s. 25.

- popyt na dane dobro jest stały w czasie (stacjonarny) i znany,
- sprzedaż jest równomierna przez cały rok,
- dostawy następują dokładnie w momencie gdy zapas w magazynie osiągnie poziom zerowy,
- nie ma rabatów bez względu na wielkość zakupów.

Założenia te w praktyce są trudne do spełnienia. Mimo to wzór ten jest stosowany także w stochastycznych modelach sterowania zapasami (np. w modelu poziomu zapasu wyznaczającego moment zamawiania), w których te założenia nie są zapewnione.[162]

Uzupełnieniem tego modelu może być wzór (2.2.6) na koszty całkowite (w ramach kosztów całkowitych obejmuje również wartość zakupionych materiałów, towarów), który jest przydatny w sytuacji, gdy dostawca oferuje rabat „za ilość".[163]

$$K_C = \frac{Q \times k_u}{2} + \frac{P \times k_z}{Q} + c \times P \qquad (2.2.6)$$

gdzie: K_C – koszty całkowite,
c – cena jednostkowa kupowanego materiału, towaru.

Modele sterowania zapasami

W teorii zapasów istnieją dwa klasyczne modele sterowania zapasami:

- model poziomu zamawiania - *ROP (re-order point)* i
- model cyklu zamawiania - *ROC (re-order cycle).*

Model poziomu zamawiania

Model ten opiera się na dwóch parametrach: optymalnej wielkości zamówienia *EOQ* i poziomie alarmowym (wykres 2.2.5). Jeżeli poziom zapasu osiągnie poziom alarmowy, pojawia się konieczność złożenia zamówienia w wysokości równej *EOQ*. Stosowanie tego modelu wymaga ciągłego monitorowania poziomu zapasu. Poziom alarmowy można obliczyć na podstawie wzoru (2.2.7).

$$ROP = p \times L + Z_B \qquad (2.2.7)$$

[162] Zob. Z. Saryusz-Wolski, *Strategia zarządzania* ... wyd. cyt., s. 110 oraz Cz. Pierścionek, Z. Saryusz-Wolski, *Logistyka w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 1999, s. 217.
[163] A. Rutkowski, *Zarządzanie* ... wyd. cyt., s. 384.

gdzie: *ROP* – poziom odnowy zapasu,
p – oczekiwane zużycie (popyt) w okresie dostawy,
L – średni zaobserwowany okres realizacji zamówień,
Z_B – zapas bezpieczeństwa.

Aby obliczyć *ROP*, należy znać oczekiwane zużycie materiałów, sprzedaż towarów w okresie dostawy, średni zaobserwowany okres realizacji zamówień oraz zapas bezpieczeństwa. Gdy średni zaobserwowany okres realizacji zamówień jest stabilny, zapas bezpieczeństwa można obliczyć, opierając się na wzorze (2.2.8).

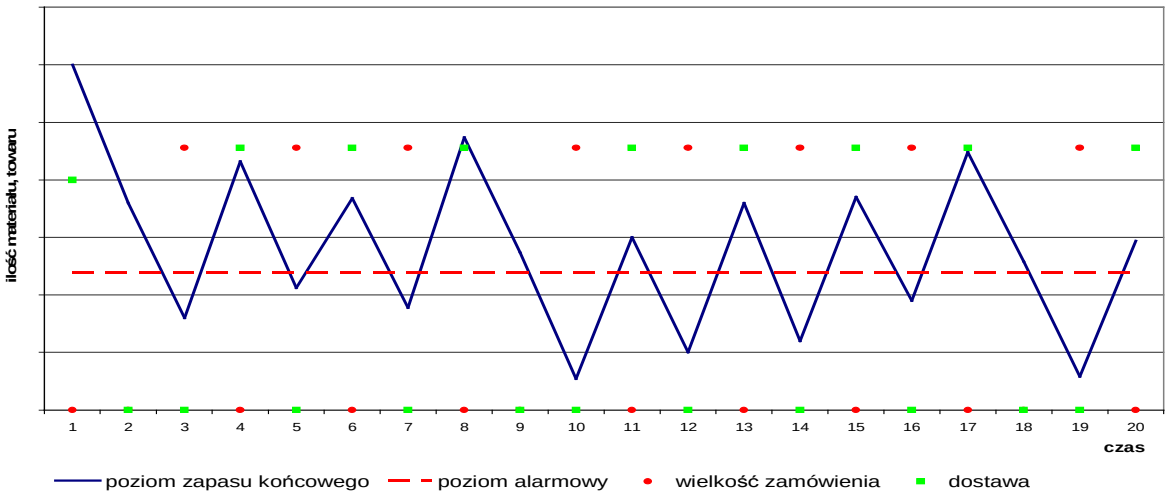
$$Z_B = k \times s\sqrt{L} \tag{2.2.8}$$

gdzie: *k* – współczynnik bezpieczeństwa, tj. wielkość wynikająca z przyjętego poziomu obsługi klienta,
s – prognoza średniego błędu prognozy.

Gdy średni zaobserwowany okres realizacji zamówień nie jest stabilny zapas bezpieczeństwa można obliczyć, opierając się na wzorze (2.2.9).

$$Z_B = \sqrt{s^2 L + p^2 \delta^2 L} \tag{2.2.9}$$

gdzie: $\delta^2 L$ – wariancja okresu realizacji zamówień.



Wykres 2.2.5. Model poziomu zamawiania. *Źródło: opracowanie własne*

Model cyklu zamawiania

Model ten opiera się na dwóch parametrach: poziomie maksymalnym i punkcie zamawiania (wykres 2.2.6). W tym modelu w stałych punktach czasowych sprawdzany jest poziom zapasu. Jeżeli poziom ten będzie niższy od poziomu maksymalnego, oznacza to, że

należy złożyć zamówienie w wysokości równej różnicy między poziomem maksymalnym a aktualną wielkością zapasu. Stosowanie tego modelu wymaga monitorowania poziomu zapasu w określonych punktach czasowych. Wielkość maksymalną zapasów oblicza się na podstawie wzoru (2.2.10).

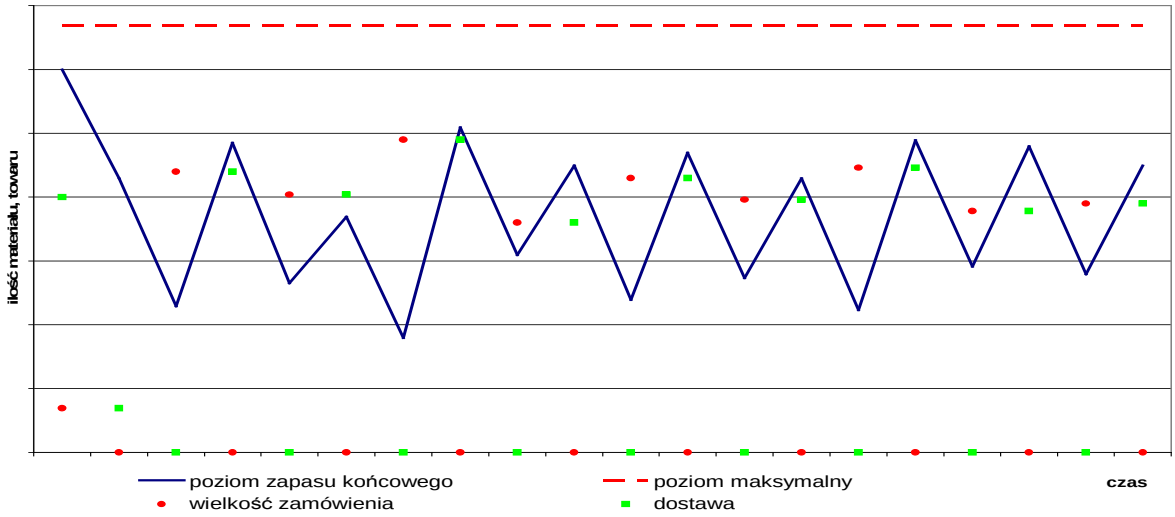
$$S = p \times (L + R_{opt}) + k \times s \tag{2.2.10}$$

gdzie: S – poziom maksymalny zapasów,
R_{opt} – optymalny cykl zamawiania,
p – prognoza popytu w przyjętej jednostce czasu (miesiąc, tydzień, dzień itd.).

Drugim niezbędnym parametrem w tej metodzie jest optymalny cykl zamawiania, który można obliczyć w oparciu o wzór (2.2.11).

$$R_{opt} = \frac{EOQ \times 360}{P} \tag{2.2.11}$$

gdzie: P – prognoza rocznego popytu.



Wykres 2.2.6. Model cyklu zamawiania. *Źródło: opracowanie własne*

Na podstawie tych dwóch modeli powstało szereg innych, będących kompilacjami metod klasycznych, np.:

- model poziomu zapasu wyznaczającego moment zamawiania w stałych cyklach zamawiania,
- model „s,S”,
- połączony model poziomu zapasu wyznaczającego moment zamawiania i stałego cyklu zamawiania.

Wymienione metody sterowania zapasami znajdują zastosowanie w zarządzaniu materiałami i towarami.

Podejście inwestycyjne w zarządzaniu zapasami

W zarządzaniu zapasami można również wykorzystać podejście inwestycyjne. Zwiększanie zapasów wymaga wcześniejszego poniesienia wydatków. Większe zapasy mogą sprzyjać zwiększeniu sprzedaży i dodatkowym wpływom gotówki. Warunkiem zaakceptowania decyzji o wzroście zapasów jest spełnienie zasady, aby wartość bieżąca dodatkowych wpływów uzyskanych w wyniku zwiększenia zapasów była większa od wartości bieżącej zwiększonych wydatków na utrzymanie zapasów. Podejmując decyzję, można oprzeć się np. na *NPV*.[164]

Kolejne metody zarządzania zapasami służą sterowaniu zapasami zależnymi od popytu. Popyt na niektóre z zapasów jest uzależniony od zapotrzebowania na inne. Przykładem może być branża samochodowa, w której popyt na wyroby gotowe zależy od popytu konsumentów, kampanii reklamowych i innych czynników związanych z prognozowaniem sprzedaży. W związku z tym popyt na zapasy typu opony, akumulatory, światła i inne akcesoria jest w całości zależny od liczby aut planowanych do sprzedaży. Przykładami metod zarządzania zapasami zależnymi od popytu są: system planowania potrzeb materiałowych i system „dokładnie na czas".[165]

System planowania potrzeb materiałowych

Systemy planowania potrzeb materiałowych – *MRP (materials requirements planning)* polegają na tym, że jeżeli znany jest optymalny poziom zapasów wyrobów gotowych, to można określić rozmiary produkcji w toku niezbędne do tego, aby wyprodukować potrzebną wielkość wyrobów gotowych. Znając z kolei wielkość produkcji w toku, można obliczyć stan materiałów potrzebnych do produkcji.[166] Metoda ta oparta jest na planowaniu „od końca", czyli w kierunku przeciwnym do procesów produkcji. Punktem wyjścia jest popyt na wyrób gotowy, na jego podstawie określana jest wielkość produkcji w toku, a następnie wielkość zamówienia materiałów niezbędnych do produkcji. Podstawą tego systemu jest ustalenie

[164] Tamże, s. 385.
[165] S.A. Ross, R.W. Westerfield, B.D. Jordan, *Finanse* ...wyd. cyt., s. 701
[166] Tamże, s. 701.

potrzeb materiałowych (z uwzględnieniem istniejących zapasów) w podziale na odcinki czasu (okresy planistyczne). System ten bazuje na następujących zbiorach informacji:

- głównym harmonogramie produkcji – *MPS (master production schedule),*
- zbiorze struktury wyrobu – *BOM (bill of materials),*
- głównym zbiorze zapasów – *IMF (inventory master file)*[167].

System *MRP* znajduje zastosowanie zarówno w odniesieniu do prostych, jak i skomplikowanych produktów, składających się z dużej liczby podzespołów.

System planowania dystrybucji

System planowania dystrybucji – *DRP (distribution requrements planning)* usprawnia zarządzanie procesami dostaw wyrobów finalnych do sieci dystrybucyjnej. Zadaniem tego systemu jest sterowanie zapasami wyrobów gotowych, kompletowanie partii, dobór i wykorzystanie środków transportu, dysponowanie wysyłkami itp. W przedsiębiorstwach stosujących ten system często łączy się go z systemem *MRP*. Z ich połączenia powstał system *LRP (logistics requirements planning).*[168]

System „dokładnie na czas"

System „dokładnie na czas" – *JIT (just in time)* opracowany w Japonii w latach pięćdziesiątych oparty jest na założeniu, że należy minimalizować zapasy. System ten polega m.in. na minimalizowaniu kosztów związanych z utrzymaniem zapasów (maksymalizowaniu rotacji zapasów). Jak wynika z funkcji kosztów związanych z zapasami, przeprowadzenie takiej operacji nie przyniosłoby spodziewanych rezultatów (ograniczenia kosztów związanych z zapasami) bez dodatkowych działań, do których należy ścisła współpraca z dostawcami, szczególnie z tymi o strategicznym znaczeniu. Współpraca ta ma na celu poszukiwanie możliwości obniżenia kosztów wytwarzania materiałów przez kooperantów. Aby ograniczać koszty tworzenia zapasów, wszelkie nowe inwestycje są uzgadniane, koordynowane z dostawcami, tak aby bliskiej współpracy towarzyszyła, także fizyczna, bliskość zakładów. System *JIT* jest najbardziej przydatny w produkcji powtarzalnej. W odróżnienieniu od systemu planowania zapasów polega na ich „ssaniu" przez system produkcyjno-

[167] Cz. Skowronek, Z. Saryusz-Wolski, *Logistyka w przedsiębiorstwie,* PWE, Warszawa 1999, s. 131.
[168] Z. Saryusz-Wolski, *Strategia zarządzania* ... wyd. cyt., s. 77-79.

-zaopatrzeniowy po wystąpieniu realnego popytu na wyroby gotowe. Technika „ssania" zapasów jest szczególnie korzystna w warunkach niepewności popytu na wyroby powtarzalne, produkowane seryjnie (np. samochody). Z tego też względu *JIT* jest popularny przede wszystkim w przedsiębiorstwach branży motoryzacyjnej. W koncepcji *JIT* wykorzystywana jest technika *kanban* do kształtowania zapasów. Technika ta oparta jest na przepływie kart ewidencyjno-planistycznych towarzyszących fizycznemu przepływowi produktów. System *JIT* stawia sobie za cel m.in. eliminowanie marnotrawstwa oraz minimalizację zapasów.[169] Proste ograniczenie zapasów oznaczałoby dla przedsiębiorstwa zmniejszenie elastyczności przepływu materiałów. Zachowanie wysokiej elastyczności jest możliwe przy podjęciu działań wykraczających poza obszar zarządzania zapasami. Do działań tych należą:

- minimalizacja czasu przezbrajania maszyn,
- standaryzacja operacji produkcyjnych, części i podzespołów,
- wielofunkcyjne szkolenie pracowników,
- eliminowanie pośrednich punktów składowania w procesie produkcyjnym,
- lokalizacja dostawców w pobliżu zakładu produkującego wyroby finalne,
- wprowadzenie elektronicznego przepływu informacji.[170]

W efekcie możliwe jest ograniczenie marnotrawstwa czasu, przestrzeni, pracy i kapitału, co umożliwia redukcję kosztów. Z doświadczeń przedsiębiorstw japońskich wynika, że po kilku latach funkcjonowania systemu możliwe jest osiągnięcie około 30% wzrostu produktywności pracy, 60% obniżki kapitału zaangażowanego w zapasach, 90% zmniejszenie zwrotów oraz 15% redukcji powierzchni fabrycznych. Z powodzeniem można go łączyć z metodami ABC i *MRP*.[171] Podobne wyniki stosowania *JIT* prezentują badania przeprowadzone w przedsiębiorstwach amerykańskich.[172] Zaletą tego systemu jest to, że ujmuje zapasy całościowo, jego zastosowanie pozwala zoptymalizować nie tylko zapasy materiałów, towarów i wyrobów gotowych, ale również zapasy produkcji w toku.

Zaprezentowane metody zarządzania zapasami nie wyczerpują całego wachlarza

[169] J. Witkowski, *Just-in-Time – mity i rzeczywistość.* „Gospodarka Materiałowa i Logistyka" nr 9/1998, s. 181-185.
[170] Tamże, s. 182.
[171] T. Ohno, M. Setsuo, *Just-in-Time. For Today and Tomorrow.* Productivity Press, Cambridge, Massachusetts 1998. za J. Witkowski, *Just-in-Time* ... wyd. cyt., s. 183.
[172] Zob. J. Ribera, *The Just-in-Time Production System,* IESE, Barcelona-Madrid 1990.

możliwości. W uzyskiwaniu lepszych rezultatów w zakresie zarządzania zapasami mogą być pomocne takie działania, jak:

- normalizacja i unifikacja materiałów,
- miniaturyzacja produktów,
- stosowanie technologii wykorzystujących surowce wtórne.

2.2.3. Strategie zarządzania zapasami

Według Susmarskiego, adaptując ogólną definicję zarządzania, można zdefiniować zarządzanie zapasami jako proces planowania odpowiednich wielkości tych składników majątku obrotowego, a następnie ich pozyskiwania, sterowania nimi oraz kontroli ich wykorzystania.[173] Brigham i Gapenski, omawiając zarządzanie zapasami, koncentrują na czterech zasadniczych kwestiach:[174]

- ile jednostek należy zamówić (lub wyprodukować) w danym czasie,
- kiedy należy złożyć zamówienie,
- które składniki zapasów wymagają szczególnej uwagi,
- czy można zabezpieczyć się przed wzrostem kosztów zapasów.

Obie te definicje wzajemnie się uzupełniają, przy czym definicja Brighama i Gapenskiego koncentruje się na konkretnych czynnościach, jakie należy podjąć w obszarze zapasów. Zdaniem autora niniejszej pracy, podstawowym celem zarządzania zapasami jest minimalizacja łącznych kosztów zapasów rozumianych jako suma kosztów związanych z utrzymaniem, tworzeniem i niedoborem zapasów przy akceptowanym poziomie ryzyka wyczerpania zapasu. Cel ten może być osiągnięty przez odpowiedni dobór partii dostawy.

Przedsiębiorstwa mogą stawiać różne cele, którym służyć ma realizowanie określonej strategii w zakresie zapasów. Realizowanie określonej strategii oznacza, że jest to świadome, przemyślane działanie. Możliwe są jednak sytuacje, gdy podejmowane przez przedsiębiorstwo działania mają charakter doraźny czy wręcz przypadkowy. Wtedy nie można mówić o realizowaniu strategii, ale np. dla obserwatora zewnętrznego uzyskane przez

---

[173] S. Susmarski, *Zarządzanie zapasami w cotrollingu finansowym.*, Centrum Rozwoju Rachunkowości i Finansów, http://www.crrif.ckl.com.pl/Expert/zarzadzanie_zapasami.htm

[174] E.F. Brigham, L. Gapenski, *Zarządzanie* ... wyd. cyt., t. 2, s. 218

przedsiębiorstwo efekty mogą być ocenione jako charakterystyczne dla danego rodzaju strategii.

Autor proponuje wyróżnić trzy podstawowe strategie zarządzania zapasami: defensywną, ofensywną i umiarkowaną.

1) **Strategia defensywna** – udział zapasów w aktywach i majątku obrotowym jest wysoki w porównaniu ze średnią w branży (tabela 2.2.5), jednocześnie główną pozycją w zapasach są materiały i wyroby gotowe (tabela 2.2.6).
2) **Strategia ofensywna** – udział zapasów w aktywach i majątku obrotowym jest niski w porównaniu ze średnią w branży (tabela 2.2.5), jednocześnie główną pozycją w zapasach jest produkcja w toku (tabela 2.2.6).
3) **Strategia umiarkowana** – ma charakter pośredni między defensywną i ofensywną.

Główną ideą realizowania przez przedsiębiorstwo strategii defensywnej jest zapewnienie bezpieczeństwa dostaw materiałów klientom wewnętrznym (np. wydziałowi produkcji) oraz zaspokojenie ilościowych potrzeb klientów przedsiębiorstwa w zakresie oferowanych produktów. Strategia ta rodzi zatem konieczność utrzymywania wysokich stanów zapasów materiałów, wyrobów gotowych i towarów. W skrajnym przypadku mogą pojawić się też zaliczki na poczet dostaw, które będą gwarantowały dostawy w przyszłości. Wielkość produkcji w toku w relacji do ogółem zapasów jest niska, przy czym nie wynika to ze zmian warunków produkcji, lecz ze wzrostu udziału pozostałych składników zapasów. Zwiększenie udziału zapasów w aktywach powoduje wzrost zapotrzebowania na źródła finansowania. Odmienna filozofia przyświeca realizacji strategii ofensywnej. Poziom zapasu bezpieczeństwa jest mniejszy niż w strategii defensywnej, co może oznaczać, że akceptowany jest pewien poziom ryzyka niedoboru zapasów. Przekłada się to na strukturę zapasów. Jak zaprezentowano to w tabeli 2.2.6 w relacji do strategii defensywnej udział materiałów, wyrobów gotowych, towarów i zaliczek na poczet dostaw jest relatywnie niski, a produkcji w toku wysoki (przy czym wartościowo produkcja w toku w obu strategiach jest taka sama, gdyż realizowane strategia nie wpływa na stosowaną technologię). Realizacja tej strategii oznacza mniejsze zapotrzebowanie na kapitał niż w przypadku strategii defensywnej.

Także w ramach źródeł finansowania zapasów może wyróżnić trzy rodzaje strategii:

1) **Strategia defensywna** – przyjęcie tej strategii oznacza, że w strukturze finansowania zapasów dominują kapitały stałe nad zobowiązaniami krótkoterminowymi (tabela 2.2.7).

2) **Strategia ofensywna** – przyjęcie tej strategii oznacza, że w strukturze finansowania zapasów dominują zobowiązania krótkoterminowe nad kapitałami stałymi (tabela 2.2.7).
3) **Strategia umiarkowana** – ma charakter pośredni między defensywną i ofensywną.

Tabela 2.2.5. Udział zapasów w aktywach w zależności od przyjętej strategii

	Udział zapasów w aktywach zależności od przyjętej strategii zarządzania zapasami	
	Defensywna	Ofensywna
Zapasy	wysoki	niski

Źródło: opracowanie własne

Tabela 2.2.6. Struktura zapasów w zależności od przyjętej strategii zarządzania

Struktura zapasów	Udział w strukturze zapasów w zależności od przyjętej strategii zarządzania zapasami	
	Defensywna	Ofensywna
Materiały	wysoki	niski
Produkcja w toku	niski	wysoki
Wyroby gotowe	wysoki	niski
Towary	wysoki	niski
Zaliczki na poczet dostaw	wysoki	niski

Źródło: opracowanie własne

Tabela 2.2.7. Źródła finansowania zapasów w zależności od przyjętej strategii zapasami

Źródła finansowania	Udział źródeł finansowania w zależności od przyjętej strategii zarządzania źródłami finansowania zapasów	
	Defensywna	Ofensywna
Zobowiązania wobec dostawców	średni lub niski	wysoki
Inne zobowiązania krótkoterminowe	średni lub niski	wysoki
Kapitały stałe	wysoki	niski

Źródło: opracowanie własne

Dotychczas omówione zostały dwie skrajne strategie w czystej postaci. Pomiędzy nimi jest wiele strategii pośrednich. Możliwe są np. takie kombinacje, które łączą pewne cechy obu tych strategii. W tabeli 2.2.8 pokazane są dwie kombinacje. Pierwsza oznaczona kolorem zielonym łączy co do struktury zapasów strategię defensywną ze strukturą źródeł finansowania charakterystyczną dla strategii ofensywnej. Druga kombinacja oznaczona kolorem niebieskim łączy co do struktury zapasów strategię ofensywną ze strukturą źródeł finansowania charakterystyczną dla strategii defensywnej.

Tabela 2.2.8. Możliwe kombinacje struktur zapasów i struktur źródeł finansowania zapasów

<table>
<tr><td colspan="4" rowspan="4"></td><td colspan="4">Struktura źródeł finansowania zapasów</td></tr>
<tr><td colspan="2">Defensywna</td><td colspan="2">Ofensywna</td></tr>
<tr><td>Zobowiązania wobec dostawców</td><td>Niski</td><td>Zobowiązania wobec dostawców</td><td>wysoki</td></tr>
<tr><td>Inne zobowiązania krótkoterminowe</td><td>Niski</td><td>Inne zobowiązania krótkoterminowe</td><td>wysoki</td></tr>
<tr><td rowspan="11">Struktura zapasów</td><td rowspan="6">Defensywna</td><td>Materiały</td><td>Wysoki</td><td>Kapitały stałe</td><td>Wysoki</td><td>Kapitały stałe</td><td>niski</td></tr>
<tr><td>Produkcja w toku</td><td>Niski</td><td colspan="2" rowspan="5">DD</td><td colspan="2" rowspan="5">DO</td></tr>
<tr><td>Wyroby gotowe</td><td>Wysoki</td></tr>
<tr><td>Towary</td><td>Wysoki</td></tr>
<tr><td>Zaliczki na poczet dostaw</td><td>Wysoki</td></tr>
<tr><td rowspan="5">Ofensywna</td><td>Materiały</td><td>Niski</td><td colspan="2" rowspan="5">OD</td><td colspan="2" rowspan="5">OO</td></tr>
<tr><td>Produkcja w toku</td><td>Wysoki</td></tr>
<tr><td>Wyroby gotowe</td><td>Niski</td></tr>
<tr><td>Towary</td><td>Niski</td></tr>
<tr><td>Zaliczki na poczet dostaw</td><td>Niski</td></tr>
</table>

Źródło: opracowanie własne

Realizacja tych dwóch skrajnych kombinacji strategii niesie dla przedsiębiorstwa odmienne konsekwencje (tabela 2.2.8). Przy strategii DD w związku z utrzymywaniem wyższych zapasów bezpieczeństwa koszty utrzymania zapasów są wyższe niż przy strategii ofensywnej. Przekłada się to również na wyższe koszty tworzenia zapasów, gdyż zamówienia będą składane przy wyższych stanach zapasów niż w strategii ofensywnej, a to oznacza większą częstotliwość dostaw. Pozytywną stroną strategii defensywnej jest niskie prawdopodobieństwo wstrzymania produkcji z tytułu braku zapasów i wysokie

prawdopodobieństwo zaspokojenia potrzeb klientów. Możliwość wstrzymania produkcji i niezaspokojenia potrzeb klientów jest mankamentem kombinacji strategii OO.

Tabela 2.2.9. Konsekwencje przyjętej strategii zarządzania zapasami

	Strategia	
	DD	OO
Zapotrzebowanie na kapitał	wyższe	niższe
Koszty utrzymania zapasów	wyższe	niższe
Koszty tworzenia zapasów	wyższe	niższe
Prawdopodobieństwo zaspokojenia potrzeb klienta	wyższe	niższe
Prawdopodobieństwo wstrzymania produkcji	niższe	wyższe

Źródło: opracowanie własne

Przedsiębiorstwa są zainteresowane, aby realizować optymalną strategię zarządzania zapasami. Odpowiedź na pytanie, która strategia jest optymalna, nie jest jednak jednoznaczna, zależny bowiem od przyjętych kryteriów. Jeżeli zostanie przyjęte kryterium kosztów związanych z zapasami, to optymalna strategia oferuje najniższe łączne koszty zarządzania zapasami. Gdy kryterium będzie księgowy wynik finansowy oraz przy założeniu, że wśród kapitałów stałych zdecydowanie dominuje kapitał własny, to optymalna będzie strategia źródeł finansowania, w której dominować będą zobowiązania wobec dostawców oraz kapitały stałe. Przyjmując natomiast za kryterium powiększanie wartości przedsiębiorstwa będą starały się ograniczyć kapitały stałe, najkosztowniejsze źródło finansowania. W związku z tym optymalna z tego punktu widzenia będzie strategia zbliżona do ofensywnej w zakresie zarządzania zarówno zapasami, jak i źródłami ich finansowania. Dodatkowo, rozważając kombinacje struktury zapasów i źródeł ich finansowania, może się okazać, że optymalnych rozwiązań może być kilka. Zarządzanie zapasami odbywa się przy tym w warunkach dynamicznego otoczenia, dlatego też niezwykle trudne jest określenie w sposób jednoznaczny, czy dana strategia realizowana przez przedsiębiorstwo jest optymalna, tym bardziej, że realizowane strategie mogą ulegać zmianie w badanym okresie, a jednocześnie konsekwencje podjętych w przeszłości decyzji mogą się pojawić w dużo późniejszym czasie, co oczywiście utrudnia analizę sytuacji.

2.2.4. Mierniki wykorzystywane w analizie zapasów

Do oceny stopnia realizacji przyjętej strategii zarządzania zapasami czy też trafności przyjętych celów i założeń wykorzystuje się wskaźniki. Można je podzielić na mierniki dotyczące (tabela 2.2.10): struktury i pozostałe.

Tabela 2.2.10. Wskaźniki wykorzystywane w zarządzaniu zapasami

L.p.	Nazwa wskaźnika	Formuła	Objaśnienie	Interpretacja
Wskaźniki struktury				
1	Udział zapasów materiałów lub produkcji w toku lub towarów lub wyrobów gotowych w zapasach ogółem	$\frac{Z_{m,t,p}}{Z}$	$Z_{m,t,p}$ – zapasy materiałów lub towarów lub produktów Z – zapasy ogółem	Informuje o udziale poszczególnych rodzajów zapasów w zapasach ogółem
2	Udział produkcji w toku w sumie zapasów materiałów, produkcji w toku i wyrobów gotowych	$\frac{Z_w}{Z_m + Z_w + Z_p}$	Z_m – zapasy materiałów Z_w – zapasy produkcji w toku Z_p – zapasy produktów	Informuje o udziale produkcji w toku w zapasach związanych z produkcją
3	Udział produkcji w toku w zapasach ogółem	$\frac{Z_w}{Z}$		Informuje o udziale produkcji w toku zapasów w zapasach ogółem
4	Udział zapasów w majątku obrotowym	$\frac{Z}{M_O}$	M_O – majątek obrotowy ogółem	Informuje o udziale zapasów w majątku obrotowym ogółem
5	Udział zapasów w aktywach obrotowych ogółem	$\frac{Z}{A_O}$	A_O – aktywa obrotowe ogółem	Informuje o udziale zapasów w aktywach obrotowych ogółem
6	Udział zapasów w aktywach ogółem	$\frac{Z}{A}$	A – aktywa ogółem	Informuje o udziale zapasów w aktywach ogółem
Pozostałe wskaźniki				
7	Wskaźnik rotacji zapasów	$\frac{S}{Z_s}$	S – przychody z działalności operacyjnej Z_s – zapas przeciętny	Pokazuje efektywność wykorzystania zapasów
8	Wskaźnik obrotu zapasów	$\frac{K_s}{Z_s}$	K_s – koszt własny sprzedaży Z_s – przeciętny stan zapasów	Pokazuje efektywność wykorzystania zapasów
9	Liczba dni przetrzymywania zapasów (okres przechowywania)	$\frac{365}{O_Z}$	O_Z – obrót zapasów	Prezentuje liczbę dni przetrzymywania zapasów (okres przechowywania)
10	Koszt alternatywny nieskorzystania z opustu	$\frac{o}{w_o} \times \frac{360}{t}$	o – zaniechany opust w_o – kwota zapłaty z opustem t – liczba dni terminu zapłaty	Pokazuje koszt nieskorzystania z upustu

11	Wartość zwolnionych (związanych) kapitałów zaangażowanych w zapasach	$\frac{S}{R_z} - Z_{ts}$	$Z_{,ts}$ – zapasy przeciętny w okresie badanym R_z – wskaźnik rotacji zapasów w okresie bazowym	Pozwala określić zwolnienie zaangażowanych w zapasach kapitałów

Źródło: opracowanie własne na podstawie: J.G. Siegel, J.K. Shim, S.W. Hartman, *Przewodnik po finansach*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999.

Wskaźniki struktury zapasów mogą być pomocne dla porównań przedsiębiorstwa z konkurentami, mogą również posłużyć do identyfikacji realizowanych przez przedsiębiorstwo strategii. Syntetycznym miernikiem efektywności wykorzystania zapasów jest przede wszystkim szybkość ich rotacji.[175] Wskaźnik ten może być wyrażony liczbą obrotów lub w dniach (określa długość trwania jednego cyklu obrotu). Niski wskaźnik rotacji zapasów (tabela 2.2.10) może świadczyć o nadmiernych zapasach, posiadaniu towarów trudno zbywalnych, zbyt wysokim oszacowaniu możliwości sprzedaży lub źle dobranym rzeczowym składzie zapasów. Niski wskaźnik rotacji zapasów może być spowodowany przejściowymi kłopotami zewnętrznymi. Wysoki wskaźnik rotacji może być oznaką niedoinwestowania zapasów, co może spowodować trudności w obsłudze klientów i zmniejszeniu sprzedaży.[176] Odwrotność tego wskaźnika nazywana jest produktywnością zapasu. Każde przedsiębiorstwo powinno przyśpieszać rotację zapasów. Efektem tego będzie zwolnienie zaangażowanych w zapasach kapitałów. Wielkość tego zwolnienia można ustalić na podstawie wzoru na wartość zwolnionych (związanych) kapitałów zaangażowanych w zapasach (tabela 2.2.10). Ujemny wynik tego równania oznacza związanie nowych kapitałów w zapasach.[177] Wskaźnik rotacji zapasów można również wyliczyć w relacji do kosztu własnego sprzedaży, nosi on wtedy nazwę wskaźnika obrotu (tabela 2.2.10). Jego interpretacja jest analogiczna jak w tradycyjnym wzorze na rotację zapasów. Jego zaletą jest to, że jest niewrażliwy na zmiany marży na sprzedaży, które mogą zniekształcać tradycyjny wskaźnik rotacji zapasów.

[175] Cz. Skowronek, *Analiza wpływu procesu zakupu i gospodarowania materiałami na wyniki finansowe*. „Gospodarka Materiałowa i Logistyka" nr 5/1999, s. 119.
[176] J.G. Siegel, J.K. Shim, S.W. Hartman, *Przewodnik* ... wyd. cyt., s. 55.
[177] Cz. Skowronek, *Analiza* ... wyd. cyt., s. 119.

2.3. Zarządzanie należnościami

2.3.1. Należności jako składnik aktywów przedsiębiorstwa

Zarządzanie należnościami jest ważnym obszarem dla przedsiębiorstwa przede wszystkim z tego względu, iż wiele zyskownych firm upada na skutek utraty płynności finansowej spowodowanej m.in. zbyt długim cyklem inkasa (czasem płatności za należności) i wynikających z tego kłopotów z brakiem źródeł finansowania zwiększających się należności.

Według słownika języka polskiego należność jest tym, co się komu należy, kwotą, sumą, którą trzeba komuś wypłacić.[178] Należności w sensie ekonomicznym rozumiane są jako zgodne z przepisami prawa, należne przedsiębiorstwu, niezapłacone kwoty pieniężne. Według przepisów o rachunkowości za należności uznaje się wynikające z kontraktu lub nie (należności podatkowe) prawo do otrzymania aktywów pieniężnych, które wiąże się z cyklem operacyjnym jednostki. Inaczej przez należności należy rozumieć wynikające z przeszłych zdarzeń prawo otrzymania świadczeń o wiarygodnie określonej wartości, które spowodują powstanie innych aktywów.[179] Należności przedsiębiorstwa można podzielić na:

- bilansowe i,
- pozabilansowe.

Należności bilansowe (czyli te, które są ujmowane w bilansie przedsiębiorstwa) są usystematyzowane według dwóch kryteriów. Pierwszym kryterium jest czas i w ramach tego podziału można wyróżnić należności:

- długoterminowe,
- krótkoterminowe.

Drugim kryterium jest tytuł powstania wierzytelności i tutaj można wyodrębnić należności:

- z tytułu dostaw i usług,
- z tytułu podatków, dotacji, ceł ubezpieczeń społecznych i zdrowotnych oraz innych świadczeń,
- dochodzone na drodze sądowej,
- inne (np. wobec pracowników).

[178] *Uniwersalny słownik języka polskiego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003, t. 2, s. 805.
[179] J. Gierusz, *Plan kont z komentarzem, handel, produkcja, usługi*,Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr Sp. z o.o., Gdańsk 2002, s. 220.

Szczegółowa klasyfikacja należności w bilansie jest następująca:

A.III. Należności długoterminowe:

1. Od jednostek powiązanych.
2. Od pozostałych jednostek.

B.II. Należności krótkoterminowe:

1. Od jednostek powiązanych:
   a) z tytułu dostaw i usług,
   b) inne.
2. Od pozostałych jednostek:
   a) z tytułu dostaw i usług,
   b) z tytułu podatków, dotacji, ceł ubezpieczeń społecznych i zdrowotnych oraz innych świadczeń,
   c) inne,
   d) dochodzone na drodze sądowej.

Do pozycji A.III zalicza się te należności, z wyjątkiem zaliczanych do aktywów finansowych i wynikających z dostaw i usług, których termin spłaty przypada w okresie dłuższym niż rok od dnia bilansowego.[180] W pozycjach B.II.1.a i 2.a umiejscowione są należności, w tym sporne, które nie są dochodzone na drodze postępowania sądowego i niesprzedane innej jednostce, za dostarczone odbiorcom wyroby, roboty i usługi oraz towary, pomniejszone o przyznane odbiorcom rabaty, opusty i skonta, łącznie z należnym VAT i odsetkami oraz zatrzymaną przez odbiorcę kaucją z tytułu rękojmi. W pozycji B.II.2.b ujmowane są kwoty należne od budżetu państwa i budżetów samorządu terytorialnego z tytułu podatków (nadpłaty podatków, w tym VAT), niepodatkowych (np. zwrot cła), dotacji oraz od ZUS (np. z tytułu ubezpieczeń społecznych itp.). Pozycje B.II.1.b i 2.c wykazują wszelkie nieujęte w pozycjach B.II.1.a, 2.a oraz 2.b należności nieskierowane na drogę sądową, płatne w złotych lub walucie obcej (np. należności od pracowników, udziałowców lub akcjonariuszy). W pozycji B.II.2.d ujęte są te należności, które zostały skierowane na drogę postępowania sądowego. [181]

Drugi obszar to należności pozabilansowe, które są przez przedsiębiorstwo ewidencjonowane, ale nie są uwzględniane w bilansie. Do tej grupy zaliczane są należności warunkowe, takie jak:

[180] Z. Fedak, *Zasady wyceny* ... wyd. cyt., s. 55.
[181] Tamże, s. 83.

- umorzone należności, w stosunku do których nie zapadł jeszcze termin ich przedawnienia oraz
- należności z tytułu otrzymanych gwarancji lub umów przedwstępnych.

Ze względu na temat rozważań niniejszej pracy przedmiotem dalszych rozważań będą te należności bilansowe, które są zaliczane do aktywów obrotowych. Główny ciężar dociekań będzie się skupiał na należnościach z tytułu dostaw i usług jako najistotniejszej pozycji należności krótkoterminowych (blisko 83%[182]). Należności przedsiębiorstwa z tytułu dostaw i usług są rezultatem odroczenia zapłaty za produkty dostarczone odbiorcy lub wykonane usługi. Inaczej należności to aktywa bieżące, które są roszczeniami przedsiębiorstwa w stosunku do odbiorców z tytułu dostarczonych produktów i/lub wyświadczonych usług, za które zapłata nastąpi w późniejszym terminie. W przedsiębiorstwach informację o rodzajach i stanie należności zawarte są w ewidencji finansowo-księgowej. W bilansie ujmuje się je w kwocie pomniejszonej o należności wątpliwe, na które utworzone zostały rezerwy zaliczone następnie do pozostałych kosztów operacyjnych. W związku z tym nominalna wartość należności nie zawsze jest równa pozycji należności z bilansu. Pełne dane o należnościach można znaleźć w informacji dodatkowej.

Poziom należności wynika z zakresu kredytowania odbiorców, który jest wypadkową realizowanej przez przedsiębiorstwo świadomej polityki w tym obszarze i reakcji klientów. Należności są pozycją o tyle trudno sterowalną, że mimo stosowania spójnej polityki w tym zakresie można nie osiągnąć spodziewanych rezultatów, ponieważ jest wiele czynników zewnętrznych o dużej sile oddziaływania na wielkość należności (np. przedsiębiorstwa chcąc skrócić czas rotacji należności, proponują odbiorcom cały szereg zachęt, co jednak nie przynosi spodziewanych rezultatów). Ten brak efektów może mieć co najmniej dwie przyczyny. Pierwsza polega na tym, że choć z punktu widzenia klienta racjonalna jest wcześniejsza płatność, co potwierdza rachunek ekonomiczny, to klient nie podejmuje takiej decyzji, bo nie każdy zachowuje się racjonalnie.[183] Po drugie, klient może mieć świadomość, która decyzja jest dla niego korzystniejsza, ale nie ma środków pieniężnych, aby ją zrealizować. W związku z powyższym większość przedsiębiorstw nie ma pełnej kontroli nad swoimi należnościami (co wynika często z niewielkiej siły przetargowej względem odbiorców lub sytuacji rynkowej – rynek klienta). Przedsiębiorstwa chciałyby sprzedawać

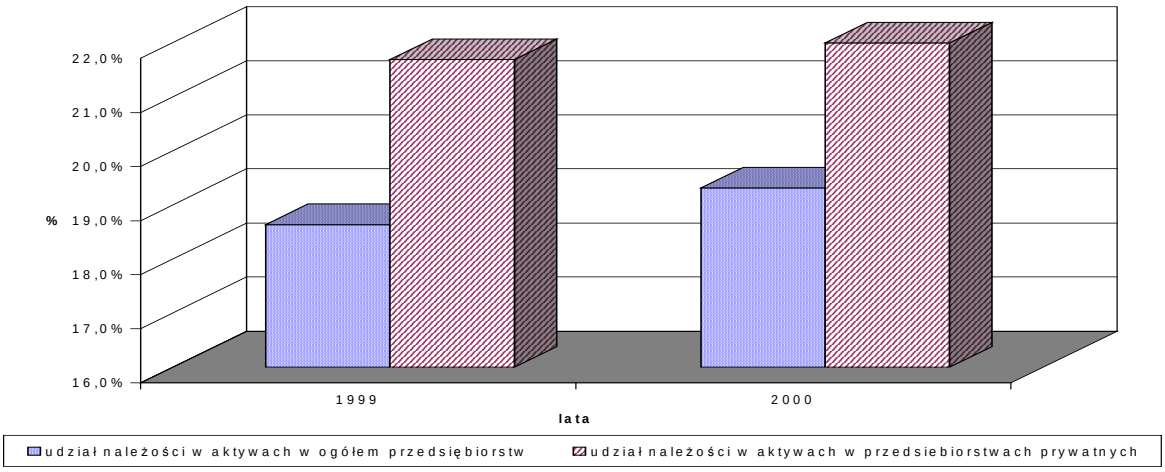
[182] *Mały Rocznik Statystyczny Polski 2002*, Główny Urząd Statystyczny, s. 384.

[183] Zob.: T. Dudycz, *Behavioralne finanse a wartość przedsiębiorstwa,* [w:] *Czas na pieniądz. Zarządzanie finansami. Mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw*. t. 1. Materiały konferencyjne pod redakcją D. Zarzeckiego, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2003, s. 225-244.

swoje produkty za gotówkę, jednakże presja otoczenia zmusza je do oferowania odbiorcom dłuższych terminów płatności. Jedyne, co pozostaje sprzedającym, to zachęcanie wierzycieli do szybszego regulowania należności. Przedsiębiorstwom zależy na szybszym inkasowaniu należności co najmniej z trzech powodów:

- inflacji,
- utrzymania płynności,
- potrzeb kapitałowych i
- kosztów kapitału zaangażowanego w finansowanie należności.

W obliczu spadku inflacji do poziomu kilku (1-2%) procent pierwszy czynnik w Polsce stracił na znaczeniu na rzecz trzech pozostałych. Utrata płynności jest główną przyczyną upadku przedsiębiorstw. Drugą ważną przyczyną są trudności w pozyskaniu obcych źródeł finansowania (banki niechętnie kredytują przedsiębiorstwa małe i średnie), a koszt kapitału w Polsce jest wciąż bardzo wysoki.



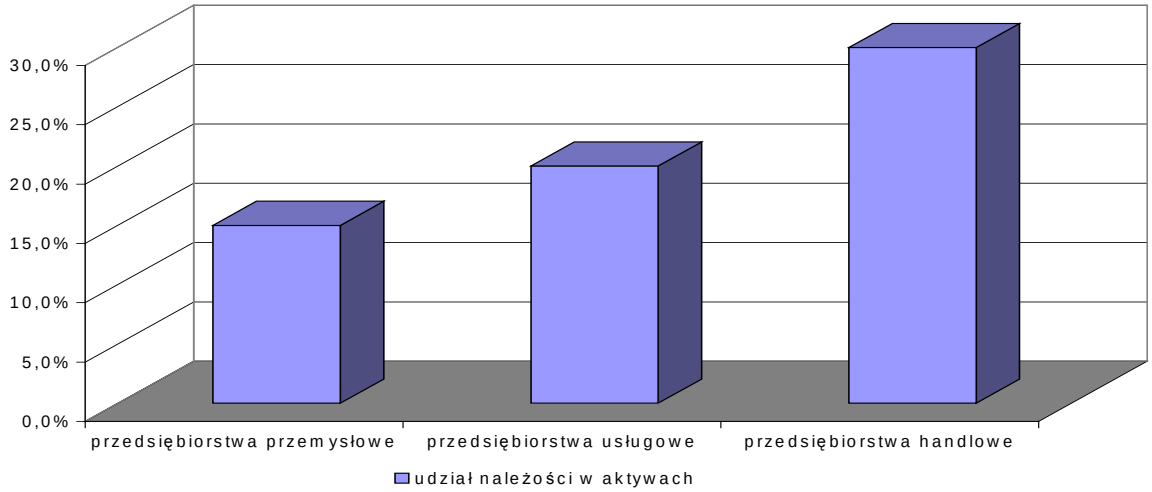
Wykres 2.3.1. Udział należności w aktywach. *Źródło: opracowanie własne na podstawie Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych 2000 r.*, Główny Urząd Statystyczny, Warszawa 2001

Należności są jednym z istotniejszych elementów majątku przedsiębiorstwa. Stanowią one średnio około 20-25 % aktywów przedsiębiorstwa (dla porównania zobowiązania wobec dostawców to średnio około 10-15% zaangażowanych kapitałów)[184]. W Polsce w 2000 r. relacje te były następujące, średni dla wszystkich przedsiębiorstw udział należności w aktywach ogółem wynosił około 19%, jeżeli jednak weźmiemy pod uwagę jedynie

[184] G.W. Gallinger, P.B. Healey, *Liquidity Analysis an Management*, Addison–Wesley Publishing Company, Menlo Park 1991, s. 74, za: M. Sierpińska, D. Wędzki, *Zarządzanie płynnością* ... wyd. cyt., s. 129.

przedsiębiorstwa prywatne, to udział ten wzrósłby do 22%.[185] Zaznaczyć tu należy, że w grupie przedsiębiorstw prywatnych ujęte zostały także byłe przedsiębiorstwa państwowe, a część z nich wciąż jest obarczona ogromnym majątkiem trwałym, niekiedy w ogóle niezwiązanym z działalnością operacyjną przedsiębiorstwa. Gdyby dane zostały zawężone do przedsiębiorstw z gruntu prywatnych, czyli takich, które nie są efektem przekształceń przedsiębiorstw państwowych, prawdopodobnie okazałoby się, że udział należności w aktywach jest jeszcze większy.

Struktura aktywów jest ściśle powiązana z typem działalności oraz z branżą, w której operuje przedsiębiorstwo. W niektórych typach usług należności wobec odbiorców mogą stanowić dominującą pozycję w aktywach. Wysoki udział należności mogą mieć także przedsiębiorstwa handlowe. Z danych statystycznych wynika, że największy udział należności w aktywach mają przedsiębiorstwa handlowe, następnie usługowe i przemysłowe (wykres 2.3.2.)



Wykres 2.3.2. Udział należności w aktywach przy dominujących klientach hurtowych. *Źródło: opracowanie własne na podstawie Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych w 2003 r.,* Główny Urząd Statystyczny, Warszawa 2004

2.3.2. Obszary zarządzania należnościami

Zarządzanie należnościami należy zaliczyć do operacyjnego obszaru przedsiębiorstwa. Według Krzemińskiej zaczyna się ono od podjęcia przez przedsiębiorstwo decyzji o tym, czy będzie udzielać odbiorcom kredytu kupieckiego.[186] Pogłębiając tę myśl, należy zaznaczyć, iż zarządzanie należnościami rozpoczyna się nie w momencie sprzedaży produktów czy usług z odroczonym terminem płatności, lecz już na etapie kalkulacji warunków płatności zanim

[185] *Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych w 2003 r.,* Główny Urząd Statystyczny, Warszawa 2004.
[186] D. Krzemińska, *Finanse przedsiębiorstw,* Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej, Poznań 2002, s. 117.

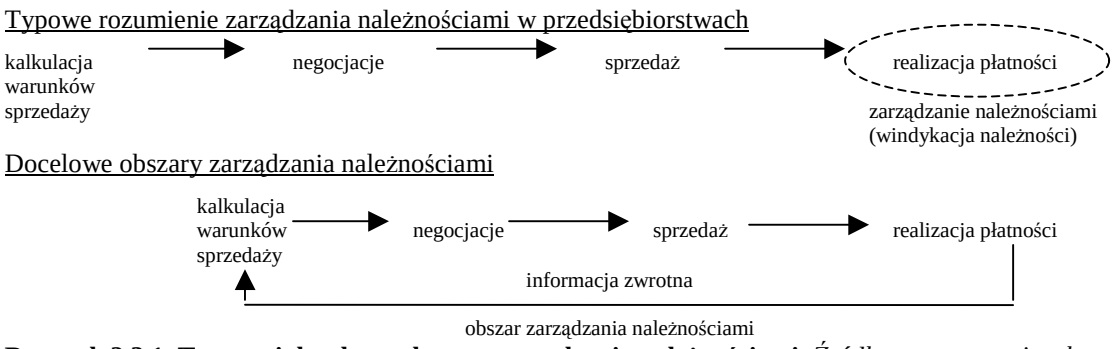
nastąpią negocjacje z klientem. Typowe rozwiązanie organizacyjne w tym obszarze jest następujące: dział sprzedaży wystawia fakturę z terminem płatności według klucza:

- strategiczni klienci - dłuższe terminy płatności i/lub upust,
- pozostali klienci - standardowe terminy płatności.

W funkcjonalnie zorganizowanych przedsiębiorstwach zarządzanie należnościami i czynności z nim związane są rozproszone (tabela 2.3.1). Z obserwacji autora wynika, że trudności w koordynacji tych czynności oraz różne interesy poszczególnych działów funkcjonalnych przedsiębiorstwa sprawiają, że zarządzanie należnościami jest niezwykle trudne, a efekty niezadowalające. Dział windykacji zajmuje się bardziej lub mniej rygorystycznym egzekwowaniem należności (często, jak wynika z obserwacji, na wniosek działu księgowości). Tego typu rozwiązanie organizacyjne wynika z funkcjonalnej struktury organizacyjnej przedsiębiorstwa. Mankamentem tego rozwiązania jest możliwość pojawienia się konfliktu interesów między działem marketingu i sprzedaży z jednej strony a działem windykacji z drugiej. Pierwszej grupie zależy na maksymalizacji sprzedaży, gdyż z tego zazwyczaj jest rozliczana, to z kolei powoduje wzrost złych należności i zwiększenie kosztów windykacji. Prawdopodobnie lepsze rezultaty w obszarze zarządzania należnościami dałaby reorientacja struktury funkcjonalnej na procesową.[187]

Tabela 2.3.1. Czynności związane z zarządzaniem należnościami realizowane przez poszczególne działy funkcjonalne przedsiębiorstwa. *Źródło: opracowanie własne*

Czynności / Działy	Kalkulacja warunków sprzedaży	Negocjacje	Wydanie dokumentu sprzedaży	Wydanie produktu, towaru	Ewidencjo-nowanie sprzedaży	Monitoro-wanie należności	Egzekwo-wanie płatności
Sprzedaż	X	X	X				
Marketing		X					
Magazyn				X			
Księgowość					X	X	
Windykacja						X	X



Rysunek 2.3.1. Typowe i docelowe obszary zarządzania należnościami. *Źródło: opracowanie własne*

[187] Zob.: D. Waters, *Zarządzanie operacyjne. Towary i usługi*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001 oraz R. Johnston, S. Chambers, Ch. Harland, A. Harrison, N. Slack, *Zarządzanie działalnością operacyjną. Analiza przypadków*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.

W tradycyjnym rozumieniu głównym celem zarządzania należnościami jest zwiększanie dochodu przedsiębiorstwa drogą poszukiwania optimum pomiędzy stymulowaniem przychodów ze sprzedaży i kosztami związanymi z finansowaniem należności przy danym poziomie ryzyka. Zgodnie z koncepcją zarządzania wartością podstawowym celem zarządzania należnościami jest zwiększanie wartości przedsiębiorstwa poprzez poszukiwanie optimum pomiędzy stymulowaniem wpływów pieniężnych z tytułu sprzedaży i ograniczaniem kosztu finansowania należności przy danym poziomie ryzyka. Dla tak określonego celu przed zarządzaniem należnościami można postawić następujące zadania:

- zapewnienie ciągłości sprzedaży,
- przeciwdziałanie sezonowości sprzedaży,
- zdynamizowanie sprzedaży,
- zmniejszanie stanów magazynowych produktów (w razie konieczności, np. w przypadku zbyt optymistycznych prognoz co do popytu),
- minimalizacja kosztów utrzymania należności (kosztów związanych z obsługą źródeł finansowania należności),
- zarządzanie ryzykiem kredytowym.

Środki realizacji zadań zarządzania należnościami zaprezentowano w tabeli 2.3.2.

Tabela 2.3.2. Zadania zarządzania należnościami i środki ich realizacji

Zadania zarządzania należnościami						Środki realizacji
Zapewnienie ciągłości sprzedaży	Przeciwdziałanie sezonowości sprzedaży	Zdynamizowanie sprzedaży	Zmniejszenie stanów zapasów magazynowych	Zarządzanie ryzykiem należności	Zmniejszenie kosztów finansowania należności	
X						Standardowe warunki płatności
X	X	X	X			Niestandardowe warunki płatności
				X		Badanie potencjału klienta
				X	X	Monitorowanie należności
				X	X	Faktoring
					X	Windykacja
					X	Zmiana struktury finansowania

Źródło: opracowanie własne

W literaturze przedmiotu zarządzanie należnościami często jest zawężone do polityki kredytowej. Według Brighama i Gapenskiego optymalna polityka kredytowa to taka, która

równoważy koszty i korzyści związane z należnościami i pozwala maksymalizować wartość firmy.[188] W ramach polityki kredytowej można wyróżnić następujące elementy[189]:

- standardy oceny kredytobiorców – wymagania odnoszące się do minimalnej zdolności kredytowej oraz wielkości kredytu stawianego do dyspozycji,
- okres kredytowania – czas niezbędny do zapłacenia za kupione produkty,
- rabaty – zniżki za wcześniejsze spłaty,
- polityka ściągania należności – twardość lub elastyczność w traktowaniu klientów.

Według Sierpińskiej i Wędzkiego podstawowym celem polityki kredytowej jest realizacja zysku na oczekiwanym poziomie przy akceptowanej stopie ryzyka.[190] Z kolei Brealey i Myers za główny cel polityki kredytowej uważają maksymalizację sprzedaży, nie zważając na należności przeterminowane i nieściągalne.[191] Zdaniem autora, celem polityki kredytowej jest stymulowanie sprzedaży w taki sposób, aby zapewnić korzystną relację między przyrostem wartości sprzedaży a kosztami utrzymania należności. Politykę kredytową można sprowadzić do następujących obszarów:

- oceny wiarygodności, rzetelności odbiorcy,
- kalkulacji cen oraz terminów płatności,
- monitorowania i windykacji należności.

2.3.2.1. Ocena wiarygodności i rzetelności odbiorcy

Jedną z najistotniejszych kwestii w zarządzaniu należnościami jest określenie wiarygodności przyszłego odbiorcy. Można tu wyobrazić sobie następujące podejścia:

- brak oceny wiarygodności odbiorcy,
- ocena intuicyjna,
- zebranie opinii od innych przedsiębiorstw lub zakup informacji w wywiadowni gospodarczej,
- stosowanie standardów oceny kredytobiorców.

Brak oceny wiarygodności odbiorcy z jednej strony sprzyja zwiększaniu liczby klientów i, co za tym idzie, sprzedaży, ale z drugiej strony może powodować wzrost należności nieściągalnych. Drugie podejście to intuicyjna ocena wiarygodności odbiorcy, która (podobnie jak w pierwszym podejściu) ma charakter bezkosztowy. W tym przypadku ocena

[188] E.F. Brigham, L. Gapenski, *Zarządzanie* ... wyd. cyt., t. 2, s.247.
[189] Zob.: Tamże, t. 2, s. 256 oraz S. A. Ross, R.W. Westerfield, B.D. Jordan, *Finanse* ...wyd. cyt., s. 676.
[190] M. Sierpińska, D. Wędzki, *Zarządzanie płynnością* ... wyd. cyt., s. 147.
[191] R. Brealey, C. Myers, *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill Book Company, New York 1998, s. 725 za: M. Sierpińska, D. Wędzki, *Zarządzanie płynnością* ... wyd. cyt., s. 147.

oparta jest na informacjach uzyskanych w trakcie negocjacji od klienta, wzbogaconych o wrażenia (odczucia, przeczucia) sprzedającego. Podejście to może zostać rozszerzone o opinie i dane uzyskane od innych przedsiębiorstw czy też wywiadowni gospodarczych. Tego typu weryfikacja wymaga poniesienia dodatkowych kosztów, zapewniając jednocześnie uzyskanie szerszego obrazu klienta. Ostatnim wyróżnionym podejściem jest wykorzystanie standardów oceny kredytowej klienta, które nie wyklucza stosowania go łącznie z dwoma poprzednimi podejściami. Standardy oceny kredytobiorców służą ustaleniu, którzy klienci mogą otrzymać kredyt, na jakich warunkach oraz w jakiej wysokości. Przyznanie kredytu klientowi jest uwarunkowane prawdopodobieństwem, że dany klient zapłaci w terminie i że nie okaże się „straconym" dłużnikiem. Ocena ryzyka udzielenia kredytu odbiorcy obejmuje zarówno kwalifikacje kadry zarządzającej, płynność finansową, dotychczasowe doświadczenia ze współpracy, jak i szereg innych czynników. Ryzyko kredytowe jest parametrem charakteryzującym zdolność klienta do wywiązywania się z zobowiązań płatniczych. Klasyczna definicja ryzyka kredytowego mówi, że jest to brak możliwości terminowego wywiązywania się z całości lub części zobowiązań finansowych.[192] Analiza ryzyka kredytowego polega na próbie ustalenia prawdopodobieństwa płatności. Ryzyko kredytowe określa się na podstawie:

- skłonności klienta do regulowania zobowiązań,
- ryzyka straty lub niewypłacalności klienta,
- ryzyka zmiany stopy procentowej,
- ryzyka zmiany wartości pieniądza w czasie (niebezpieczeństwo spadku realnej wartości należności),
- ryzyka kursu walutowego – dotyczy jedynie należności nominowanych w walutach obcych (zagrożenie deprecjacji wartości należności na skutek negatywnego kształtowania się kursu walutowego).

Oszacowanie tych kategorii ryzyka pozwala:

- określić prawdopodobieństwo odzyskania należności w wyznaczonym terminie
- określić wartość należności,
- oszacować wielkość gotówki, która wpłynie z tytułu sprzedaży i
- minimalizować kontakty z klientami, którzy będą mieć problemy w płatnościach.

[192] D. Gątarek, R. Maksymiuk, M. Krysiak, Ł. Witkowski, *Nowoczesne metody zarządzania ryzykiem finansowym*, WIG-Press, Warszawa 2001, s. 80.

Przedsiębiorstwa mają do dyspozycji szereg sposobów analizy ryzyka kredytowego, do których można zaliczyć metody[193]:

- jakościowe,
- ilościowe,
- mieszane.

Metody jakościowe opierają się na obserwacji zjawisk, których nie można skwantyfikować. Ich podstawową cechą jest subiektywizm. Metody ilościowe bazują na danych mierzalnych. Badanie ryzyka opiera się na prostych analizach wskaźnikowych lub złożonych modelach ekonometrycznych. Podstawową zaletą tych metod jest obiektywizm uzyskanych wyników dzięki sformalizowanej procedurze analizy ryzyka. Metody mieszane są kombinacją metod jakościowych i ilościowych, która ma łączyć ich zalety i niwelować ich mankamenty. Należy jednak pamiętać, że stosowanie metod oceny ryzyka kredytowego, jak i racjonalny dobór danych zbieranych z teraźniejszości i przeszłości nie przesądza o poprawnym określeniu ryzyka kredytowego dotyczącego przyszłości.

Dla przedsiębiorstw szczególnie atrakcyjne wydają się metody ilościowe ze względu na ich jednoznaczne wyniki. Metody te możemy podzielić na:

- proste,
- złożone.

Do prostych metod oceny ryzyka kredytowego należy metoda „punktowa". Analiza kondycji finansowej kontrahenta jest oparta na zestawie wskaźników wyliczonych na podstawie danych z bilansu, rachunku zysków i strat oraz rachunku przepływów pieniężnych. Wyliczonym wskaźnikom nadaje się odpowiednie wagi, a ich suma określa w sposób syntetyczny ryzyko kredytowe. Złożoną metodą ilościową jest wielowymiarowa analiza dyskryminacyjna – MDA (*multiple discriminant analysis).*[194] Jest to metoda statystyczna podobna do analizy regresji. Celem jej jest nakreślenie funkcji, która będzie pokazywać linię graniczną między firmami o dużym prawdopodobieństwie wypłacalności i o dużym prawdopodobieństwie upadłości. Istnieje wiele metod opartych na MDA; nazywa się je modelami bankructwa, dzięki którym możemy oszacować ryzyko bieżącej współpracy z odbiorcą. Jeden z pierwszych modeli opracował Beaver (opierał się na 6 zmiennych).[195] Kolejną próbę podjął Altman w 1968 r., wykorzystując wielokryterialną analizę

[193] Por.: M. Sierpińska, D. Wędzki, *Zarządzanie płynnością* ... wyd. cyt., s. 150.
[194] Zob. E.F. Brigham, L. Gapenski, *Zarządzanie* ... wyd. cyt., t.2, s. 259.
[195] Zob.: W. Beaver, *Financial Ratios as Predictors of Faailure, Empirical Research in Accounting*, Dodatek do "Journal of Business Financing and Accounting" *1/*1967, Blackwell Publishing, Malden.

dyskryminacyjną .[196] Po blisko 10 latach doświadczeń, w związku ze zmianami, jakie zaszły w rachunkowości w Stanach Zjednoczonych, pojawił się model nazywany ZETA Altmana, Heidemana i Narayanana. W roku 1983 Altman przedstawił udoskonalony model Z-score, który charakteryzował się dobrym przewidywaniem przyszłości przedsiębiorstw, co potwierdziły badania. Model ten jest odpowiedni dla spółek niepublicznych (nie notowanych na giełdzie papierów wartościowych) i ma następującą postać:

$$Z = 0{,}717 \times X_1 + 0{,}847 \times X_2 + 3{,}107 \times X_3 + 0{,}420 \times X_4 + 0{,}998 \times X_5 \qquad (2.3.1)$$

gdzie: X_1 – kapitał pracujący / aktywa ogółem,
X_2 – skumulowane zyski reinwestowane / aktywa ogółem,
X_3 – zysk brutto plus odsetki / aktywa ogółem,
X_4 – wartość księgowa kapitału własnego / wartość księgowa kapitału obcego,
X_5 – przychody ze sprzedaży / aktywa ogółem.

Podstawiając do wzoru 2.3.1 odpowiednie dane uzyskuje się syntetyczny wskaźnik, który następnie porównujemy z przedziałami liczbowymi zawartymi w tabeli 2.3.3. To pozwala zaklasyfikować klienta do odpowiedniej grupy ryzyka.

Tabela 2.3.3. Wartości dyskryminacyjne w modelu Altmana z 1983 roku

	Przedziały
Zaklasyfikuj do grupy niebankrutów	> 2,9
Zaklasyfikuj do grupy bankrutów	< 1,2
Szara strefa	1,2 – 2,9

Źródło: D. Zarzecki, *Analiza dyskryminacyjna jako metoda oceny zagrożenia bankructwem*, [w:] *Zarządzanie Finansami, mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw*, pod redakcją D. Zarzeckiego, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2003, s. 173.

Również w Polsce podjęto próby opracowania modeli opartych na analizie dyskryminacyjnej. Jedną z pierwszych prób w 1996 r. podjęli Gajdka i Stos, następnie Hadasik w 1998 r. oraz Hołda w 2001 r.[197] Z przeprowadzonej przez Zarzeckiego weryfikacji tych trzech modeli wynika, że najlepsze rezultaty daje model Gajdki i Stosa podany poniżej.[198]

[196] Zob.: E. Altman, *Financial Ratios Discriminant Analysis and Prediction of Financial Bancruptcy*, "Journal of Finance"9/1968, Blackwell Publishing, Malden.
[197] Zob.: J. Gajdka, D. Stos, *Wykorzystanie analizy dyskryminacyjnej w ocenie kondycji finansowej przedsiębiorstw*, pod redakcją R. Borowieckiego, Akademia Ekonomiczna w Kra*kowie* – TNOiK Oddział w Krakowie, Kraków 1996; D. Hałasik, *Upadłość przedsiębiorstw w Polsce i metody jej prognozowania*, Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, Poznań 1998; A. Hołda, *Wykorzystanie analizy dyskryminacyjnej do prognozy upadłości spółek rynku kapitałowego*, „Nasz Rynek Kapitałowy" nr 11/2002,.
[198] Zob.: D. Zarzecki *Analiza dyskryminacyjna jako metoda oceny zagrożenia bankructwem*, [w:] *Zarządzanie Finansami, mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw*, pod redakcją D. Zarzeckiego, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2003, s. 173.

$$Z = 0{,}7732059 - 0{,}0856425 \times X_1 + 0{,}0007747 \times X_2 + 0{,}9220985 \times X_3 + \\ + 0{,}6535995 \times X_4 - 0{,}594687 \times X_5 \qquad (2.3.2)$$

gdzie: X_1 – przychody ze sprzedaży / aktywa ogółem,
X_2 – zobowiązania krótkoterminowe / koszt wytworzenia produkcji sprzedanej ×360,
X_3 – zysk netto / aktywa ogółem,
X_4 – zysk brutto ze sprzedaży / przychody netto ze sprzedaży,
X_5 – zobowiązania ogółem / aktywa ogółem.

W modelu tym punkt graniczny wynosi 0,45, co oznacza, że powyżej tej wartości badane przedsiębiorstwo nie jest zagrożone bankructwem.

Przedsiębiorstwa mają również do dyspozycji modele mieszane, takie jak np. metoda standardu kredytowego. Ocena ryzyka oparta jest na analizie pięciu obszarów: ogólnej charakterystyki kontrahenta, zdolności finansowej, pokrycia kapitałowego, jakości aktywów i ogólnych warunków otoczenia. Drugi i trzeci obszar są przedmiotem analizy punktowej, a pozostałe analizy jakościowej. Zarówno oceny w poszczególnych obszarach, jak i ocena syntetyczna ma charakter zero-jedynkowy: pozytywny lub negatywny.

Na podstawie omówionych metod przedsiębiorstwo może podjąć decyzje o tym:

- czy sprzedaż może być realizowana z odroczonym terminem płatności,
- na jaki termin odroczyć płatność,
- czy należy zastosować zabezpieczenia transakcji.

W praktyce możliwość przeprowadzenia gruntownej analizy odbiorców jest uzależniona od specyfiki rynku i produktu. Gdy przedmiotem sprzedaży są jednostkowe produkty o dużej wartości, taka analiza jest możliwa i wskazana. W odniesieniu do produktów o niskiej wartości jednostkowej i kupowanych w małych partiach i przez wielu odbiorców jest to jednak bardzo utrudnione. Przedsiębiorstwa wtedy muszą szybko podejmować decyzje, w związku z czym gruntowna analiza jednostkowa wiarygodności kontrahentów nie jest możliwa. W tej sytuacji można posłużyć się metodą ABC. Metoda ta polega na ustrukturalizowaniu klientów według wartości zakupów.[199] Do grupy A zalicza się około 20% odbiorców o najwyższej wartości zakupu, w sumie obejmują oni 60-80% całkowitej wartości należności. Grupa B to 30-40% kontrahentów, których łączny udział w należnościach wynosi 15-25%. Do ostatniej grupy C zalicza się 40-50% przedsiębiorstw, których wartość zakupów w naszych należnościach kształtuje się w przedziale 5-15%. Mając tak sklasyfikowanych

[199] D. Krzemińska, *Finanse* ... wyd. cyt., s. 118.

odbiorców (dłużników), można przeprowadzić dalszą analizę, przy czym pogłębionej kontroli powinny zostać poddane przedsiębiorstwa z grupy A, wyrywkowej z grupy B i sporadycznej z grupy C.

2.3.2.2. Kalkulacja cen oraz terminów płatności

Przedsiębiorstwo, sprzedając dobra i usługi, może żądać zapłaty w dniu sprzedaży lub wcześniej. Sprzedaż gotówkowa jest stosowana głównie w sprzedaży detalicznej wobec indywidualnych odbiorców, bardzo rzadko natomiast w rozliczeniach między przedsiębiorstwami. Podobnie wygląda sytuacja z zaliczkami, przedpłatami, które są rzadko stosowane i mają rację bytu w warunkach rynku dostawców (kiedy to popyt przewyższa podaż). Najczęściej przedsiębiorstwa w rozliczeniach z innymi firmami oferują kredyty kupieckie. Udzielanie kredytu kupieckiego odbiorcy stymuluje sprzedaż, gdyż jest zachętą dla odbiorcy. Zanim jednak podjęta zostanie decyzja, czy wykorzystywać to narzędzie do stymulowania sprzedaży, należy zidentyfikować koszty im towarzyszące. W ramach kosztów związanych z należnościami można wyróżnić dwie kategorie:

- koszty utrzymania należności i
- koszty alternatywne,

Koszty utrzymania należności ponosi firma, gdy udziela kredytu kupieckiego. Rosną one wraz ze wzrostem wielkości przyznanego klientom kredytu oraz czasu jego trwania. Na koszty utrzymania należności składają się:

- wymagana stopa zwrotu z należności,
- wielkość strat z tytułu należności nieściągalnych,
- koszt zarządzania kredytem i ściągania należności.

Przedsiębiorstwo udzielające kredytu musi zaangażować dodatkowe źródła finansowania należności. Pozyskanie i obsługa nowych źródeł finansowania kosztuje, dlatego też w kosztach utrzymania należności należy uwzględnić taką stopę zwrotu z należności, która pokryje koszt źródeł finansowania należności. W literaturze często przyjmuje się, że minimalna wymagana stopa zwrotu z należności odpowiada kosztowi krótkoterminowego długu.[200]

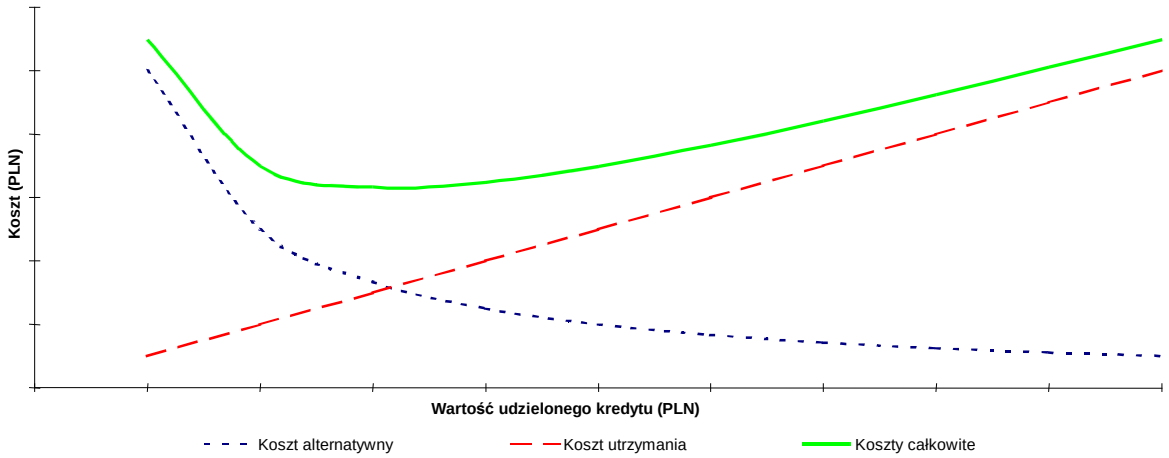
Kolejną częścią składową kosztów utrzymania należności jest wielkość strat z tytułu należności nieściągalnych. Im większa akcja kredytowa, tym bardziej łagodna ocena

[200] Zob. S.A. Ross, R.W. Westerfield, B.D. Jordan, *Finanse* ...wyd. cyt., s. 683.

wiarygodności kredytowej klientów, a zatem straty związane z nieściągalnością należności mogą być większe.

Ostatnim elementem kosztów utrzymania należności są koszty związane z zarządzaniem kredytem i ściąganiem należności. Czynniki wzrostu tych kosztów są takie same jak w przypadku strat związanych z nieściągalnością należności.

Drugą kategorią kosztów związanych z należnościami są koszty alternatywne, które odpowiadają wielkości utraconej sprzedaży, wynikającej z odmówienia kredytu.[201] Suma kosztów utrzymania należności i kosztów alternatywnych przy danej polityce kredytowej nazywana jest krzywą kosztów kredytu. Na tej krzywej można wyznaczyć punkt, w którym koszty są minimalne, co prezentuje wykres 2.3.3. Optymalna wielkość kredytu jest określona przez punkt, w którym przyrost przepływów pieniężnych spowodowanych wzrostem sprzedaży jest równy przyrostowi kosztów utrzymania należności. W praktyce określenie tego optymalnego punktu jest niezwykle trudne.



Wykres 2.3.3. Poszukiwanie optymalnej wielkości należności. *Źródło:* S.A. Ross, R.W. Westerfield, B.D. Jordan, *Finanse* ...wyd. cyt., s. 686

Kalkulując ceny i terminy płatności przedsiębiorstwa mogą określić standardowe warunki sprzedaży oraz warunki specjalne np. dla strategicznych partnerów. W obu tych przypadkach należy określić:

- termin płatności,
- cenę przypisaną zapłacie w określonym czasie (dyskonto z tytułu płatności gotówkowej lub innym krótkim terminie).

Kalkulacja tych trzech elementów powinna stanowić spójną całość.

[201] Tamże, s. 686.

Określenie terminu płatności

Termin płatności to okres, na który udzielono kredytu handlowego. Jego długość jest zależna od branży i zwykle mieści się w przedziale 30-120 dni.[202] W Polsce terminy płatności oscylują w podobnych granicach. Na przykład duże sieci handlowe wymuszają na swoich dostawcach określania 90-120 dniowych terminów płatności. Termin płatności wynikający z umowy sprzedaży nie jest oczywiście tożsamy z terminem faktycznej zapłaty. Średni termin realizowanej płatności za należności można określić na podstawie czasu rotacji należności. W Polsce według danych statystycznych przeciętny czas rotacji należności wynosi około 40 dni.[203] Wielkość ta wydaje się całkiem dobra, jednakże dane te nie obejmują większości małych przedsiębiorstw nie objętych statystyką, w przypadku których czas oczekiwania na zapłatę jest prawdopodobnie znacznie dłuższy. Optymistyczny wynik tych danych może wynikać również stąd, że w badanej populacji są również przedsiębiorstwa realizujące przede wszystkim gotówkową sprzedaż dla odbiorców lub ich klientami są gospodarstwa domowe, które dość sumiennie przestrzegają terminów płatności (telekomunikacja, sieci handlowe, zakłady energetyczne, gazowe itd.). Powyższe czynniki zaniżają przeciętny czas rotacji należności w polskich przedsiębiorstwach.

Termin płatności jest okresem, w jakim klient powinien uregulować należność. Terminy płatności korespondują z następującymi rodzajami płatności:

- zaliczka;
- płatność kasowa;
- kredyt kupiecki:
  - krótki termin płatności,
  - standardowy termin płatności,
  - długi termin płatności.

Określenie terminu płatności jest uzależnione od szeregu czynników:

- trwałości oferowanych wyrobów – terminy płatności za łatwo psującą się żywność są krótsze niż np. na wyroby jubilerskie;
- popytu konsumentów – wyroby znane na rynku mają zwykle szybszą rotację i w związku z tym krótsze terminy płatności niż nowe, ponadto dłuższe terminy płatności stosowane są dla produktów posezonowych, gdy popyt jest niski;

[202] Tamże, s. 679.
[203] *Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych w 2003 r.*, Główny Urząd Statystyczny, Warszawa 2004.

- kosztów, rentowności sprzedaży, standardów wyrobów, usług; relatywnie tanie wyroby mają krótkie terminy płatności, tak samo jak produkty standardowe;
- ryzyka kredytowego – im wyższe, tym krótsze terminy płatności;
- wartości sprzedaży – im wyższa, tym dłuższe terminy płatności;
- konkurencji – im wyższa, tym terminy płatności dłuższe - aby przyciągnąć klientów.
- rodzaju klienta – im większy odbiorca, tym dłuższe terminy płatności.

Oferowanie określonych terminów płatności klientom powinna poprzedzić stosowna analiza. Jeżeli polityka kredytowa przedsiębiorstwa ulega złagodzeniu poprzez wydłużenie okresu kredytowania czy też dodatkowo nastąpi złagodzenie standardów oceny kredytobiorców, mniej rygorystyczne wymaganie spłaty należności czy też oferowanie rabatów, efektem powinien być wzrost sprzedaży. Jeśli wartość sprzedaży rzeczywiście się zwiększy, to towarzyszyć temu będzie również wzrost kosztów (z pewnością wzrosną koszty zmienne, koszty stałe nie zwiększą się w sytuacji, gdy zwiększenie sprzedaży nastąpi w ramach niewykorzystanych zdolności produkcyjnych). Dodatkowo wzrosną należności i związane z nimi koszty ich finansowania, a także straty z tytułu złych kredytów i koszty zwiększonych rabatów i bonifikat. W związku z powyższym - rozwiązaniem dylematu, czy zmienić politykę kredytową, jest odpowiedź na pytanie: „Czy wpływy ze sprzedaży wzrosną szybciej niż koszty?" lub „Czy zmniejszenie wpływów ze sprzedaży będzie mniejsze niż spadek kosztów?". Oczywiście musi się tu jeszcze pojawić pytanie o konsekwencje dla przepływów pieniężnych i w konsekwencji dla płynności finansowej przedsiębiorstwa. Wydłużenie okresu kredytowania odbiorców teoretycznie powinno zachęcać klientów do kupna, a więc powodować jednocześnie wzrost sprzedaży i należności. Odpowiedź na pytanie – „Czy opłaca się wydłużyć kredyt kupiecki?" – musi poprzedzić analiza korzyści (wzrost sprzedaży) i kosztów (utrzymania należności). Należy zdać sobie sprawę także z niebezpieczeństwa, że konkurencja może podjąć podobne działania i wzrost sprzedaży nie nastąpi, zmniejszy się natomiast marża na sprzedaży i w efekcie wynik na sprzedaży. Zachęceniu klientów do zakupu przez złagodzenie polityki kredytowej najczęściej towarzyszy przekonanie, że zdynamizuje to sprzedaż przedsiębiorstwa. Rzeczywistość pokazuje, że efekt taki występuje, jednak głównie w krótkim okresie, w dłuższej perspektywie konkurenci także podejmą takie kroki i sytuacja będzie przypominać wojnę cenową. W efekcie wielkość sprzedaży może powrócić do poziomu zbliżonego do pierwotnego lecz przy znacznie droższych dla przedsiębiorstwa warunkach kredytowania. Problem ten można porównać do „dylematu więźnia" zilustrowanego w tabeli 2.3.4.

Tabela 2.3.4. „Dylemat więźnia" w zarządzaniu należnościami

		Przedsiębiorstwo B	
		Wydłużyć termin płatności	Standardowy termin płatności
Przedsiębiorstwo A	Wydłużyć termin płatności	Przychody (↔) Zysk (↓) Przychody (↔) Zysk (↓)	Przychody (↓) Zysk (↓) Przychody (↑) Zysk (↑)
	Standardowy termin płatności	Przychody (↑) Zysk (↑)) Przychody (↓) Zysk (↓)	Przychody (↔) Zysk (↔) Przychody (↔) Zysk (↔)

↑ - wzrost, ↓ - spadek, ↔ - bez zmian

Źródło: opracowanie własne

Jeżeli oferowany przez nas termin płatności jest dłuższy od rotacji zapasów klienta, które u nas nabywa, wówczas zapewniamy mu bezpłatne finansowanie innych aktywów. Czyli nabywca otrzymuje od nas nieoprocentowaną pożyczkę na okres dłuższy niż czas niezbędny do sprzedaży (lub produkcji i sprzedaży) wyrobów gotowych.[204]

Określenie upustów cenowych

Sprzedający ma do wyboru całą paletę upustów (rabatów), których zadaniem jest:

- zachęcić do zakupów dodatkowych klientów (dla których jest on formą obniżki ceny),
- skrócić okres płacenia należności,
- zmniejszyć sezonowość sprzedaży i zmniejszyć stany magazynowe (oszczędność kosztów magazynowania i zwiększanie przychodów).

Upusty, rabaty można podzielić na:

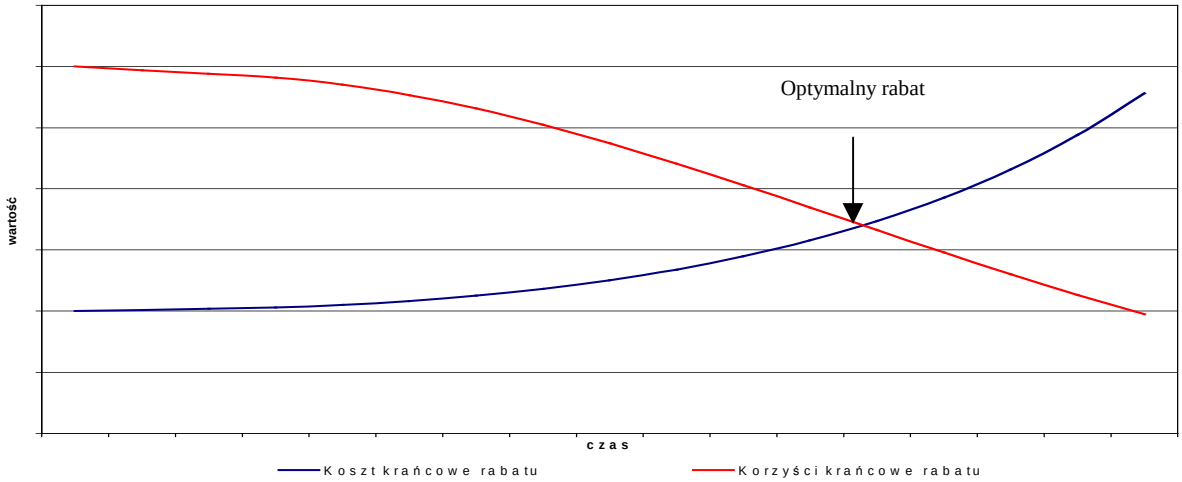
- hurtowe,
- skonto kasowe,
- sezonowe,
- za płatność (wcześniejsza spłata należności).

Upust hurtowy oznacza obniżenie ceny z tytułu zakupu większej partii produktu, towaru i usług. Skonto kasowe to obniżenie ceny za płatność gotówkową. Sezonowy upust dotyczy tych produktów, towarów i usług, w których występuje sezonowość sprzedaży. Jego rolą jest

[204] Uwaga ta dotyczy przedsiębiorstw, które kupują materiały, towary do dalszego przetworzenia i/lub odsprzedaży.

przeciwdziałanie cykliczności sprzedaży i polega on na obniżeniu ceny w tzw. martwym sezonie. Ostatni z wyróżnionych – upust za płatność udzielany jest wtedy, gdy dłużnik realizuje płatność przed standardowo wymaganym terminem płatności.

Jak pokazuje wykres 2.3.4 optymalna wielkość rabatu jest ustalana w punkcie, w którym zrównują się koszty i korzyści krańcowe.[205] Sprzedający, aby określić warunki płatności, czyli wartość płatności, termin płatności i ewentualne skonto (upust), powinien znać koszt obsługi źródeł finansowania potencjalnej należności. Według Brighama i Gapenskiego koszty zmienne odzwierciedlają wielkość środków pieniężnych zainwestowanych przez firmę w sprzedane produkty.[206] W Polsce rachunek kosztów stałych i zmiennych nie jest popularny wśród przedsiębiorstw, w związku z tym należy poszukiwać innych rozwiązań. Jeżeli znaczącą część kosztów wydziałowych kwalifikowanych do kosztów wytworzenia sprzedanych produktów stanowią koszty zmienne, to za koszty zmienne ogółem można uznać koszty wytworzenia sprzedanych produktów.[207] Z kolei Bień wskazuje, że sytuacja w rzeczywistości jest bardziej skomplikowana, gdyż poza kosztami zmiennymi należy uwzględnić *VAT* należny od sprzedaży.[208]



Wykres 2.3.4. Optymalna wielkość rabatu. *Źródło: opracowanie własne*

Narzędzia wykorzystywane w kalkulacji cen oraz terminów płatności

Analiza zmian warunków płatności może być oparta na porównaniu rachunku wyników różnych wariantów oraz na analizie przyrostowej.[209] Porównanie rachunku wyników odbywa się przez sporządzenie prognozowanych rachunków zysków i strat w

[205] E.F. Brigham, L. Gapenski, *Zarządzanie* ... wyd. cyt., t. 2, s. 262.
[206] Zob.: tamże, t. 2, s. 268.
[207] Zob.: J.K. Shim, J.G. Siegel, *Dyrektor* ... wyd. cyt., s. 259.
[208] Zob.: W. Bień, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2002, s. 230.
[209] Zob.: E.F. Brigham, L. Gapenski, *Zarządzanie* ... wyd. cyt., t. 2, s. 267.

dwóch wariantach: wyjściowym i po zmianie polityki kredytowej. Analiza przyrostowa to równanie pokazujące przyrost zysku przed opodatkowaniem, którego wynik powinien pokrywać się z wnioskami płynącymi z porównania rachunku wyników. Aby posłużyć się analizą przyrostową, należy w pierwszej kolejności obliczyć *DSO* (*days sales outstanding)* – liczbę dni sprzedaży kredytowej (odroczenie wpływów ze sprzedaży) przed i po zmianie polityki kredytowej. Posługiwanie się tą metodą wymaga założenia, że *DSO = ACP* (przeciętny okres spływu należności).

$$DSO = ACP = K_X \times d_X + K_Y \times d_Y \tag{2.3.3}$$

gdzie: ACP – przeciętny okres spływu należności,
K_X – % klientów płacących po d_X dniach,
d_X – liczba dni, po której płaci K_X % klientów,
K_Y – % klientów płacących po d_Y dniach,
d_Y – liczba dni, po której płaci K_Y % klientów.

Następnie należy obliczyć przyrost inwestycji w należności ΔI. W sytuacji, gdy następuje wzrost sprzedaży, przyrost inwestycji jest obliczony ze wzoru:

$$\Delta I = \left[(DSO_N - DSO_O) \times (S_O / 360)\right] + V \times \left[DSO_N \times (S_N - S_O)/360\right] \tag{2.3.4}$$

gdzie: S_0 – bieżąca sprzedaż brutto,
S_N – nowa sprzedaż brutto w skutek zmiany polityki kredytowej,
$S_N - S_0$ – przyrost sprzedaży brutto,
V – koszty zmienne jako procent sprzedaży brutto (koszty produkcji, utrzymania należności oraz inne koszty zmienne poza stratami z tytułu złych kredytów),
DSO_0 – odroczenie wpływów ze sprzedaży w dniach przed zmianą polityki kredytowej,
DSO_N – odroczenie wpływów ze sprzedaży w dniach po zmianie polityki kredytowej.

a przy spadku sprzedaży:

$$\Delta I = \left[(DSO_N - DSO_O) \times (S_N / 360)\right] + V \times \left[DSO_O \times (S_N - S_O)/360\right] \tag{2.3.5}$$

Na podstawie powyższych wyliczeń można określić przyrost zysku przed opodatkowaniem – ΔZ, będący skutkiem zmiany polityki kredytowej (przy założeniu, że koszty stałe są *constans*).

$$\Delta Z = (S_N - S_O) \times (1 - V) - k \times \Delta I - (B_N \times S_N - B_O \times S_O) - \\ - (D_N \times S_N \times P_N - D_O \times S_O \times P_O) \tag{2.3.6}$$

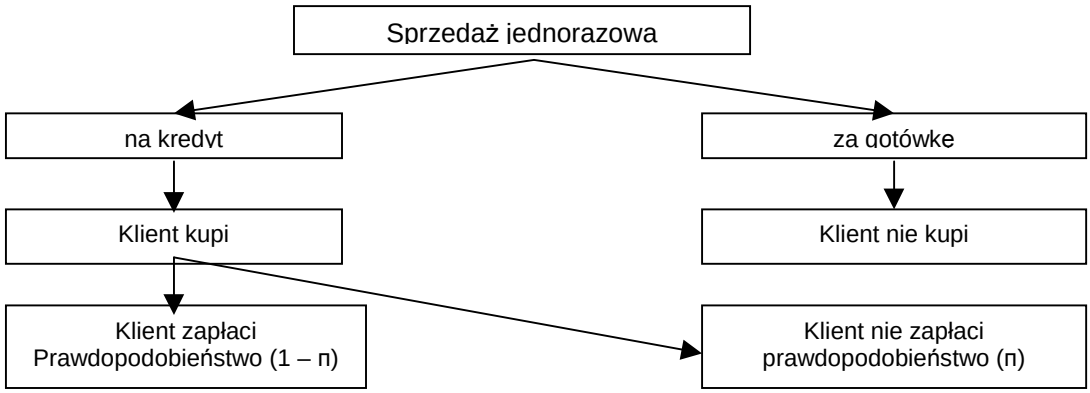
gdzie: ΔZ – przyrost zysku przed opodatkowaniem (w części dotyczącej należności),
$1-V$ – zasilenie krańcowe, marża zysku brutto,
k – koszt finansowania inwestycji w należności,
B_0 – przeciętny udział strat z tytułu złych kredytów w sprzedaży brutto przy danej wartości sprzedaży,

B_N – przeciętny udział strat z tytułu złych kredytów w sprzedaży brutto przy danej wartości sprzedaży po zmianie polityki kredytowej,
P_0 – odsetek klientów (mierzony wielkością zakupów) korzystających z rabatów w ramach bieżącej polityki kredytowej – udział sprzedaży z rabatem w sprzedaży ogółem,
P_N – odsetek klientów (mierzony wielkością zakupów) korzystających z rabatów w ramach nowej polityki kredytowej,
D_0 – rabaty oferowane przy danej polityce kredytowej,
D_N – rabaty oferowane przy nowej polityce kredytowej.

Korzystając z powyższych wzorów, trzeba zwrócić uwagę na sezonowość sprzedaży, która może powodować, że wskaźniki *DSO* obliczone na podstawie okresów rocznych i okresów krótszych (np. kwartalnych) mogą się istotnie różnić.[210] W związku z tym podejmowanie decyzji na podstawie danych rocznych nie będzie odpowiadało obiektywnie istniejącej sytuacji.

Analizę zmian w warunkach płatności można też przeprowadzić korzystając z prawdopodobieństwa i *NPV*. Procedurę udzielania kredytu handlowego prezentuje przykład 1 ilustrowany rysunkiem 2.3.2 oraz wzorem 2.3.7.

Przykład 1



Rysunek 2.3.2. Konsekwencje sprzedaży jednorazowej. *Źródło: opracowanie własne na podstawie* S.A. Ross, R.W. Westerfield, B.D. Jordan, *Finanse* ...wyd. cyt., s. 688

$$NPV_J = \frac{P}{1+R} \times (1-\pi) - V \tag{2.3.7}$$

gdzie: NPV_J – wartość bieżąca netto sprzedaży jednorazowej,
V – wydatek związany ze sprzedażą (kwota faktycznego kredytu – miesięcznego),
P – cena sprzedaży (na kredyt – miesięczny),
π – prawdopodobieństwo, że klient nie zapłaci,
$1-\pi$ – prawdopodobieństwo, że klient zapłaci,
R – wymagana stopa zwrotu (miesięczna).

[210] Zob. E.F. Brigham, L. Gapenski, *Zarządzanie* ... wyd. cyt., t. 2, s. 253.

Tabela 2.3.5. Konsekwencje sprzedaży jednorazowej

Dane				
$V = 40$	$P = 49$	$\pi = 20\%$	$1 - \pi = 80\%$	$R = 2\%$
Konsekwencje sprzedaży				
Sprzedaż jednorazowa na kredyt		**Sprzedaż jednorazowa za gotówkę**		
	Cash flow		*Cash flow*	
Klient zapłaci	49 - 40 = 9	Klient nie kupi	= 0	
Klient nie zapłaci	= - 40			
NPV =	- 1,56			

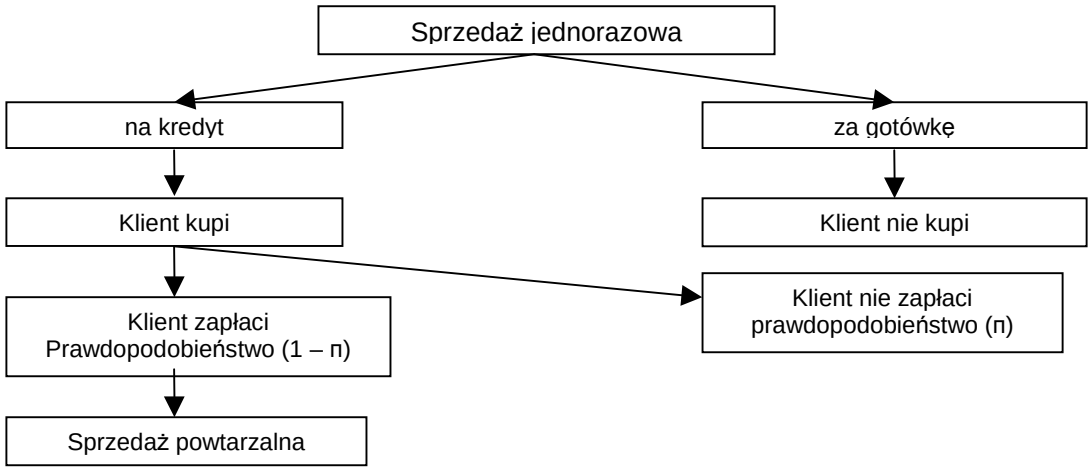
Źródło: opracowanie własne.

Z przykładu wynika (tabela 2.3.5.), że przy powyższych założeniach sprzedaż jednorazowa nie jest opłacalna (*NPV* jest ujemne). Aby określić graniczny poziom prawdopodobieństwa (*NPV* = 0), że klient zapłaci, można posłużyć się wzorem (2.3.8).

$$\pi = 1 - \frac{V \times (1 + R)}{P} \tag{2.3.8}$$

Z tabeli 2.3.5. wynika, że dla sprzedającego jednorazowa sprzedaż za gotówkę będzie opłacalna, gdy prawdopodobieństwo braku zapłaty będzie mniejsze niż 16,73%.

Należy rozważyć jeszcze jedną sytuację: gdy sprzedaż jednorazowa na kredyt może przeistoczyć się w sprzedaż powtarzalną (rysunek 2.3.3).



Rysunek 2.3.3. Konsekwencje sprzedaży powtarzalnej (*Źródło: opracowanie własne* S. Ross., R. Westerfield, B. Jordan, *Finanse* ...wyd. cyt.**,** s. 689)

Wartość nowego klienta jest równa wartości teraźniejszej marży pokrycia (*P– V*) realizowanej każdego miesiąca aż do nieskończoności. Aby obliczyć wartość *NPV* dla sprzedaży powtarzalnej, można posłużyć się wzorem:

$$NPV_S = \frac{P - V}{R} \times (1 - \pi) - V \tag{2.3.9}$$

gdzie: NPV_S – wartość bieżąca netto sprzedaży powtarzalnej,
π – prawdopodobieństwo, że klient nie zapłaci,
$1-\pi$ – prawdopodobieństwo zyskania stałego klienta.

Tabela 2.3.6. Przykład konsekwencji sprzedaży powtarzalnej

Dane				
$V = 40$	$P = 49$	$\pi = 20\%$	$1 - \pi = 80\%$	$R = 2\%$
Konsekwencje sprzedaży				
Sprzedaż jednorazowa na kredyt		**Sprzedaż jednorazowa za gotówkę**		
	Cash flow		*Cash flow*	
Klient zapłaci	49 – 40 = 9	Klient nie kupi	= 0	
Klient nie zapłaci	= - 40			
NPV =	320			

Źródło: opracowanie własne

Przy założeniach przykładu z tabeli 2.3.6. wynika, że warto jest udzielić kredytu kupieckiego. Oba przykłady mają charakter uproszczony, płatność rozpatrywana jest w optyce zero--jedynkowej: zapłaci – nie zapłaci, a to sprawia, że nie jest różnicowany czas płatności, który ma istotny wpływ na wartość transakcji (płatność po 10, 15, 20, 90 dniach).

2.3.2.3. Monitorowanie należności, windykacja i faktoring

Przedsiębiorstwo, oferując określone warunki sprzedaży klientom, powinno na bieżąco monitorować wykonanie warunków umów. Jeśli warunki danej umowy nie są respektowane, należy podjąć odpowiednie działania. W Polsce bardzo często mamy do czynienia z sytuacją, gdzie warunki płatności określone na fakturze nie są respektowane. Sprzedający z reguły nie reagują na jednostronne przedłużenie terminu płatności w obawie o utratę klienta oraz w związku z tym, że dotyczy to zbyt wielu klientów.[211] Dopiero kiedy klient nie płaci dłużej niż wynika to ze średnich terminów płatności za przeterminowane należności, podejmowane są bardziej zdecydowane działania.

Polityka ściągania należności dotyczy procedur stosowanych przez firmy przy egzekwowaniu zaległych rachunków. Jest ona konieczna w sytuacji, gdy pojawia się potencjalny problem ze ściągnięciem należności, których termin płatności upłynął. Ściąganie należności może być kosztowne ze względu na wydatki oraz reputację firmy, z drugiej strony jednak brak konsekwencji w tej dziedzinie może być dla firmy jeszcze droższe. Przedsiębiorstwa często napotykają problemy z terminową zapłatą należności przez odbiorców. Część przedsiębiorstw, nie będąc zmuszonych sytuacją, celowo opóźnia

[211] Pozaumowne opóźnianie płatności stało się normą, wiele poradników dla menedżerów podaje wskazówki, jak opóźniać płatność.

bezumownie płatności, badając w ten sposób wrażliwość kontrahenta i jednocześnie poprawiając swoją sytuację finansową. Jednak w niektórych przypadkach opóźnienie w płatności wynikać może z:

- kłopotów z płynnością, utraty płynności,
- oszustwa.

Cześć z tych sytuacji można wyeliminować poprzez procedury badania wiarygodności klientów. Jednakże wnikliwa analiza możliwa jest w sytuacji, gdy klientów jest niewielu. Gdy natomiast przedsiębiorstwo funkcjonuje na rynku częstych i drobnych zakupów realizowanych przez wielu klientów, możliwości kontroli klientów jest ograniczona.

Przedsiębiorstwa, napotykając problemy z odzyskaniem należności albo podejmują stosowne kroki prawne, albo też nie podejmują żadnych działań w obawie o utratę klienta. Decydując się na jedno z tych dwóch rozwiązań, wierzyciel musi określić skalę zagrożenia. Jeżeli dojdzie do wniosku, iż należy domagać się swoich praw, powinien najpierw podjąć negocjacje, jak zaleca Bień[212], nie później niż po 7 dniach po upływie terminu płatności. Jeżeli w trakcie tych rozmów nie dojdzie do porozumienia, należy wstrzymać dalszą sprzedaż temu odbiorcy. Gdy to również nie przyniesie rezultatów, konieczne się staje pisemne wezwanie do zapłaty z potwierdzeniem odbioru. Jeśli dłużnik nadal nie wykazuje woli spłaty długu, należy powtórnie pisemnie wezwać go do zapłaty z zastrzeżeniem, że w razie dalszej zwłoki sprawa zostanie skierowana na drogę sądową. Jeśli i to działanie nie zrobi wrażenia na dłużniku, wierzyciel musi skalkulować, czy bardziej opłacalne jest kontynuowanie dalszych kroków prawnych, czy też rezygnacja z dochodzenia swoich praw i uznanie należności za nieściągalną (warunkiem są dokumenty potwierdzające, że mimo dochodzenia praw, nie ma możliwości ich zaspokojenia w sposób opłacalny).[213] W kalkulacji należy uwzględnić fakt iż dopiero bezskuteczna egzekucja komornicza upoważnia przedsiębiorstwo do uzyskania prawa do zaliczenia wierzytelności w koszty, które obniżą podstawę opodatkowania podatkiem dochodowym. Inną możliwością jest sprzedaż wierzytelności firmie wyspecjalizowanej w skupie długów. Wierzyciel dzięki temu odzyska część długu i jednocześnie różnicę może zaliczyć do kosztów uzyskania przychodów.

Osobną kwestią jest sytuacja, gdy przedsiębiorstwo potrzebuje środków pieniężnych wcześniej niż wynika to z umowy sprzedaży. W celu wcześniejszego uzyskania środków pieniężnych ze sprzedaży można skorzystać z szerokiego spektrum instrumentów:

---

[212] Zob.: W. Bień, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2002, s. 238.
[213] Zob.: Z. Fedak, *Zasady wyceny aktywów i pasywów bilansu oraz ustalenia wyniku finansowego*, [w:] *Rachunkowość. Zamknięcie roku 2002*. Rachunkowość Sp. z o.o., Warszawa 2002. s. 77.

- zastawu należności,
- cesji należności,
- dyskonta weksli klientów,
- faktoringu.

Korzystając z tych instrumentów, przedsiębiorstwo pozbywa się w całości lub częściowo problemu monitorowania i windykacji należności, co oczywiście wiąże się poniesieniem dodatkowych kosztów. Ustanowienie zastawu należności umożliwia uzyskanie kredytu bankowego, którego wielkość jest uzależniona od wiarygodności dłużników. Cesja należności polega na odstąpieniu przez przedsiębiorstwo (cedenta) praw wynikających z wierzytelności innemu podmiotowi (cedentariuszowi). Przedsiębiorstwo może też przyjąć od dłużnika weksel na pokrycie wierzytelności. Weksel ten może być zatrzymany do daty jego wykupu, może też być dyskontowany przed terminem w banku lub być indosowany na innego kontrahenta, służąc tym samym do regulowania zobowiązań. Posiadanie przez wierzyciela weksla dłużnika jest o tyle korzystne, że tryb postępowania egzekucyjnego przy należnościach wekslowych jest szybszy, prostszy i skuteczniejszy niż dochodzenie zapłaty za należności w innym trybie. Gdy przedsiębiorstwo potrzebuje środków pieniężnych lub też nie posiada działu windykacji może skorzystać z usługi faktoringu. Można wyróżnić dwa podstawowe rodzaje faktoringu:

- pełny i
- niepełny.

Pełny faktoring polega on na sprzedaży za gotówkę wierzytelności przed jej terminem wymagalności wyspecjalizowanej instytucji finansowej. Otrzymana przez faktoranta kwota jest równa wartości nominalnej należności pomniejszonej o prowizję. Na prowizję składają się koszt finansowania wierzytelności powiększony o premię za ryzyko oraz koszty analizy dłużnika. W faktoringu pełnym faktor, nabywając należność, przejmuje na siebie ryzyko jej inkasa. Ryzyko to może wynikać z niewypłacalności dłużnika, jak i z opóźniania wpływów.

Z kolei przy faktoringu niepełnym, który jest dominującą formą w Polsce, w przypadku niewypłacalności dłużnika faktor dochodzi zwrotu kwoty wypłaconej za należność od faktoranta. Faktoring może być atrakcyjny dla przedsiębiorstw, które nie są zainteresowane budową komórki windykacyjnej. Firmy te po sprzedaży uzyskują szybki dostęp do gotówki bez konieczności monitorowania stanu należności. Korzyści z korzystania z faktoringu mogą odnieść też przedsiębiorstwa, dla których koszt pozyskania kapitału jest wyższy niż dla faktora. Poza pełnym outsourcingiem windykacji należności możliwe jest

także doraźne korzystanie z faktoringu celem podreperowania płynności finansowej przedsiębiorstwa. Do podstawowych zalet usług faktoringowych należą:[214]

- przejęcie przez faktora czynności związanych z kontrolą inkasa oraz ewentualną egzekucją należności,
- uniknięcie ewentualnych strat spowodowanych niewypłacalnością dłużnika lub opóźnieniem wpływu należności (w przypadku pełnego faktoringu),
- możliwość oferowania odbiorcom korzystniejszych warunków zakupu przez wydłużenie okresu ich kredytowania, dzięki wykupywaniu należności przez faktora bezpośrednio po przekazaniu mu faktury .

Podstawowymi wadami usług faktoringowych są:

- wysokie koszty,
- utrata więzi z klientem,
- pogorszenie nastawienia klientów.

2.3.3. Strategie zarządzania należnościami

Według Sierpińskiej i Wędzkiego można wyróżnić trzy podstawowe strategie polityki kredytowej: konserwatywną, agresywną i elastyczną.[215] Podobną klasyfikację można zastosować do strategii zarządzania należnościami, przy czym, w niniejszej pracy, zamiast pojęć: konserwatywny, agresywny, elastyczny, użyto słów: defensywny, ofensywny, umiarkowany.[216]

1) Strategia **ofensywna** – domaganie się od klientów ścisłego przestrzegania krótkich terminów płatności, preferowanie klientów o małym ryzyku kredytowym, stosowanie prawnych zabezpieczeń należności. W efekcie czas rotacji jest krótki, a udział należności w aktywach jest niski (na tle branży).
2) Strategia **defensywna** – długie terminy płatności połączone z łagodnym podejściem do ściągania należności, udzielanie kredytu klientom o dużym ryzyku kredytowym, brak prawnych zabezpieczeń należności. W efekcie czas rotacji jest długi, a udział należności w aktywach jest wysoki (na tle branży).

[214] W. Bień, *Zarządzanie* ... wyd. cyt., s. 247.
[215] M. Sierpińska, D. Wędzki, *Zarządzanie płynnością* ... wyd. cyt., s. 147.
[216] Podział na strategię konserwatywną i agresywną jest powszechnie stosowany w literaturze polskiej, ale jest o tyle niezręczny, że pojęcia te nie są przeciwstawne. Antonimem do słowa konserwatywny jest postępowy, może też liberalny, a dla pojęcia agresywny antonimem jest spokojny.

3) Strategia **umiarkowana** – ma charakter pośredni między defensywną i ofensywną, np. średnie terminy płatności połączone z łagodnym podejściem do ściągania należności, preferowanie klientów o małym ryzyku kredytowym, brak prawnych zabezpieczeń należności.

Rodzaje podejmowanych decyzji w dwu skrajnych strategiach zarządzania należnościami zaprezentowano w tabeli 2.3.7. Ofensywne podejście do należności oznacza stosowanie takich środków, aby rotacja należności była jak największa, a czas windykacji należności jak najkrótszy, jednocześnie strategia kładzie nacisk na minimalizowanie złych należności. Realizacja strategii defensywnej może być związana z chęcią zdynamizowania sprzedaży, w związku z tym klienci traktowani są bardzo liberalnie. Z obserwacji autora wynika, że w praktyce stosowanie skrajnych strategii jest dość rzadkie. Częściej wykorzystuje się różne formy pośrednie, np. badanie wiarygodności kredytowej kontrahentów jest wnikliwe, preferowani są klienci o średnim ryzyku, oferowane terminy płatności są oficjalnie krótkie, a w rzeczywistości płacone bardzo często po terminie, rzadko proponowane są upusty, natomiast przy krótkiej płatności, monitorowanie należności jest bieżące, ale nie są stosowane zabezpieczenia prawne należności, a egzekwowanie należności jest liberalne.

Tabela 2.3.7. Rodzaje podejmowanych decyzji w dwu skrajnych strategiach zarządzania należnościami

	Strategie zarządzania należnościami	
	Ofensywna	Defensywna
Badanie wiarygodności kredytowej kontrahentów	Wnikliwe	Pobieżne
Preferowanie klientów o małym ryzyku kredytowym	Tak	Nie
Terminy płatności	Krótkie	Długie
Stosowanie upustów	Tak	Tak
Monitorowanie należności	Bieżące	Sporadyczne
Zabezpieczanie prawne należności	Stosowane	Nie stosowane
Egzekwowanie terminów płatności	Rygorystyczne	Liberalne

Źródło: opracowanie własne

Działania podejmowane w obszarze zarządzania należnościami niosą określone konsekwencje, co pokazano w tabeli 2.3.8. Strategia defensywna – przez pobieżne badanie wiarygodności kontrahentów, długie terminy płatności, stosowanie upustów – sprzyja pozyskaniu nowych klientów. Więcej klientów to większa sprzedaż i potencjalnie większy dochód (zysk), lecz przy dużej liczbie niesprawdzonych klientów mogą powstać wyższe koszty finansowania i windykacji należności. W efekcie może nastąpić przyrost krańcowych kosztów utrzymania należności, jak ilustruje to wykres 2.3.5. Konsekwencją realizacji strategii defensywnej może być również wzrost złych kredytów kupieckich (trudne i nieściągalne należności) i konieczność tworzenia większych rezerw na należności. Przy

takim przebiegu sytuacji w krótkim okresie nastąpi pogłębienie różnicy między gotówkowymi wpływami ze sprzedaży a przychodami ze sprzedaży (wysokie przychody i dużo niższe wpływy gotówkowe z tytułu sprzedaży). W dłuższym czasie różnica ta zostanie zniwelowana przez tworzone rezerwy zaliczane w koszty (koszty niepodatkowe). Dodatkowym mankamentem jest to, że przedsiębiorstwo poniesie zwiększone obciążenia fiskalne od dodatkowych dochodów, z których część może nigdy nie przełożyć się na wpływy gotówkowe. Przejście ze strategii ofensywnej do defensywnej może oznaczać, że przebieg funkcji: przychodów, należności i kosztów utrzymania należności będzie taki, jak pokazuje to wykres 2.3.6. Zatem nastąpi wzrost przychodów ze sprzedaży, a jednocześnie wzrost należności, z tym że udział należności w przychodach początkowo może maleć, aby następnie szybko rosnąć. Spowoduje to tym samym, że koszty utrzymania należności będą najpierw powoli rosnąć, wolniej niż przychody ze sprzedaży, ale im strategia zarządzania należnościami będzie bardziej ofensywna, tym tempo przyrostu kosztów utrzymania należności będzie większe od tempa przyrostu przychodów ze sprzedaży. Dla osiąganych przez przedsiębiorstwo dochodów może to oznaczać, że przejście od strategii defensywnej do ofensywnej początkowo spowoduje ich wzrost. W miarę jednak zbliżania się do skrajnej postaci strategii ofensywnej może nastąpić spadek dochodu (wykres 2.3.7). Podobny przebieg do funkcji dochodu może mieć funkcja przepływów pieniężnych netto, jednakże funkcja ta osiągnie maksimum wcześniej niż funkcja dochodu, jeżeli jakość należności będzie się pogarszać w miarę wzrostu sprzedaży.

Tabela 2.3.8. Konsekwencje podejmowanych decyzji w dwu skrajnych strategiach zarządzania należnościami

	Strategie zarządzania należnościami	
	Ofensywna	Defensywna
Pozyskanie nowych klientów	nie sprzyja	sprzyja
Stymulowanie wzrostu sprzedaży	nie	tak
Koszty analizy kontrahentów	wysokie	niskie
Koszty finansowania należności	niskie	wysokie
Koszty windykacji należności	niskie	wysokie
Powstawanie złych należności	nie sprzyja	sprzyja
Ujemna różnica między gotówkowymi wpływami ze sprzedaży a przychodami ze sprzedaży	niska	wysoka
Wartość rezerw tworzonych na należności	niska	wysoka
Potencjalny dochód (zysk)	niski	wysoki
Ryzyko operacyjne	niskie	wysokie

Źródło: opracowanie własne

Pełny obraz strategii zarządzania należnościami uzyskamy, gdy przyjrzymy się źródłom ich finansowania. Niezależnie od strategii zarządzania należnościami można mówić o strategii ich finansowania (tabela 2.3.10). Jak pokazano w tabeli 2.3.9 na wartość należność składają się

trzy elementy: koszt wytworzenia produktu lub usługi, marża i podatek VAT, z których każda ma pokrycie w pasywach bilansu. Każdy z tych elementów ma swoje źródła finansowania, które zmieniają się w czasie. Koszt wytworzenia może być finansowany zarówno z kapitału krótkoterminowego obcego (np. zobowiązań wobec dostawców), jak i długoterminowego własnego lub obcego. Marża zawarta w należności w części odpowiada wynikowi finansowemu, a w części zobowiązaniom z tytułu podatku dochodowego. VAT zawarty w należności może odpowiadać części zobowiązań podatkowych oraz zobowiązań z tytułu dostaw (VAT naliczony). Jeżeli należność zostanie zapłacona po terminie płatności VAT do urzędu skarbowego, to dla tego składnika należności należy znaleźć inne źródło finansowania.

Tabela 2.3.9. Czynniki składające się na należność i przykładowe źródła ich finansowania

	Części składowe	Źródła finansowania
Należności	Koszt wytworzenia produktu lub usługi	Zobowiązania wobec dostawców, a po ich spłacie inne źródła
	Marża	Wynik finansowy
		Zobowiązania podatkowe, a po ich spłacie inne źródła
	VAT	

Źródło: opracowanie własne

Ofensywna strategia zarządzania źródłami finansowania należności oznacza, że główną pozycją finansującą tę część należności, która wartościowo odpowiada wszystkim kosztom, towarzyszącym wytworzeniu produktu lub usługi, są zobowiązania z tytułu dostaw i usług. Z kolei w strategii defensywnej zobowiązania te mają relatywnie niski udział w finansowaniu należności. Przy strategii defensywnej głównym źródłem finansowania marży są kapitały stałe. W strategii ofensywnej relacje są odwrotne. Sumaryczny obraz źródeł finansowania należności zaprezentowano w tabeli 2.3.11. Wynika z niej, że strategia defensywna w odróżnieniu od ofensywnej powoduje, że wśród źródeł finansowania należności niższy jest udział zobowiązań z tytułu dostaw i usług, wyższy natomiast jest udział kapitałów stałych i innych źródeł finansowania.

Tabela 2.3.10. Źródła finansowania części składowych należność w zależności od przyjętej strategii zarządzania należnościami

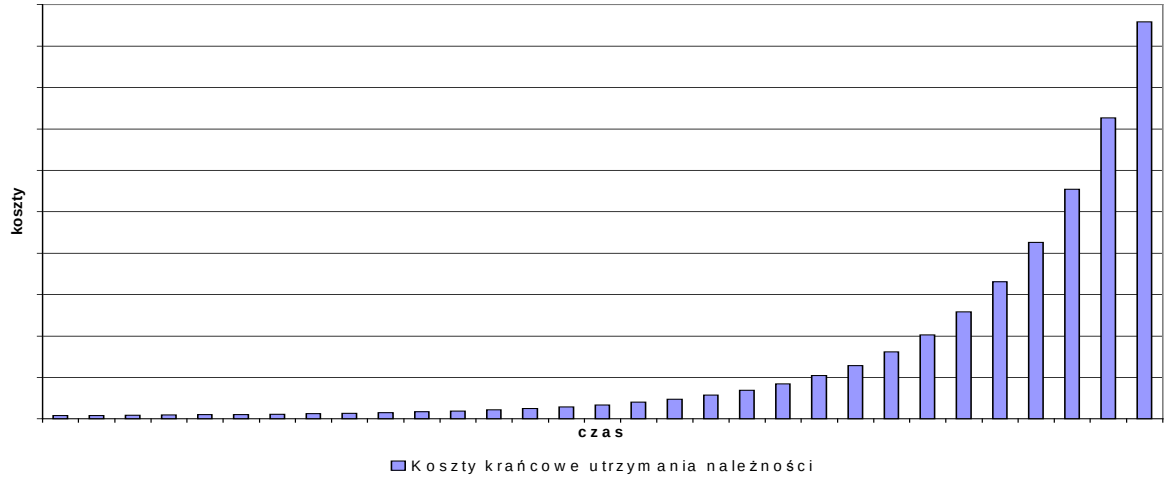
Części składowe wartości należności	Źródła finansowania	Strategie źródeł finansowania należności	
		Ofensywna	Defensywna
Koszt wytworzenia produktu lub usługi	Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	wysoki	niski
	Inne źródła finansowania	niski	wysoki
Marża	Kapitały stałe	niski	wysoki
	Zobowiązania z tytułu podatków	wysoki	niski
VAT	Zobowiązania z tytułu podatków	proporcjonalne	proporcjonalne
	Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	proporcjonalne	proporcjonalne
	Inne źródła finansowania	niski	wysoki

Źródło: opracowanie własne.

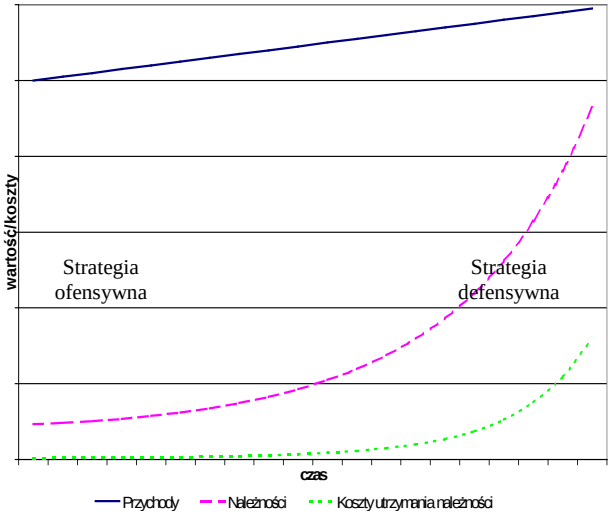
Tabela 2.3.11. Udział źródeł finansowania w zależności od przyjętej strategii zarządzania należnościami

Źródła finansowania	Udział źródeł finansowania w zależności od przyjętej strategii zarządzania należnościami	
	Defensywna	Ofensywna
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	wysoki	średni lub niski
Zobowiązania z tytułu podatków	wysoki	średni lub niski
Kapitały stałe	niski	wysoki

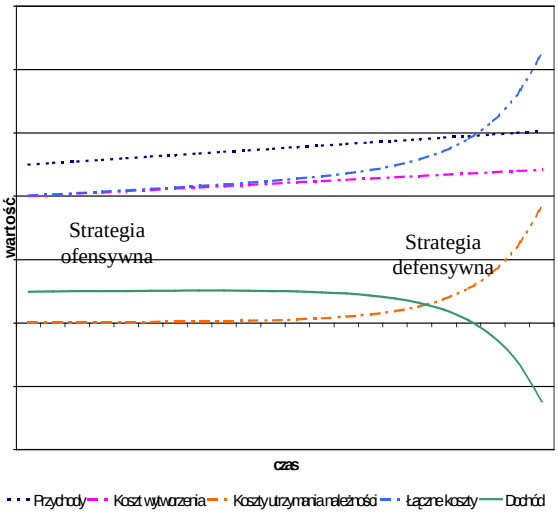
Źródło: opracowanie własne



Wykres 2.3.5. Przyrost krańcowych kosztów utrzymania należności przy stymulowaniu sprzedaży przez liberalizację polityki kredytowej. *Źródło: opracowanie własne*



Wykres 2.3.6. Przychody, należności i koszty utrzymania należności w zależności od przyjętej strategii zarządzania należnościami. *Źródło: opracowanie własne*



Wykres 2.3.7. Zmiany w przychodach, kosztach i w zależności od przyjętej strategii zarządzania należnościami. *Źródło: opracowanie własne*

Z połączenia strategii zarządzania należnościami i źródłami jego finansowania można wynikają cztery skrajne kombinacje (tabela 2.3.12). W zależności od celów, jakie przyświecają przedsiębiorstwu, można polecić jedną z tych kombinacji. Gdy np. przedsiębiorstwo dąży do maksymalizacji zysku księgowego w krótkim okresie, to najodpowiedniejsza będzie kombinacja DD, jeżeli ważny jest wynik księgowy długookresowy to OD, natomiast jeśli przedsiębiorstwo realizuje koncepcję *VBM*, to najwłaściwsza będzie kombinacja zbliżona do OO.[217]

Tabela 2.3.12. Kombinacje zarządzani należnościami i źródłami jego finansowania

		Struktura źródeł finansowania należności	
		Defensywna	Ofensywna
Struktura należności	Defensywna	DD	DO
	Ofensywna	OD	OO

Źródło: opracowanie własne

2.3.4. Mierniki wykorzystywane w analizie należności

Przy ocenie zarówno stopnia realizacji przyjętej strategii zarządzania należnościami, jak też trafności przyjętych celów i założeń można posłużyć się szerokim wachlarzem wskaźników. Wskaźniki te możemy podzielić na dotyczące:

- struktury i
- pozostałe.

Tabela 2.3.13. Wskaźniki dotyczące należności

L.p.	Nazwa wskaźnika	Formuła	Objaśnienie	Interpretacja
Wskaźniki struktury				
1	Udział należności w aktywach ogółem	$\frac{N}{A}$	N – należności ogółem A – aktywa ogółem	Prezentuje udział należności w aktywach
2	Udział należności w majątku obrotowym lub w aktywach obrotowych	$\frac{N}{M_O}$	M_O – majątek obrotowy lub aktywa obrotowe	Prezentuje udział należności w majątku obrotowym lub w aktywach obrotowych

[217] Spośród rozpatrywanych wariantów, realizacja strategii ”OO” oznacza najniższe koszty finansowania należności, windykacji należności, to także najmniejsze należności przeterminowane i w związku z tym najmniejsze rezerwy na należności.

3	Udział należności przeterminowanych w należnościach ogółem	$\frac{N_z}{N_c}$	N_z – należności niezapłacone w terminie (przedawnione) N_c – należności ogółem	Prezentuje udział należności przedawnionych w należnościach ogółem
Pozostałe wskaźniki				
4	Udział należności nieściągalnych w sprzedaży ogółem (wskaźnik ryzyka kredytowego)	$\frac{N_z}{S}$	S – sprzedaż roczna	Pozwala monitorować stan ryzyka udzielania kredytu kupieckiego
5	Prognozowane należności	$N_p = ADS \times DSO$	N_p – należności prognozowane ADS – przeciętna dzienna sprzedaż DSO – odroczenie wpływów ze sprzedaży	Pozwala przewidywać przyszły stan należności
6	Przeciętna sprzedaż roczna	$ADS = S/360$	S – sprzedaż roczna	Pozwala obliczyć przeciętną sprzedaż roczną
7	Lokata w należnościach (inwestycje w należności)	$I_N = \frac{t_p}{360} \times S \times (k_w + n_k)$	I_N – lokata w należnościach t_p – okres płatności k_w – jednostkowy koszt produkcji jako % od ceny sprzedaży n_k – nakłady kapitałowe jako % od ceny sprzedaży	Umożliwia określić wielkość inwestycji w należnościach
8	Rotacja należności	$R_N = \frac{S}{N_s}$	R_N – rotacja należności N_s – przeciętny stan należności	Wskazuje liczbę odnowień należności dla zrealizowania rocznej sprzedaży
9	Należności przeciętne	$N_s = \frac{N_p + N_k}{2}$	N_p – saldo początkowe należności (n – 1) N_k – saldo końcowe należności (n)	Służy do obliczenia przeciętnego stanu należności
10	Średni okres inkasowania należności	$t_{ps} = \frac{365}{R_N}$	t_{ps} – rotacja należności w dniach	Pokazuje przeciętny czas inkasowania należności
11	Relacji wpływów gotówkowych do należności końcowych	$W_{CN} = \frac{C_I}{N_k}$	W_{CN} – wskaźnik relacji wpływów pieniężnych do należności końcowych C_I – wpływy pieniężne roczne (operacyjne)	Wskazuje liczbę odnowień należności dla zrealizowania rocznych wpływów gotówkowych
12	Porównanie trendów w sprzedaży i należnościach	$\frac{S_k}{S_p} \times \frac{N_p}{N_k}$	S_p – sprzedaż początkowa (n – 1) S_k – sprzedaż końcowa (n)	Służy do badania jak zmiany sprzedaży wpływają na przyrosty należności lub jak zmiany w zarządzaniu należnościami wpływają na zmiany sprzedaży
13	Porównanie trendów w dochodach i należnościach	$\frac{D_k}{D_p} \times \frac{N_p}{N_k}$	D_p – dochód z działalności operacyjnej początkowy (n – 1) D_k – dochód z działalności operacyjnej końcowy (n)	Służy do badania jak zmiany w zarządzaniu należnościami wpływają na zmiany dochodu
14	Porównanie trendów w przepływach operacyjnych netto i należnościach wskaźnik pozycji kredytowej (należności od odbiorców / zobowiązania wobec dostawców)	$\frac{OCF_k}{OCF_p} \times \frac{N_p}{N_k}$	OCF_p – operacyjne przepływy pieniężne netto początkowe (n – 1) OCF_p – operacyjne przepływy pieniężne netto końcowe (n)	Służy do badania jak zmiany w zarządzaniu należnościami wpływają na zmiany operacyjnych przepływów pieniężnych netto
15	*DSO* (*days sales outstanding*) liczba dni sprzedaży, za którą nie zainkasowano gotówki (wzór 2.3.3)			

Źródło: opracowanie własne

Wskaźniki dotyczące należności mogą być obliczane w celu zarówno bieżącego monitorowania efektów zarządzania należnościami, jak i oceny trafności przyjętej strategii zarządzania należnościami, określenia stopnia jej realizacji oraz oszacowania stopnia ryzyka posiadanych należności. W związku z tym, że większość tych wskaźników jest dość powszechnie znana, w dalszej części zostanie omówione kilka wybranych. Wskaźniki struktury (pozycje 1-3), gdy dotyczą jednego okresu, niewiele mówią; wnioski można wyciągać; gdy istnieje sposobność porównania aktualnych wielkości z danymi historycznymi czy też z innymi przedsiębiorstwami z branży lub średnią dla branży. Spośród tych wskaźników dla bieżącego zarządzania należnościami istotne znaczenie może mieć wskaźnik udziału należności niezapłaconych w terminie do należności ogółem. Jego stałe śledzenie i reagowanie na zmiany może ustrzec przedsiębiorstwo przed kłopotami z płynnością finansową.

Przy monitorowaniu zarządzania należnościami można posłużyć się porównaniem trendów w sprzedaży i należnościach (wzór 12 w tabeli 2.3.13). Jeżeli relacja ta przyjmuje wartość >1, to oznacza, że na jednostkę sprzedaży przypada coraz mniej należności, co jest korzystną tendencją, a gdy <1, oznacza to, że przyrost sprzedaży jest mniejszy niż przyrost należności (a to może rodzić konieczność pozyskania nowych źródeł finansowania należności), lub spadek sprzedaży jest szybszy niż należności. Szybszy przyrost należności niż sprzedaży oznacza wydłużenie inkasa. Przyczyn tego zjawiska może być wiele, mogą mieć one charakter wewnętrzny i zewnętrzny. Do wewnętrznych zaliczyć należy te, które są związane z:

- próbą zdynamizowania sprzedaży np. dla:
  - przeciwdziałania sezonowości sprzedaży,
  - zmniejszenia stanów magazynowych produktów, towarów,
- zmniejszaniem skuteczności służb windykacyjnych.

Zewnętrzne czynniki to np.:

- jednostronne (bezumowne) wydłużenie terminów płatności przez odbiorców,
- zatory płatnicze w gospodarce,
- bankructwo klientów,

Dobrym uzupełnieniem wskaźnika „porównania trendów w sprzedaży i należnościach" jest wskaźnik „porównanie trendów w dochodach i należnościach" (wzór 13 w tabeli 2.3.13). Jeżeli relacja ta przyjmuje wartość >1, to oznacza, że na jednostkę dochodu z działalności

operacyjnej przypada coraz mniej należności, co jest tendencją korzystną. Wartość wskaźnika <1 oznacza, że przyrost dochodu jest mniejszy niż przyrost należności, co może być spowodowane np. stosowaniem większych upustów dla zdynamizowania sprzedaży kosztem marży. Pełniejszy obraz uzyska się, gdy wyniki tych dwóch powyższych wskaźników zestawi się ze wskaźnikiem porównania trendów w przepływach operacyjnych netto i należnościach (wzór 14 w tabeli 2.3.13). Relacja ta może pomóc wychwycić niekorzystne tendencje np. wskaźniki porównania trendów w sprzedaży i należnościach oraz porównania trendów w dochodach i należnościach mogą wykazywać wartości >1, co wydaje się korzystne, a wskaźnik porównania trendów w przepływach operacyjnych netto i należnościach wykazuje wielkość <1. Oznaczać to może, że coraz mniej klientów płaci w terminie i pogarsza się jakość należności.

Analizowanie okresu inkasowania należności pozwala określić prawdopodobieństwo zapłaty (wzór 10 w tabeli 2.3.13). Najbardziej przejrzyste informacje daje badanie okresów inkasowania z uwzględnieniem rodzaju klientów, rodzaju produkcji i obszaru rynku.[218] Aby obiektywnie ocenić zarządzanie należnościami w przedsiębiorstwie należy pogłębić analizę o inne obszary celem określenia ich wpływu na otrzymywane wielkości. Obliczone wskaźniki należy porównywać z normami dla branży lub wskaźnikami spółek konkurencyjnych.

W praktyce wnioskowanie oparte na wartościach wskaźników powinno być ostrożne ze względu na ich niedoskonałości. Mierniki, w których występują należności i przychody ze sprzedaży, mogą być obarczone dwoma błędami. Pierwszy błąd popełniany w praktyce polega na tym, że obliczając wskaźniki za należności, przyjmie się ich wartość bilansową, w związku z czym pojawia się niebezpieczeństwo, że nie zostały ujęte wszystkie należności - bowiem należności w bilansie pomniejszone są o utworzone na nie rezerwy. Różnica ta może istotnie wpływać na interpretację wyników uzyskanych ze wskaźników. Drugi błąd dotyczy podatku VAT. Wartość należności odpowiada odroczonym płatnościom z tytułu przychodów ze sprzedaży w kwocie brutto, natomiast przychody z rachunku zysków i strat są ewidencjonowane w kwocie netto. Błąd ten może istotnie zniekształcać sytuację w obszarze zarządzania należnościami. Jakie konsekwencje dla wartości wskaźników niosą te dwa błędy? Pierwszy zawyża np. wskaźnik rotacji należności i średni okres inkasowania należności. Skala niedokładności zależy od wielkości rezerw na należności odpisanych w ciężar kosztów. W związku z tym im więcej trudno ściągalnych i nieściągalnych należności, tym silniejsza konieczność tworzenia większych rezerw, ale też tym lepsze niż w rzeczywistości wskaźniki

[218] J. G. Siegel, J. K. Shim, S. W. Hartman, *Przewodnik* ... wyd. cyt., s. 35.

rotacji należności i średniego okresu inkasowania należności. Oznacza to, że wskaźnik może źle opisywać rzeczywistość, a wnioskowanie na nim oparte może być nieprawidłowe. Drugi błąd działa odwrotnie: zawyża czas rotacji należności i zaniża wskaźnik rotacji należności. Niedokładność będzie tym większa, im wyższa stawka podatku VAT. Oczywiście możliwa jest sytuacja, gdy oba błędy się znoszą, co jednak należy uznać za sytuację wyjątkową.

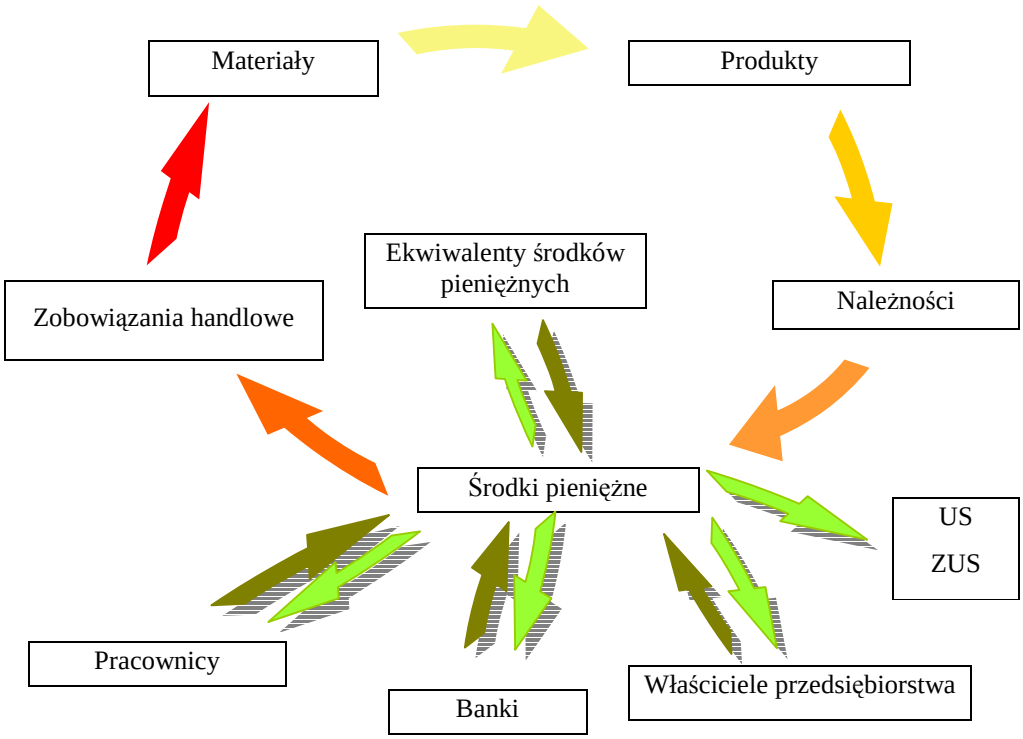
Korzystanie z pozostałych wskaźników zaprezentowanych w tabeli 2.3.13 ma swój walor poznawczy, jednakże wnioskowanie na nich oparte musi być ostrożne, zważywszy na fakt, iż często bazują one na wielkościach przeciętnych lub też ich wyniki mają taki właśnie charakter.

2.4. Zarządzanie środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami

2.4.1. Środki pieniężne i ich ekwiwalenty jako składnik aktywów przedsiębiorstwa

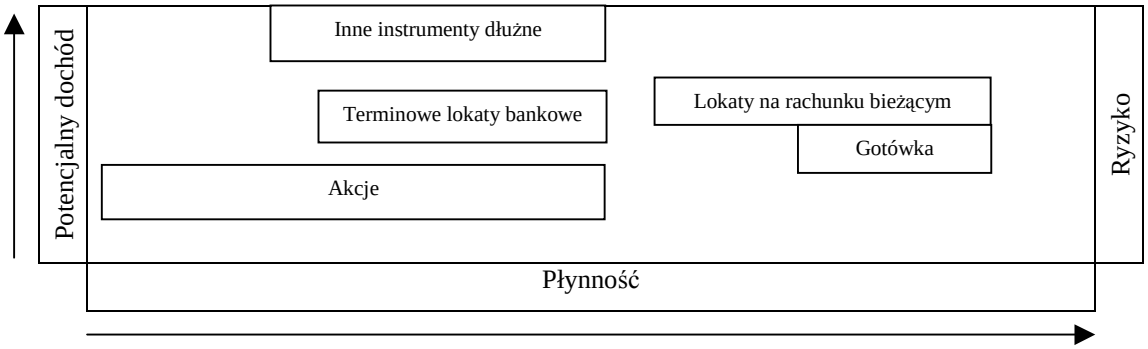
Działalność bieżąca przedsiębiorstwa wymaga dysponowania określoną wielkością środków pieniężnych lub jej ekwiwalentów. Środki te uczestniczą w cyrkulacji kapitału (w ruchu okrężnym kapitału)[219], tak jak inne składniki majątku obrotowego, przechodzą przez fazy zaopatrzenia, produkcji i zbytu (handlową). Cyrkulacja środków obrotowych polega na ciągłym przekształcaniu z jednej postaci w drugą, a przejście przez wszystkie trzy fazy nazywane jest cyklem obrotowym. Ruch okrężny kapitału polega na ciągłej przemianie kapitałów zaangażowanych w przedsiębiorstwo w różne formy aktywów (rysunek 2.4.1). W fazie zaopatrzenia następuje zakup materiałów do produkcji, czemu towarzyszy powstanie zobowiązań wobec dostawców. W wyniku procesu produkcyjnego (faza produkcji) materiały zostają przekształcone w produkt, jednocześnie pojawiają się zobowiązania wobec pracowników za wykonywane przez nich prace. W kolejnej fazie zbytu produkty są sprzedawane i pojawiają się należności. Należności sukcesywnie są zamieniane na środki pieniężne lub ich ekwiwalenty (np. zapłata czekiem, wekslem). Dzięki otrzymywanym środkom przedsiębiorstwo może spłacić zobowiązania podatkowe, obsługiwać odsetkowe kapitały obce oraz zobowiązania wobec dostawców i pracowników. Wywiązywanie się ze swych obowiązków względem dostarczycieli kapitału pozwala na zakup kolejnej partii materiałów, towarów i usług. Czasowy lub stały nadmiar środków pieniężnych powoduje, że są one zamieniane na ich ekwiwalenty, co ma zapewnić dodatkowe dochody. Środki pieniężne i ich ekwiwalenty pełnią więc funkcję przejściową między fazami zbytu i zaopatrzenia w kolejnym cyklu. Pod ich postacią akumulowane są również wypracowywane przez przedsiębiorstwo nadwyżki. Pełnić mogą one również pośrednią rolę w procesach inwestycyjnych.

[219] Zob.: *Podstawy nauki* ... wyd. cyt., Wrocław 1997, s. 94; M. Krajewski, *Kierunki analizy struktury majątku obrotowego w przedsiębiorstwie*, [w:] Materiały konferencji naukowej: *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, pod redakcją Jana Duraja, KAiSP, Łódź 1998, s. 519.



Rysunek 2.4.1. Ruch okrężny kapitału. *Źródło: opracowanie własne*

Charakter oraz rola, jaką pełnią środki pieniężne i ich ekwiwalenty, sprawiają, że są to najbardziej płynne składniki majątku obrotowego, przy czym kryterium płynności jest czas zamiany danego składnika aktywów na gotówkę. Jednocześnie ich nominalna i realna wartość jest najbardziej stała ze wszystkich składników majątku obrotowego, a podatność na deprecjację wartości jest minimalna. Środki pieniężne i ich ekwiwalenty można ustrukturyzować według płynności, a także ryzyka i potencjalnego dochodu, co ilustruje rysunek 2.4.2. Jak wynika z tego rysunku, gotówka ma największą płynność i jednocześnie zerowe ryzyko i dochód. Mniejszą płynność, wyższe ryzyko i wyższy dochód mają lokaty na rachunku bieżącym (często nie oprocentowane). W dalszej kolejności będą terminowe lokaty bankowe, oferujące wyższy dochód przy większym ryzyku i mniejszej płynności. Spośród ekwiwalentów środków pieniężnych największy potencjalnie dochód oferują akcje przy najwyższym poziomie ryzyka; jednocześnie, tak jak lokaty w pozostałe instrumenty dłużne, są najmniej płynne.



Rysunek 2.4.2. Mapa elementów środków pieniężnych i ich ekwiwalentów z punktu widzenia potencjalnego dochodu płynności i ryzyka. *Źródło: opracowanie własne*

Dla dalszych rozważań kluczowe jest zdefiniowanie środków pieniężnych oraz ich ekwiwalentów. Według międzynarodowych standardów rachunkowości (MSR) środki pieniężne składają się z gotówki w kasie oraz depozytów płatnych na żądanie, zaś ekwiwalenty środków pieniężnych są krótkoterminowymi inwestycjami o dużej płynności, łatwo wymienialnymi na znane kwoty środków pieniężnych oraz narażonymi na nieznaczne ryzyko zmiany wartości.[220] Na potrzeby niniejszej pracy przyjęta została definicja środków pieniężnych zgodna z MSR, a przez ekwiwalenty środków pieniężnych rozumiane będą takie substytuty gotówki jak:

- lokaty,
- udzielone pożyczki,
- papiery wartościowe wymienialne na gotówkę.

W bilansie zasoby finansowe umiejscowione są w pozycjach „B.III. Inwestycje krótkoterminowe" oraz „A.IV.3. Długoterminowe aktywa finansowe". W ramach pozycji B.III można wyróżnić:

1. Krótkoterminowe aktywa finansowe:
   - udziały lub akcje,
   - inne papiery wartościowe,
   - udzielone pożyczki,
   - inne krótkoterminowe aktywa finansowe,
   - środki pieniężne w kasie i na rachunkach,
   - inne środki pieniężne,
   - inne aktywa pieniężne.

[220] *Międzynarodowe Standardy* ...wyd. cyt., MSR 7.6: *Sprawozdania z przepływu środków pieniężnych*, s. 154

2. Inne inwestycje krótkoterminowe

Do pozycji A.IV.3. zaliczane są:

- udziały lub akcje,
- inne papiery wartościowe,
- udzielone pożyczki,
- inne długoterminowe aktywa finansowe.

Udziały i akcje zalicza się do inwestycji krótkoterminowych wtedy, gdy są przeznaczone do obrotu w najbliższym roku obrotowym, w przeciwnym razie zaliczane są do pozycji „Długoterminowe aktywa finansowe". Udziały i akcje z pozycji A.IV.3, które można zaliczyć do środków pieniężnych, nie będą przedmiotem rozważań w pracy z następujących powodów:

- nie są zaliczane do majątku obrotowego przedsiębiorstwa,
- nie uczestniczą bezpośrednio w cyklu obrotowym przedsiębiorstwa,
- dzięki nim realizowane mogą być cele (związane z funkcjami właścicielskimi w innych przedsiębiorstwach) wykraczające poza sferę zarządzania środkami pieniężnymi.

Co prawda, w rzeczywistości granica między akcjami i udziałami o charakterze długo- i krótkoterminowym są płynne (mogą następować przepływy między tymi pozycjami) i w przypadku tych ostatnich też możliwa jest realizacja funkcji właścicielskich (bardzo utrudniona ze względu na krótki okres posiadania), lecz bardzo często są one traktowane jako ekwiwalent lokat (w szczególności dotyczy to zwłaszcza akcji notowanych na GPW).

W pozycji inne „papiery wartościowe" ujmowane są:

- obligacje o dłuższej niż 3 miesiące, ale krótszej niż rok (od dnia bilansowego) dacie wykupu, przeznaczone do obrotu lub dostępne do sprzedaży,
- podobne rodzajem dłużne papiery wartościowe przeznaczone do obrotu, o dłuższym niż rok od dnia bilansowego terminie wymagalności.

Kolejną pozycją są „udzielone pożyczki", które zgodnie z umową wymagają zapłaty w następnym po dniu bilansowym roku obrotowym. Do innych krótkoterminowych aktywów finansowych zaliczane są:

- lokaty bankowe o terminie zapadalności dłuższym niż 3 miesiące, lecz krótszym niż rok od dnia bilansowego oraz
- należności leasingodawców z tytułu leasingu finansowego płatne w następnym po dniu bilansowym roku obrotowym.

Następna pozycja to „środki pieniężne w kasie i na rachunkach", na które składają się:

- gotówka i
- środki zgromadzone na rachunkach bankowych, takich jak rachunek bieżący, walutowy, akredytywa.

W pozycji „inne środki pieniężne" ujmuje się łatwo spieniężalne ekwiwalenty środków pieniężnych o nieznacznym ryzyku utraty wartości, płatne w okresie nie dłuższym niż 3 miesiące od dnia bilansowego. Do tej pozycji zaliczane są:

- czeki i weksle obce płatne w terminie krótszym niż 3 miesiące,
- środki pieniężne w drodze,
- lokaty terminowe w banku o terminie zapadalności krótszym niż 3 miesiące,
- bony: handlowe, komercyjne, skarbowe, NBP, oszczędnościowe, certyfikaty depozytowe, o terminie zapadalności do 3 miesięcy.

Pozycja „inne aktywa pieniężne", która obejmuje pozostałe, nieujęte w pozycjach: środki pieniężne w kasie i na rachunkach oraz inne środki pieniężne. Należą do nich np.:

- czeki i weksle obce płatne w terminie dłuższym niż 3 miesiące,
- należne dywidendy lub zysk.

Ostatnią pozycją spośród krótkoterminowych aktywów finansowych są „inne inwestycje krótkoterminowe", do których należą inwestycje krótkoterminowe, nie stanowiące aktywów finansowych. Mogą to być np. metale szlachetne, jeżeli nie zalicza się ich do zapasów lub inwestycji długoterminowych.[221]

Długoterminowe aktywa finansowe zawarte w bilansie obejmują udziały, akcje i inne papiery wartościowe, należności finansowe i pożyczki udzielone, dotyczące zarówno jednostek powiązanych, jak i pozostałych, o ile spełniają jednocześnie dwa warunki:

- aktywa te albo nie mają terminu wymagalności, albo jeśli są płatne i wymagalne, to termin ten jest dłuższy niż 12 miesięcy od daty ich założenia, wystawienia lub nabycia,
- aktywa te nie są przeznaczone do obrotu.

Udziały lub akcje zaliczane do pozycji „Długoterminowe aktywa finansowe" nie będą przedmiotem zainteresowania w tej pracy ze względów opisanych wcześniej. „Inne papiery wartościowe" obejmują obligacje, listy zastawne, skrypty dłużne, certyfikaty inwestycyjne i inne o terminie wymagalności dłuższym niż rok po dniu bilansowym. „Udzielone pożyczki" to nieprzedawnione pożyczki pieniężne, których termin zapłaty przypada nie wcześniej niż po następnym roku. Pozycja „Inne długoterminowe aktywa finansowe obejmują te długoterminowe

[221] Z. Fedak, *Zasady wyceny* ... wyd. cyt., s. 86

aktywa finansowe, które nie mają postaci udziałów, akcji i innych papierów wartościowych oraz pożyczek udzielonych i należności własnych. Są to na przykład długoterminowe lokaty bankowe i długoterminowe należności z tytułu leasingu finansowego.[222]

Spośród wymienionych pozycji przedmiotem zainteresowania w pracy są inwestycje krótkoterminowe. Pozycja ta odpowiada dwóm pozycjom z nomenklatury obowiązującej przed ostatnią nowelizacją ustawy o rachunkowości: „środkom pieniężnym" i „krótkoterminowym papierom wartościowym", które wchodziły w skład majątku obrotowego. Obszar ten w dalszej części pracy będzie określany mianem środków pieniężnych i ich ekwiwalentów.

2.4.2. Metody zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami

Według Rossa, Westerfielda i Jordana zarządzanie środkami pieniężnymi jest bliskie mechanizmowi optymalizacji wpływów i wydatków gotówkowych.[223] Dla Czekaja i Dreslera gospodarowanie zasobami środków pieniężnych ma na celu minimalizację kosztów ich zaangażowania.[224] Z kolei według Krzemińskiej celem zarządzania środkami pieniężnymi jest zmniejszenie ich zasobów w przedsiębiorstwie, a przez to zwiększenie zyskowności, bez ograniczania działalności gospodarczej i narażania na dodatkowe ryzyko.[225] Środkami do realizacji tego celu są:

- skracanie czasu obiegu środków pieniężnych,
- realizacja zobowiązań w terminie,
- lokowanie nadwyżek w sposób zapewniający korzyści,
- pozyskiwanie najtańszych źródeł finansowania dla pokrycia niedoborów gotówki.

Wydaje się, że tak sformułowany cel nie jest możliwy do osiągnięcia. Zmniejszenie stanu środków pieniężnych zwykle wiąże się ze wzrostem ryzyka utraty płynności finansowej (przy stałych pozostałych warunkach), z wyjątkiem sytuacji, gdy przedsiębiorstwo ma wysoką nadpłynność, gdyż wtedy też, gdy stan środków pieniężnych zostanie zmniejszony, ale do poziomu, w którym przedsiębiorstwo dalej będzie miało nadpłynność finansową, ryzyko utraty płynności będzie wciąż zerowe.

---

[222] Tamże, s. 61.
[223] S.A. Ross, R.W. Westerfield, B.D. Jordan, *Finanse* ...wyd. cyt., s. 643.
[224] J. Czekaj, Z. Dresler, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999, s. 154.
[225] D. Krzemińska, *Finanse* ... wyd. cyt., s. 90.

Podstawową kwestią w zarządzaniu tym obszarem jest określenie, jakiej wielkości środków pieniężnych potrzebuje przedsiębiorstwo dla sprawnego funkcjonowania, tak aby nie groziła mu utrata płynności finansowej. Zdaniem autora, celem zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami jest ciągłe poszukiwanie optimum między ryzykiem utraty płynności przedsiębiorstwa a kosztami związanymi z utrzymaniem płynności, tak aby efektywność mierzona wartością dla właścicieli była jak największa. Osiągnięcie tego celu jest możliwe, jeżeli będą koordynowane działania w ramach zarządzania majątkiem obrotowym oraz źródłami ich finansowania. Jak wynika bowiem z rysunku 2.4.1 zarządzanie zasobami środków pieniężnych i ich ekwiwalentów oraz osiąganie stawianych przed nią celów jest silnie zdeterminowane przez obszary zarządzania zapasami, należnościami i źródłami finansowania. Utrzymywanie pewnych wielkości środków pieniężnych na rachunkach bankowych czy też w kasie jest niezbędne dla prawidłowego funkcjonowania przedsiębiorstwa. Motywy utrzymania gotówki[226] zostały określone przez Keynesa w dziele pt. „Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza". Do przesłanek tych zaliczył:

- motyw spekulacyjny,
- ostrożnościowy i
- transakcyjny.

Motyw spekulacyjny oznacza potrzebę posiadania gotówki w celu wykorzystania okazji rynkowych (np. zakupy określonych dóbr po atrakcyjnych cenach). Motyw ostrożnościowy jest wynikiem konieczności posiadania środków pieniężnych jako marginesu bezpieczeństwa (zabezpieczenie przed utratą płynności). Określenie marginesu bezpieczeństwa jest uzależnione od prawdopodobieństwa trafności określenia wielkości wpływów i wydatków. Im to prawdopodobieństwo jest mniejsze, tym musi być większy zapas bezpieczeństwa środków pieniężnych i ich ekwiwalentów (wykres 2.4.1). Drugą kwestią jest zmienność wpływów i wydatków. Jeżeli zmienność ta jest duża, konieczny jest większy zapas bezpieczeństwa (wykres 2.4.2). Motyw transakcyjny wynika z konieczności realizacji przyszłych wydatków (głównie chodzi tu o realizację zobowiązań). Utrzymywanie określonych stanów środków pieniężnych jest niezbędne z przyczyn określonych powyżej, choć z drugiej strony należy brać pod uwagę fakt, że muszą być one sfinansowane. Im wyższy poziom środków pieniężnych, tym większe zapotrzebowanie na źródła ich finansowania i wyższe koszty utrzymania (koszty obsługi źródeł finansowania), przy czym możliwości uzyskania dochodu

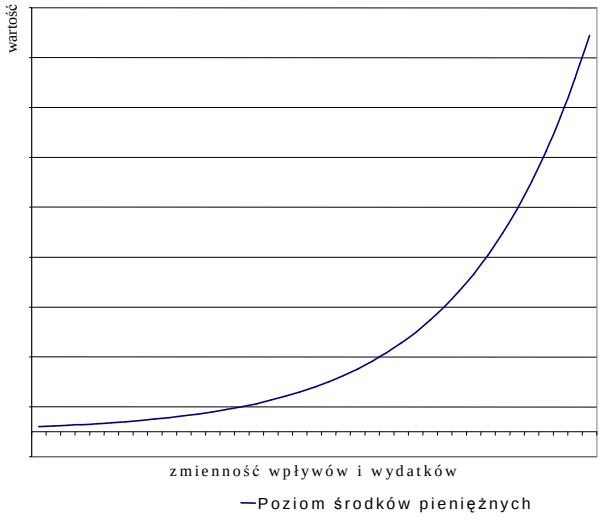
[226] Użyte przez Keynesa pojęcie gotówka obecnie powinno być raczej rozumiane jako środki pieniężne obejmujące poza gotówką również depozyty płatne na żądanie.

z lokat o wysokiej płynności, który pokrywałby koszt kapitału zaangażowanego, są niewielkie. Zatem koszt kapitałów zaangażowanych w finansowanie środków pieniężnych i ich ekwiwalentów jest czynnikiem ograniczającym ich nadmierny przyrost.

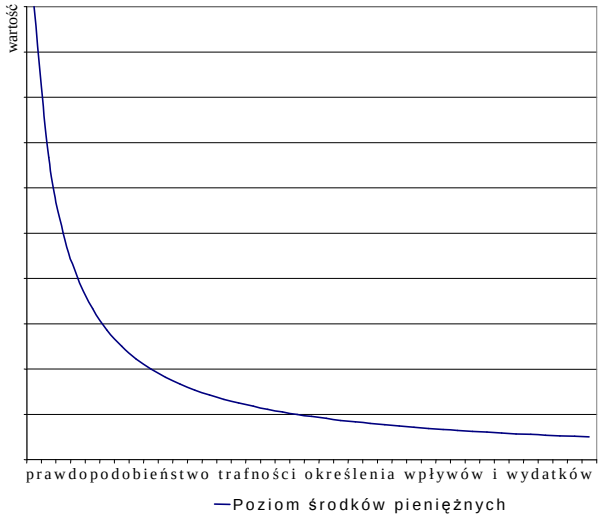
Przedsiębiorstwo powinno mieć wystarczające środki pieniężne na pokrycie dziennych wydatków gotówkowych. Im dłuższy okres między rozchodem a inkasem gotówki, tym wyższy powinien być stan środków pieniężnych. Według Shima i Siegela do czynników determinujących poziom środków pieniężnych należy zaliczyć:[227]

- umowy z bankami dotyczące sald debetowych na rachunkach,
- niestabilność w działalności firmy,
- długość okresu objętego planowaniem,
- ogólną kondycję finansową i płynność,
- możliwość uzyskania kredytów na korzystnych warunkach,
- terminy płatności zobowiązań z tytułu zadłużenia,
- spodziewane przepływy środków pieniężnych,
- ogólne ryzyko działalności przedsiębiorstwa,
- prawdopodobieństwo wystąpienia niespodziewanych problemów,
- zyskowność.

Czynniki te można z pewnością też przyjąć jako determinanty utrzymania ekwiwalentów środków pieniężnych.



Wykres 2.4.1. Zależność wymaganego poziomu środków pieniężnych i ich ekwiwalentów od zmienności wpływów i wydatków. *Źródło: opracowanie własne*



Wykres 2.4.2. Zależność wymaganego poziomu środków pieniężnych i ich ekwiwalentów od prawdopodobieństwa trafności określenia wpływów i wydatków. *Źródło: opracowanie własne*

[227] J.K. Shim, J.G. Siegel, *Dyrektor* ... wyd. cyt., s. 232.

Nie kwestionując roli czynników podanych przez Shima i Siegela, za pierwotne można uznać dwa czynniki warunkujące poziom środków pieniężnych i ich ekwiwalentów:

- zmienność wpływów i wydatków oraz
- prawdopodobieństwo występowania wpływów i wydatków.

Zmienność wpływów i wydatków oznacza tu nieregularność uzyskiwanych wpływów i niezbędnych wydatków, będącą wynikiem np. sezonowości sprzedaży czy też zakupu materiałów, towarów, usług itp. Jeżeli więc istnieje istotna różnica w czasie między wzmożonymi wydatkami i zwiększonymi wpływami, to przedsiębiorstwo musi zabezpieczyć znacznie większą ilość środków pieniężnych i ekwiwalentów niż w sytuacjach, gdy wpływy i wydatki są równomiernie rozłożone w czasie, a ich wahania są niewielkie (wykres 2.4.1). Zmienność ta może mieć charakter cykliczny (związany np. z sezonowością, z cyklami przyrody, cyklami koniunktury gospodarczej) lub przypadkowy. W tym miejscu zaznacza swe znaczenie drugi czynnik: prawdopodobieństwo trafności określenia wpływów i wydatków. Parametr ten decyduje o wielkości zapasu bezpieczeństwa środków pieniężnych i ich ekwiwalentów. Im prawdopodobieństwo to jest większe, tym mniej środków pieniężnych i ich ekwiwalentów musi utrzymywać przedsiębiorstwo (wykres 2.4.2). Połączenie tych dwóch czynników da nam 4 kombinacje (tabela 2.4.1), które określają wymagany poziom środków pieniężnych i ich ekwiwalentów. Konsekwencje niedopasowania poziomu środków pieniężnych i ich ekwiwalentów do tych dwóch czynników mogą przekładać się na koszty utrzymania (finansowania) środków pieniężnych i ich ekwiwalentów oraz ryzyko utraty płynności, co pokazuje tabela 2.4.2.

Tabela 2.4.1. Wpływ zmienności wpływów i wydatków oraz prawdopodobieństwa trafności określenia wpływów i wydatków na stan środków pieniężnych i ich ekwiwalentów

Trafność		Prawdopodobieństwo trafnego określenia wpływów i wydatków	
		duże	małe
Zmienność wpływów i wydatków	duża	średnia	bardzo wysoka
	mała	niska	wysoka

Źródło: opracowanie własne

Tabela 2.4.2. Konsekwencje stanów środków pieniężnych przy różnych poziomach zmienności wpływów i wydatków oraz prawdopodobieństwa trafności określenia wpływów i wydatków

	Stan środków pieniężnych			
	niski	niski	wysoki	wysoki
Zmienność wpływów i wydatków	duża	mała	duża	mała
Prawdopodobieństwo trafnego określenia wpływów i wydatków	małe	duże	małe	duże
Konsekwencje				
Koszty utrzymania	niskie	niskie	wysokie	wysokie
Ryzyko utraty płynności	bardzo duże	niskie	średni	nadpłynność

Źródło: opracowanie własne

Jak pokazano w tabeli 2.4.2, można wyróżnić dwa skrajne przypadki. W pierwszym przypadku, mimo istnienia konieczności utrzymania bardzo wysokiego poziomu środków pieniężnych i ich ekwiwalentów (co wynika z tabeli 2.4.1), ze względu na dużą zmienność wpływów i wydatków i małe prawdopodobieństwo trafności określenia wpływów i wydatków, stan ten jest niski. Realną korzyścią dla przedsiębiorstwa są niskie koszty utrzymania (koszty obsługi źródeł finansowania środków pieniężnych i ich ekwiwalentów). Wadą tego przypadku jest bardzo duże ryzyko utraty płynności. W drugim przypadku wymagane środki pieniężne i ich ekwiwalenty są wysokie, mimo iż zmienność wpływów i wydatków jest mała, a prawdopodobieństwo trafności określenia wpływów i wydatków duże. Ta sytuacja powoduje, że przedsiębiorstwo ma nadpłynność ze względu na zbyt wysoki w stosunku do potrzeb stan środków pieniężnych i ich ekwiwalentów. Negatywną tego stroną są wysokie, nieuzasadnione koszty utrzymania.

Zarządzanie środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami opiera się na preliminarzu wpływów i wydatków. Na tej podstawie podejmowane powinny być decyzje dotyczące źródeł finansowania środków pieniężnych i ich ekwiwalentów oraz sposobów ich lokowania. Zbyt niskie zasoby finansowe mogą powodować kłopoty w zachowaniu płynności, za duże w stosunku do potrzeb zawyżają koszty obsługi źródeł finansowania. Po rozstrzygnięciu, jaka wielkość środków pieniężnych i ich ekwiwalentów jest przedsiębiorstwu potrzebna do prawidłowego funkcjonowania, pojawia się problem, jaka ma być struktura środków pieniężnych i ich ekwiwalentów. Tą kwestią zajmują się modele zarządzania gotówką, a przykładową strukturę środków pieniężnych i ich ekwiwalentów prezentuje tabela 2.4.3.

Tabela 2.4.3. Przykład udziału środków pieniężnych i ich ekwiwalentów w zależności od różnych poziomów zmienności wpływów i wydatków oraz prawdopodobieństwa trafności określenia wpływów i wydatków

		Prawdopodobieństwo trafnego określenia wpływów i wydatków			
		duże		małe	
			Udział		Udział
Zmienność wpływów i wydatków	duża	Środki pieniężne	niski	Środki pieniężne	bardzo wysoki
		Ekwiwalenty środków pieniężnych	wysoki	Ekwiwalenty środków pieniężnych	bardzo niski
	mała	Środki pieniężne	bardzo niski	Środki pieniężne	wysoki
		Ekwiwalenty środków pieniężnych	bardzo wysoki	Ekwiwalenty środków pieniężnych	niski

Źródło: opracowanie własne

W literaturze większość modeli zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami dotyczy próby określenia optymalnej wielkości gotówki rozumianej jako środki pieniężne (czyli gotówka i środki płatne na żądanie). W związku z tym w tej części

pracy pojęcia: środki pieniężne i gotówka będą używane zamiennie. Modele zarządzania środkami pieniężnymi polegają na balansowaniu między środkami pieniężnymi i różnymi formami ekwiwalentów środków pieniężnych (głównie papierów wartościowych). Brakuje natomiast rozwiązań dotyczących szerszego obszaru środków pieniężnych i ich ekwiwalentów. Optymalizowanie gotówki może być realizowane za pomocą różnych modeli. Dwa podstawowe modele określające docelowe poziomy gotówki to *BAT* i Millera-Orra.

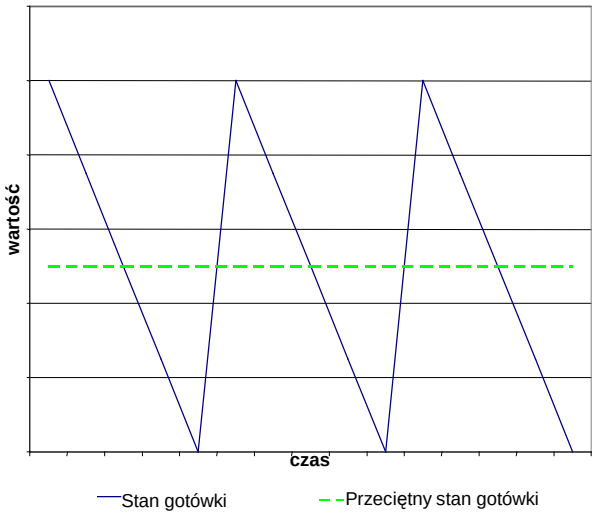
Model Baumola-Allaisa-Tobina (*BAT*)

Autorzy tego modelu zauważyli, że zasoby środków pieniężnych zachowują się podobnie jak zapasy. W związku z czym zaadaptowali model ekonomicznej wielkości dostawy - *EOQ* (*economic order quantity*) dla potrzeb zasobów środków pieniężnych.[228] Model ten opiera się na następującym założeniu:

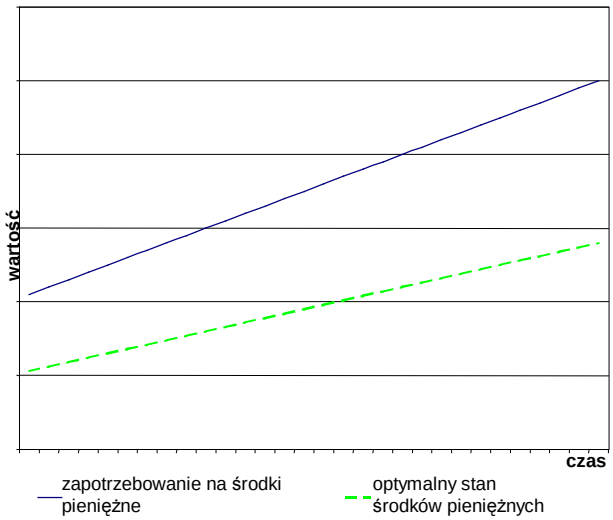
- przedsiębiorstwo potrzebuje środków pieniężnych w stałych, dających się przewidzieć wielkościach.

Z założenia tego wynika, że zmiany stanu gotówki przebiegają w sposób zaprezentowany na wykresie 2.4.3. Środki pieniężne są zużywane w sposób jednostajny i gdy osiągają poziom minimalny (zero), wtedy to ekwiwalenty środków pieniężnych są zamieniane na gotówkę w wysokości, która zapewnia osiągnięcie poziomu maksymalnego i cykl się powtarza. Z modelu tego wynika, że optymalny stan środków pieniężnych wzrasta wolniej niż proporcjonalnie do wzrostu zapotrzebowania na środki pieniężne. Oznacza to, że występuje efekt skali w utrzymywaniu zasobów środków pieniężnych, co daje przewagę przedsiębiorstwom większym (wykres 2.4.4).[229]

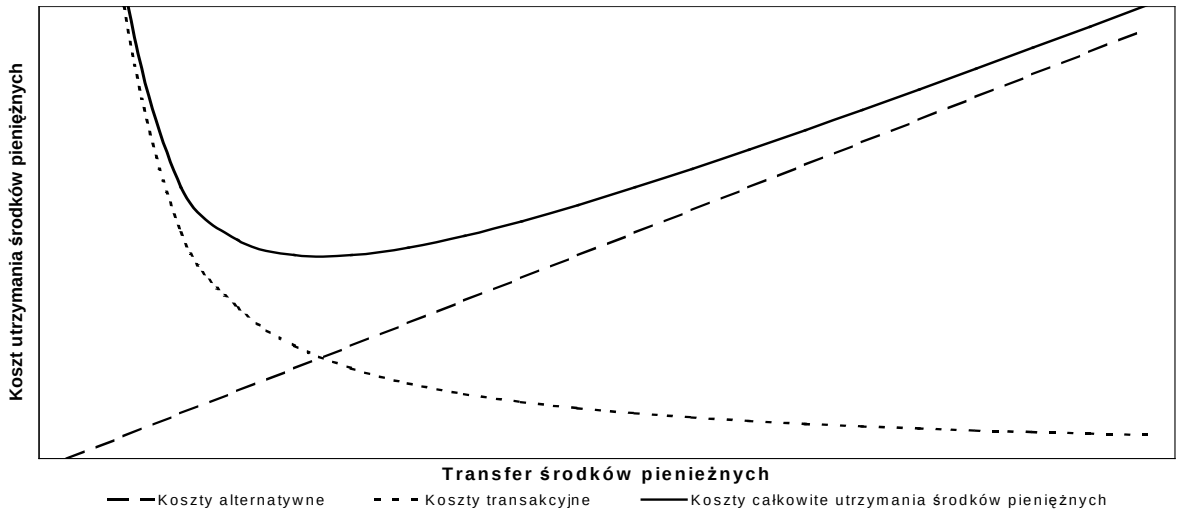
[228] Zob.: W.J. Baumol, *The Transactions Demand for Cash: An Inventory Theoretic Approach*, "Quartely Journal of Economics". nr 11/1952, s. 545-556.
[229] E.F. Brigham, L. Gapenski, *Zarządzanie* ... wyd. cyt., t. 2, s. 178.



Wykres 2.4.3. Zmiany stanu gotówki wg modelu BAT. *Źródło:* S.A. Ross, R.W Westerfield, B.D. Jordan, *Finanse przedsiębiorstw*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1999, s. 667.



Wykres 2.4.4. Wzrost zapotrzebowania na środki pieniężne a optymalny stan środków pieniężnych. *Źródło: opracowanie własne*



Wykres 2.4.5. Ustalenie docelowego zasobu środków pieniężnych *Źródło:* E.F. Brigham, L. Gapenski, *Zarządzanie* ... wyd. cyt., t. 2, s. 177

Do wyznaczenia optymalnego stanu środków pieniężnych potrzebne są trzy wielkości: stały koszt transferu gotówki na papiery wartościowe i na odwrót, całkowita wartość zapotrzebowania na gotówkę o charakterze transakcyjnym w ciągu danego okresu (np. roku) oraz koszt alternatywny utrzymania gotówki, czyli np. stopa oprocentowania bonów skarbowych. Analogicznie jak w modelu *EOQ*, optymalny stan środków pieniężnych odpowiada w przybliżeniu miejscu, w którym koszt alternatywny zrówna się z kosztami transakcyjnymi (wykres 2.4.5).

Koszty alternatywne można obliczyć, korzystając ze wzoru 2.4.1.

$$K_A = \frac{C}{2} \times R \tag{2.4.1}$$

gdzie: K_A – koszty alternatywne,
C – gotówka,
R – koszt alternatywny utrzymania gotówki.

Koszty transakcyjne można obliczyć, korzystając ze wzoru 2.4 2.

$$K_T = \frac{T}{C} \times F \tag{2.4.2}$$

gdzie: K_T – koszty transakcyjne,
F – stały koszt transferu gotówki na papiery wartościowe i na odwrót,
T – całkowita wartość zapotrzebowania na gotówkę o charakterze transakcyjnym w ciągu danego okresu, np. roku.

C jest optymalne gdy:

$$K_A = K_T \tag{2.4.3}$$

stąd

$$C_{opt} = \sqrt{\frac{2 \times T \times F}{R}} \tag{2.4.4}$$

gdzie: C_{opt} – optymalny stan gotówki.

Model *BAT* sprawdza się pod warunkiem, że przedsiębiorstwo równomiernie zużywa zapasy gotówki. Warunek ten jest jednak trudny do spełnienia. Model ten ma wiele innych ograniczeń i trudno go zastosować w praktyce gospodarczej. Powody są następujące:

- przedsiębiorstwa zwykle nie mogą precyzyjnie określić zapotrzebowania na środki pieniężne,
- wydatki zazwyczaj nie rozkładają się równomiernie (największe stałe wydatki to wydatki w połowie i na koniec miesiąca),
- rentowność bonów skarbowych jest zmienna w czasie i uzależniona od terminu wykupu poszczególnych serii,
- prowizja od transakcji jest zmienna i uzależniona od wielkości transakcji, często też podlega negocjacji (przy wyższych kwotach),
- oprocentowanie rachunku bieżącego może zmieniać się w czasie.[230]

Model *BAT* jest prostym modelem wyznaczania optymalnego stanu gotówki. Podstawową jego wadą jest założenie, że wydatki gotówkowe mają charakter stały i pewny. Losowość wpływów i wydatków uwzględnia model Millera-Orra.

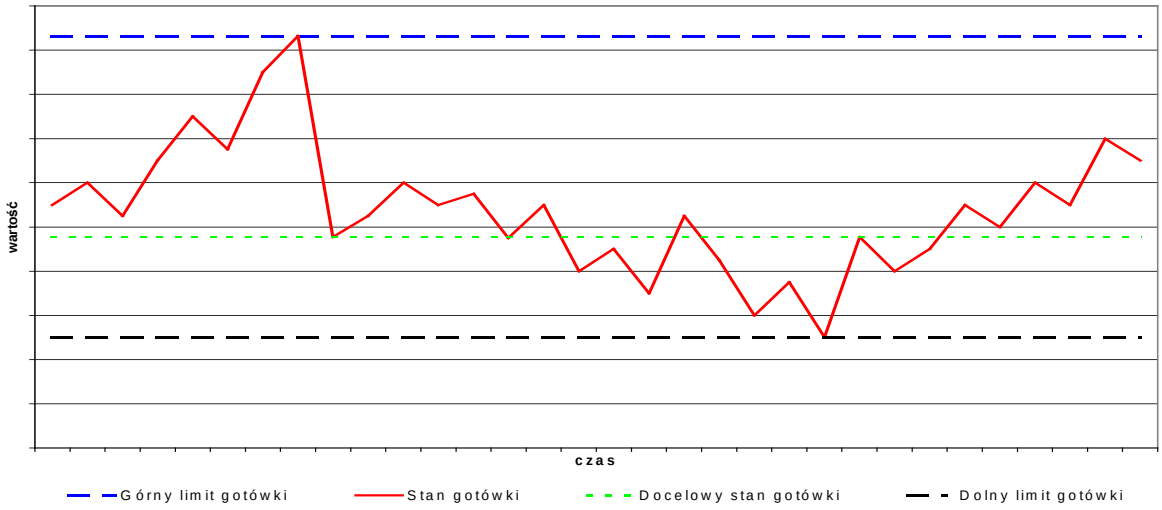
[230] R. Machała., *Zarządzanie gotówką*, Rachukowość zarządcza i controlling nr 8/2000, wersja elektroniczna.

Model Millera-Orra

Model ten jest kompromisem między prostotą a realizmem. Opiera się on na założeniu, że wpływy i wydatki zmieniają się w sposób losowy z dnia na dzień, a przeciętna zmiana jest (w wyniku) zerowa. W modelu tym mamy następujące parametry:

- dopuszczalny poziom gotówki,
- minimalny poziom gotówki oraz
- docelowy poziom gotówki.

Poziom gotówki jest prawidłowy, jeżeli stan ich porusza się w obszarze dwóch skrajnych parametrów (tzn. między poziomem dopuszczalnym i minimalnym). Poziom sald środków pieniężnych zmienia się w nieprzewidywalny sposób aż do momentu, gdy osiągnie poziom maksymalny. W takiej sytuacji przedsiębiorstwo kupuje papiery wartościowe, aby zmniejszyć wielkość gotówki. Jeżeli poziom gotówki obniży się do minimalnego poziomu, przedsiębiorstwo sprzedaje papiery wartościowe, aby wyrównać stan do poziomu docelowego.



Wykres 2.4.6. Zmiany stanu gotówki wg modelu Millera-Orra. *Źródło:* S.A. Ross, R.W Westerfield, B.D. Jordan, *Finanse przedsiębiorstw*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1999, s. 671

Dopuszczalny poziom wahań jest uzależniony od trzech czynników:[231]

- zmienności przepływów pieniężnych,
- kosztów nabywania i sprzedaży papierów wartościowych (czy też innych ekwiwalentów środków pieniężnych),
- stopy procentowej.

[231] Zob. R.A. Brealey, S.C. Myers, *Podstawy finansów*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999, s. 1216.

Przedsiębiorstwo, które chce skorzystać z tego modelu, musi najpierw subiektywnie określić dolny limit gotówki. Wielkość ta jest zapasem bezpieczeństwa, jaki przedsiębiorstwo akceptuje przy danym poziomie ryzyka. W modelu potrzebne są jeszcze koszty transferu, koszt alternatywny i wariancja przepływów pieniężnych netto w danym okresie. Na podstawie tych wielkości można wyliczyć docelowy stan gotówki (wzór 2.4.5), górny limit gotówki (wzór 2.4.6) i przeciętny stan gotówki (wzór 2.4.7).

$$C_d = L + (\frac{3}{4} \times F \times \frac{\delta^2}{R})^{\frac{1}{3}} \tag{2.4.5}$$

$$U = 3 \times C - 2 \times L \tag{2.4.6}$$

$$C_p = \frac{4 \times C_{opt} - L}{3} \tag{2.4.7}$$

gdzie: C_d – docelowy stan gotówki,
L – limit dolny gotówki ustalony subiektywnie,
δ – odchylenie standardowe miesięcznych przepływów pieniężnych netto,
δ^2 – wariancja miesięcznych przepływów pieniężnych netto,
U – górny limit gotówki,
C_p – przeciętny stan gotówki.

Model ten ma wiele ograniczeń, część z nich jest taka sama jak w modelu *BAT*:

- rentowność bonów skarbowych jest zmienna w czasie i uzależniona od terminu wykupu poszczególnych serii,
- prowizja od transakcji jest zmienna i uzależniona od wielkości transakcji, często też podlega negocjacji,
- oprocentowanie rachunku bieżącego może zmieniać się w czasie.

Dodatkowo pojawiają się następujące problemy:

- za jaki okres należy wyliczyć wariancję oraz
- po jakim czasie parametry sterujące (górna i dolna granica oraz saldo docelowe gotówki) wymagają aktualizacji. [232]

Konsekwencje korzystania z modeli *BAT* i Millera-Orra są następujące:[233]

1) Im wyższa stopa procentowa, tym niższy stan środków pieniężnych.
2) Im wyższy jest koszt transferu, tym wyższy jest docelowy stan gotówki.

Kolejny model jest rozszerzeniem modeli *BAT* i Millera-Orra i ma za zadanie ograniczenie nadmiernej liczby transferów gotówki na papiery wartościowe i na odwrót.

[232] R. Machała, *Zarządzanie* ...wyd. cyt., wersja elektroniczna.
[233] S.A. Ross, R.W. Westerfield, B.D. Jordan, *Finanse* ...wyd. cyt., s. 672.

Model Stone'a

W modelu tym wykorzystuje się ustalone dolne i górne granice poziomu salda oraz poziom salda docelowego z modelu Millera-Orra. Modyfikacja sprowadza się do konieczności spełnienia dodatkowych warunków, aby została dokonana konwersja gotówki na papiery wartościowe lub odwrotnie. Dodatkowo wyznaczane są minimalne i maksymalne poziomy sald – limity wewnętrzne (*inner controls*). Limit minimalny jest ustalany np. jako 50% dolnego salda gotówki. Dodatkowy maksymalny poziom jest określany np. jako 10% poniżej poziomu górnego salda gotówki. Zastosowanie wewnętrznych limitów jest następujące:[234]

- jeżeli saldo środków wzrosło ponad górny wewnętrzny limit i przekroczyło górną granicę gotówki, to dokonywany jest zakup papierów wartościowych w takiej wysokości, aby osiągnąć poziom docelowy gotówki,
- jeżeli saldo środków wzrosło ponad górny wewnętrzny limit, ale nie przekroczyło górnej granicy gotówki, to ewentualny zakup papierów wartościowych jest uzależniony od prognoz na najbliższe dni: gdy przewidywany jest dalszy wzrost salda, następuje zakup papierów wartościowych, gdy przewidywany jest spadek, zakupu się nie przeprowadza,
- jeżeli saldo środków spadło poniżej minimalnego wewnętrznego limitu i przekroczyło dolną granicę gotówki, to dokonywana jest sprzedaż papierów wartościowych w takiej wysokości, aby osiągnąć poziom docelowy gotówki,
- jeżeli saldo środków spadło poniżej minimalnego wewnętrznego limitu, ale nie przekroczyło dolnej granicy gotówki, to ewentualna sprzedaż papierów wartościowych jest uzależniona od prognoz na najbliższe dni, gdy przewidywany jest dalszy spadek salda, następuje sprzedaż papierów wartościowych, gdy przewidywany jest wzrost, sprzedaży się nie przeprowadza.

Model Stone'a jest doskonalszy od modeli *BAT* i Millera-Orra, ale jednocześnie bardziej skomplikowany. Modele teoretyczne, takie, jak model *BAT* i Millera-Orra ze względu na swoje ograniczenia nie mają bezpośredniego zastosowania w praktyce. Zdaniem Brighama i Gapenskiego w rzeczywistości przedsiębiorstwa ustalają najbardziej pożądany, z punktu widzenia minimalizacji ryzyka, poziom środków pieniężnych, którego starają się nie

[234] R. Machała, *Zarządzanie* ...wyd. cyt., wersja elektroniczna.

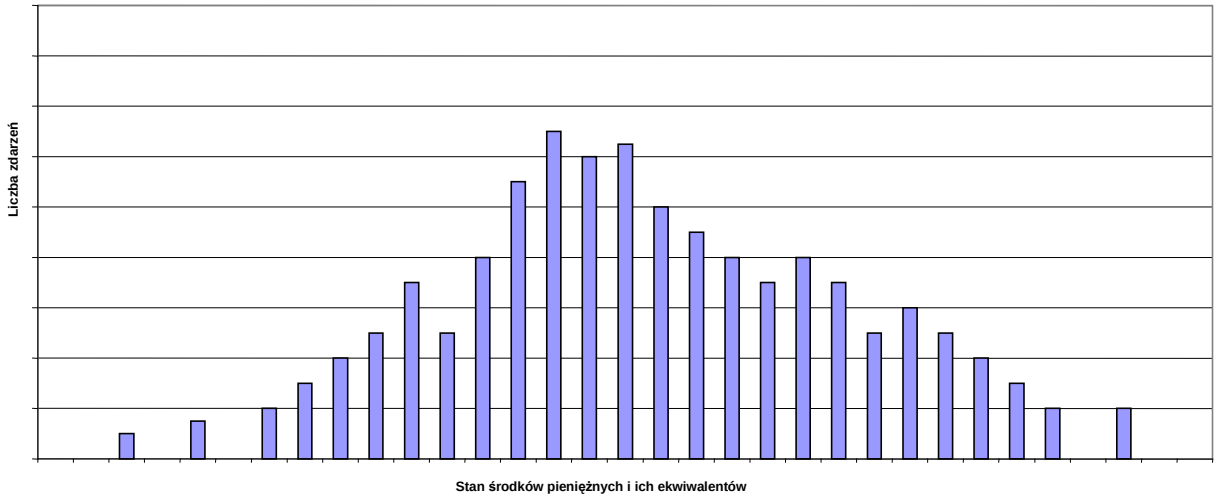
przekraczać.[235] Powszechnie stosowaną metodą dla określania stanu docelowego jest symulacja Monte Carlo.[236]

Symulacja Monte Carlo

Metoda ta jest wykorzystywana przez niektóre przedsiębiorstwa do badania wrażliwości dochodu przed opodatkowaniem na zmiany stóp procentowych, kursów walutowych oraz cen surowców i towarów.[237] Można ją także zastosować w zarządzaniu środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami. W tym obszarze jej wykorzystanie sprowadza się do określenia prawdopodobieństwa wystąpienia określonych wielkości zapotrzebowania na środki pieniężne. Przeprowadza się to na podstawie analizy symulacji sprzedaży, ściągania należności i płatności za zobowiązania.[238] Pierwszym krokiem jest stworzenie modelu matematycznego generowanych przez przedsiębiorstwo wpływów i wydatków na podstawie przychodów i kosztów, zapasów, należności oraz zobowiązań. Następnie rozważamy możliwie scenariusze oparte o jedną zmienną (np. cenę sprzedaży). Powtarzamy operację wiele razy tak aby model został skonfrontowany z odpowiednią liczbą scenariuszy. W rezultacie otrzymamy pewien obraz, przedstawiający prawdopodobny rozkład wymaganej wielkości środków pieniężnych i ich ekwiwalentów. Wykorzystuje ten rozkład, można wybrać taką wielkość środków pieniężnych i ich ekwiwalentów, której odpowiada największa liczba zdarzeń (wykres 2.4.7).

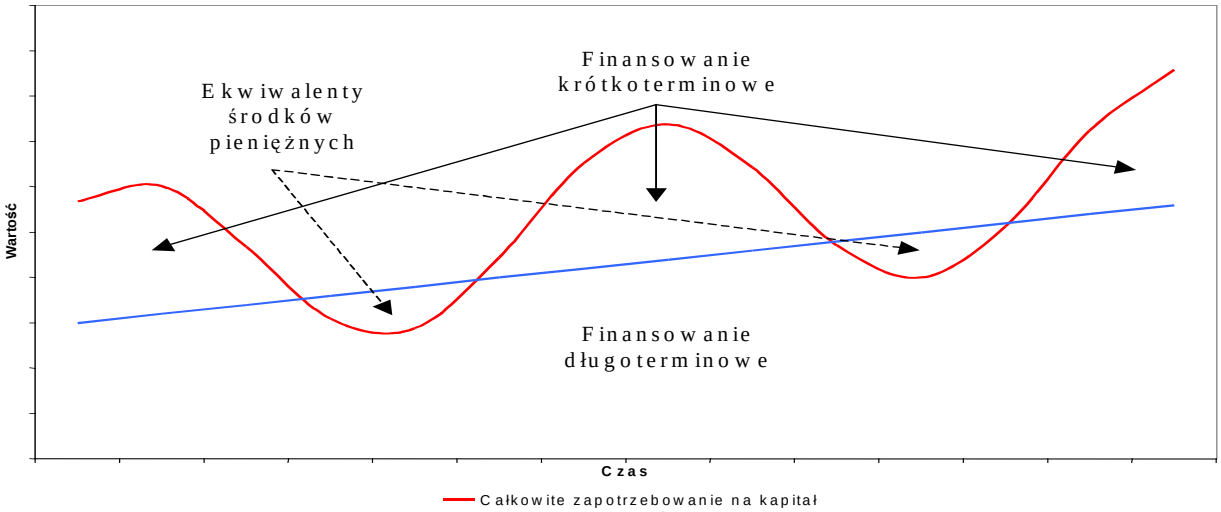
Stosowanie metody Monte Carlo jest proste, wyłączywszy pracochłonny etap budowania rozkładu. Prostszymi metodami stosowanymi w praktyce przez przedsiębiorstwa są sposoby, które polegają na określaniu minimalnego poziomu środków pieniężnych, np. na wyliczeniu wymaganego minimalnego poziomu środków pieniężnych jako procentu od zobowiązań (np., 10% wartości zobowiązań krótkoterminowych), sprzedaży czy też od ponoszonych kosztów, z którymi wiążą się wydatki.

[235] Zob.: E.F. Brigham, L. Gapenski, *Zarządzanie* ... wyd. cyt., t.2, s.178
[236] Zob.: E.M. Lerner, *Simulating a Cash Budget*, [w:] *Readings on Management of Working Capital*, pod redakcją K.V. Smitha, West, St. Paul, Minneapolis 1980.
[237] Ch.W. Smithson, C.W. Smith Jr., D.S. Wilford, *Zarządzanie ryzykiem finansowym, instrumenty pochodne, inżynieria finansowa i maksymalizacja wartości*, Dom Wydawniczy ABC, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2000, s. 175.
[238] Zob.: E.M. Lerner, *Simulating a Cash Budget*, [w:] *Readings on Management of Working Capita*", pod redakcją K.V. Smitha, West, St. Paul, Minneapolis 1980 oraz D. Gątarek, R. Maksymiuk, M. Krysiak, Ł. Witkowski, *Nowoczesne metody zarządzania ryzykiem finansowy*, WIG-Press, Warszawa 2001, s. 35-41.



Wykres 2.4.7. Rozkład wielkości środków pieniężnych i ich ekwiwalentów za pomocą metody Monte Carlo. *Źródło: opracowanie własne*

Decyzje, ile utrzymywać w przedsiębiorstwie środków pieniężnych i ich ekwiwalentów, ułatwia rozwój techniki informatycznej, który umożliwił zwiększenie możliwości zarządzania tym obszarem. Dzięki bankowości internetowej, przelewom elektronicznym, ewidencji stanu rachunku bankowego w czasie zbliżonym do rzeczywistego konieczność prowadzenia kasy w przedsiębiorstwie i tym samym posiadania gotówki powoli staje się archaizmem. Lokaty płatne na żądanie mają płynność bliską gotówce, a przy tym mogą przynosić jeszcze określony dochód. Optymalizacji stanów środków pieniężnych i ich ekwiwalentów służą też rachunki o saldzie zerowym, połączone z rachunkiem głównym. Przedsiębiorstwa mogą ograniczyć stany środków pieniężnych na rachunkach, wprowadzając rachunki o saldzie zerowym służące tylko do realizacji płatności opartych na środkach znajdujących się na rachunku głównym.



Wykres 2.4.8. Sezonowe zapotrzebowanie na gotówkę. *Źródło:* S.A. Ross, R.W. Westerfield, B.D. Jordan, *Finanse* ...wyd. cyt., s. 658

Banki oferują przedsiębiorstwom szereg udogodnień ułatwiających zarządzanie środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami. Jednym ze sposobów ułatwienia planowania przepływów pieniężnych, a jednocześnie uzyskania większej kontroli nad należnościami jest polecenie zapłaty (*direct debiting*), czyli stałe upoważnienie przez kupującego swojego banku do akceptacji not obciążeniowych sprzedającego. Jeśli przedsiębiorstwo posiada kilka rachunków, kolejnym ułatwieniem może być zastosowanie zerowania sald (*zero balancing*): wszystkie płatności są realizowane za pośrednictwem dotychczasowych rachunków, z tą różnicą, że wszelkie nadwyżki z kont są transferowane na rachunek główny, a niedobory uzupełniane przez transfery z głównego rachunku. Przy tym rozwiązaniu odsetki są liczone od faktycznego całkowitego stanu środków posiadanych przez przedsiębiorstwo. Następuje tym samym optymalizacja odsetek zarówno debetowych, jak i kredytowych. Rozwiązanie to nabiera znaczenia w sytuacji, gdy na wielu rachunkach przedsiębiorstwa występują zarówno salda debetowe i kredytowe, co skutkuje pojawieniem się jednocześnie odsetek debetowych i kredytowych. Ilustracją tego problemu jest przykład 1.

Przykład 1

Oprocentowanie rachunku 5%, oprocentowanie w ramach limitu zadłużenia w rachunku 10%.

Tabela 2.4.4. Rachunki niezależne i naliczone dla nich odsetki Rachunek *zero balancing* i naliczone dla niego odsetki

Warianty	Rachunki bankowe	Saldo	Odsetki
I **Rachunki niezależne**	A	100	5
	B	-100	-10
	C	300	15
	D	-200	-20
	Razem	**100**	**-10**
II **Rachunek *zero balancing***	A	**100**	**5**
	B		
	C		
	D		

Źródło: opracowanie własne

Jak pokazano to w tabeli 2.4.4 Rachunek *zero balancing* jest korzystny dla przedsiębiorstwa. Taki sam efekt odsetkowy uzyskuje się przy korzystaniu z rachunku typu konto skoncentrowane (*funds concentration*). Różnica polega na tym, że na tym koncie rachunki „satelitarne" służą jedynie do inkasowania wpływów, a wszelkie płatności wychodzące są realizowane za pośrednictwem rachunku głównego. Przedsiębiorstwa, które muszą utrzymywać wysokie stany gotówki (duża zmienność wpływów i wydatków oraz niska

trafność prognoz), mają również do dyspozycji lokaty o krótkich terminach i wysokiej płynności. Zaliczyć do nich można lokaty:

- jednodniowe (*over night*),
- dwudniowe,
- weekendowe,
- tygodniowe i
- dziesięciodniowe

oraz lokaty w bony skarbowe na rynku wtórnym (np. na 3 dni).

Z punktu widzenia zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami bardzo korzystnym dla przedsiębiorstw rozwiązaniem byłaby zmiana naliczania odsetek od kwot na rachunku bieżącym, która polega na traktowaniu środków na nim zgromadzonych jako szeregu bezumownych lokat o różnych terminach. W rozwiązaniu tym część ryzyka wpływów i wydatków zostałaby przeniesiona na bank. Dzięki temu przedsiębiorstwo zostałoby odciążone od podejmowania decyzji o lokowaniu nadmiaru środków pieniężnych i zmniejszyłoby koszty transferu. Znaczącym udogodnieniem dla przedsiębiorstw jest korzystanie z bankowości elektronicznej. Umożliwia ona jednocześnie dostęp do rachunku 24 godziny na dobę (a przez to prawie bieżącą kontrolę nad wpływami i wydatkami) i minimalizację środków pieniężnych w drodze (dyspozycja przelewu, obciążenie rachunku i wpływ środków na rachunek beneficjanta jest możliwy tego samego dnia).

2.4.3. Strategie zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami

Przedsiębiorstwa poszukują właściwego dla siebie poziomu środków pieniężnych i ich ekwiwalentów z punktu widzenia przyjętych przez siebie kryteriów. Poziom ten niekoniecznie musi odpowiadać poziomowi optymalnemu, który odpowiada minimum łącznych kosztów związanych z zarządzaniem środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami (wykres 2.4.9). Zarządzający mogą np. różnie podchodzić do ryzyka utraty płynności. Jeśli akceptowane jest niskie ryzyko utraty płynności, poziom środków pieniężnych i ich ekwiwalentów oczekiwany przez przedsiębiorstwo będzie wyznaczony przez funkcję łącznych kosztów związanych z zarządzaniem środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami (na lewo od poziomu optymalnego z wykresu 2.4.9). Wiąże się to oczywiście z wysokim stanem środków pieniężnych i ich ekwiwalentów oraz z wyższymi łącznymi kosztami (głównie kosztami utrzymania) niż w wariancie optymalnym. W odwrotnej sytuacji, gdy zarządzający przedsiębiorstwem są skłonni zaakceptować wyższe ryzyko utraty płynności, lub łagodniej

rzecz ujmując, opóźnienia w płatnościach, wybiorą taki poziom środków pieniężnych i ich ekwiwalentów, który będzie znajdował się na prawo od poziomu optymalnego. Dla wielu przedsiębiorstw może być to perspektywa o tyle kusząca, że tak wyznaczonemu niskiemu poziomowi środków pieniężnych i ich ekwiwalentów będą towarzyszyć niskie realne koszty utrzymania i wysokie potencjalne koszty niedoboru środków pieniężnych. Poniesienie kosztów utrzymania jest dla przedsiębiorstwa pewne, natomiast ewentualne koszty niedoboru mogą być przenoszone na wierzycieli przez nieterminowe rozliczanie się z płatności (postępują tak niektóre przedsiębiorstwa o dużej sile przetargowej względem dostawcy).

Na bazie powyższych rozważań można wyróżnić trzy podstawowe strategie zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami: defensywną, ofensywną i umiarkowaną.

1) **Strategia defensywna** – udział środków pieniężnych i ich ekwiwalentów w aktywach i majątku obrotowym jest wysoki na tle branży, mierzony płynnością bieżącą (tabela 2.4.6), jednocześnie główną pozycją w środkach pieniężnych i ich ekwiwalentach jest gotówka i lokaty płatne na żądanie.
2) **Strategia ofensywna** – udział środków pieniężnych i ich ekwiwalentów w aktywach i majątku obrotowym na tle branży, mierzony płynnością bieżącą jest niski (tabela 2.4.6), jednocześnie główną pozycją w środkach pieniężnych i ich ekwiwalentach są ekwiwalenty środków pieniężnych .
3) **Strategia umiarkowana** – ma charakter pośredni między defensywną i ofensywną.

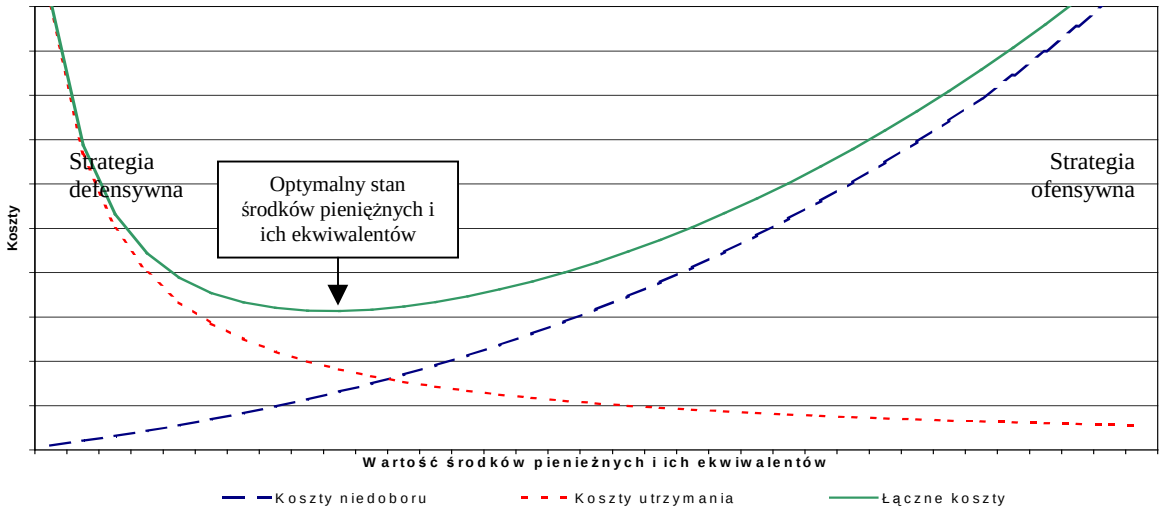
Przyjęcie przez przedsiębiorstwo strategii defensywnej niesie dla niego określone konsekwencje. W związku z tym, że w strukturze środków pieniężnych i ich ekwiwalentów dominuje gotówka i lokaty płatne na żądanie, to dochody z lokat nie występują lub są bardzo niskie. Jednocześnie niewielkie będą też koszty transferu (gotówki na ekwiwalenty i na odwrót). Realizacja tej strategii gwarantuje przedsiębiorstwu wysoką płynność finansową i niskie ryzyko bankructwa, co oznacza, że koszty niedoboru będą zerowe. Daje to poczucie bezpieczeństwa zarówno zarządzającym, jak i jego wierzycielom. Mankamentem jest jednak to, że bezpieczeństwo kosztuje. Realizacja strategii defensywnej skutkuje wysokimi kosztami utrzymania (obsługi źródeł finansowania), co negatywnie wpływa na proces kreowania wartości dla właścicieli przedsiębiorstwa. W przeciwieństwie do strategii defensywnej, przyjęcie strategii ofensywnej oznacza, że ekwiwalenty przynoszą proporcjonalnie wysokie dochody z różnego rodzaju lokat (nominalnie mogą być mniejsze niż przy strategii defensywnej, ale są wyższe w relacji do środków pieniężnych i ich ekwiwalentów). Utrzymywanie niskiego poziomu gotówki powoduje konieczność dokonywania częstych transferów w razie niedoboru gotówki, co pociąga za sobą koszty.

Można także mówić o strategiach zarządzania źródłami finansowania środków pieniężnych i ekwiwalentów:

1) **Strategia defensywna –** przyjęcie tej strategii oznacza, że w strukturze finansowej dominują kapitały stałe nad zobowiązaniami krótkoterminowymi (tabela 2.4.8).
2) **Strategia ofensywna –** przyjęcie tej strategii oznacza, że dominują zobowiązania krótkoterminowe nad kapitałami stałymi (tabela 2.4.8).
3) **Strategia umiarkowana –** ma charakter pośredni między defensywną i ofensywną.

Realizacja każdej ze strategii zarządzania źródłami finansowania rodzi odmienne konsekwencje. Podstawowym wynikiem różnicującym jest koszt obsługi źródeł finansowania, przy strategii defensywnej będzie on wyższy niż w przypadku ofensywnej ze względu na wyższy udział kapitałów stałych. Strategia ofensywna ma również pewną wadę, opiera się bowiem w decydującej części na dość niestabilnych źródłach finansowania, co istotnie utrudnia zarządzanie środkami pieniężnymi.

Połączenie strategii zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami oraz strategii zarządzania źródłami finansowania środków pieniężnych i ich ekwiwalentów zaprezentowano w tabeli 2.4.5.



Wykres 2.4.9. Docelowy (optymalny) stan środków pieniężnych i ich ekwiwalentów. *Źródło: opracowanie własne*

Tabela 2.4.5. Kombinacje strategii zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami oraz źródłami finansowania

		Strategie zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami	
		Defensywna	Ofensywna
Strategie zarządzania źródłami finansowania środków pieniężnych i ich ekwiwalentów	Defensywna	DD	OD
	Ofensywna	DO	OO

Źródło: opracowanie własne

Realizacja kombinacji strategii ofensywnej w zakresie zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentów i ofensywnej w zakresie źródeł finansowania sprawia, że stan środków pieniężnych i ich ekwiwalentów zarówno w stosunku do majątku obrotowego, jak i aktywów ogółem jest niski, a finansowanie tej pozycji odbywa się głównie na podstawie o zobowiązań krótkoterminowych. Wtedy to pojawienie się problemów z płynnością jest bardzo prawdopodobne, co oznacza wysokie ryzyko bankructwa (tabela 2.4.8). Przyjęcie strategii OO przekłada się również na wysokie koszty niedoboru i niskie koszty utrzymania.

Tabela 2.4.6. Struktura środków pieniężnych i ich ekwiwalentów w zależności od przyjętej strategii zarządzania oraz konsekwencje dla uzyskiwanych dochodów

Struktura środków pieniężnych i ich ekwiwalentów	Udział w strukturze inwestycji krótkoterminowych w zależności od przyjętej strategii zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami	
	Defensywna	Ofensywna
Gotówka w kasie i rachunki płatne na żądanie	wysoki	niski
Inne środki pieniężne i ich ekwiwalenty zaliczane do pozycji inwestycje krótkoterminowe	niski	wysoki
Konsekwencje		
Dochody z lokat	niskie	wysokie
Koszty transferu na gotówkę	niskie	wysokie

Źródło: opracowanie własne

Tabela 2.4.7. Struktura majątku i aktywów całkowitych w zależności od przyjętej strategii zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami

	Udział w majątku obrotowym w zależności od przyjętej strategii zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami	
	Defensywna	Ofensywna
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty zaliczane do pozycji inwestycje krótkoterminowe	wysoki	niski

Źródło: opracowanie własne

Tabela 2.4.8. Konsekwencje strategii źródeł finansowania środków pieniężnych i ich ekwiwalentów

Źródła finansowania	Udział źródeł finansowania w zależności od przyjętej strategii zarządzania źródłami finansowania środków pieniężnych i ich ekwiwalentów	
	Defensywna	Ofensywna
Kapitały stałe	wysoki	niski
Zobowiązania krótkoterminowe	niski	wysoki
Konsekwencje		
Koszty finansowania	wysokie	niskie
Stabilność źródeł finansowania	wysoka	niska

Źródło: opracowanie własne

Tabela 2.4.9. Konsekwencje przyjętej strategii zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami w obszarze źródeł finansowania

Relacja	Kombinacje strategii zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami oraz ich źródłami finansowania	
	DD	OO
Środki pieniężne i ekwiwalenty / Zobowiązania krótkoterminowe	wysoka	niska
Konsekwencje		
Płynność finansowa	wysoka	niska
Ryzyko bankructwa	niskie	Bankructwo wysokie
Wpływ na wartość przedsiębiorstwa	niska	wysoka zerowa

Źródło: opracowanie własne

2.4.4. Mierniki wykorzystywane w analizie środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami

Do oceny stopnia realizacji przyjętej strategii zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami czy też trafności przyjętych celów i założeń można posłużyć się wskaźnikami. Można je podzielić na mierniki dotyczące (tabela 2.4.10):

- struktury (1-4) i
- pozostałe (5-13).

Tabela 2.4.10. Wskaźniki dotyczące środków pieniężnych i ich ekwiwalentów

L.p.	Nazwa wskaźnika	Formuła	Objaśnienie	Interpretacja
Wskaźniki struktury				
1	Udział gotówki w środkach pieniężnych i ich ekwiwalentach	$\frac{C}{C_T}$	C – gotówka C_T – środki pieniężne i ich ekwiwalenty	Informuje o udziale gotówki w środkach pieniężnych i ich ekwiwalentach.
2	Udział środków pieniężnych i ich ekwiwalentów w majątku obrotowym ogółem	$\frac{C_T}{M_O}$	M_O – majątek obrotowy	Informuje o tym, czy poziom środków pieniężnych i ich ekwiwalentów jest odpowiedni w stosunku do majątku obrotowego ogółem
3	Udział łatwo zbywalnych papierów wartościowych w aktywach obrotowych ogółem	$\frac{C + P_F}{A_O}$	P_F – łatwo zbywalne papiery wartościowe A_O – aktywa obrotowe ogółem	Informuje o tym, czy płynne aktywa przedsiębiorstwa są odpowiednio duże w stosunku do aktywów obrotowych ogółem
4	Udział gotówki i łatwo zbywalnych papierów wartościowych w aktywach ogółem	$\frac{C + P_F}{A}$	P_F – łatwo zbywalne papiery wartościowe A – aktywa ogółem	Informuje o tym, czy płynne aktywa przedsiębiorstwa są odpowiednio duże w stosunku do aktywów ogółem
Pozostałe wskaźniki				
5	Udział gotówki, łatwo zbywalnych papierów wartościowych i należności w rocznych wydatkach gotówkowych	$\frac{C + P_F + N}{Co}$	Co – roczne wydatki gotówkowe	Informuje o tym, czy płynne aktywa przedsiębiorstwa są odpowiednio duże w stosunku do rocznych wydatków gotówkowych
6	Okres bezpieczeństwa gotówkowego	$\frac{A_F}{Co_d - K_{NF}}$	A_F – płynne aktywa Co_d – planowane dzienne wydatki na działalność K_{NF} – koszty niegotówkowe	Wskaźnik okresu bezpieczeństwa gotówkowego podaje okres, w którym spółka może działać dzięki płynnym aktywom bez potrzeby dopływu pieniędzy ze źródeł następnego okresu
7	Wielkość płynnych aktywów	$A_F = C + P_F + N$		Pokazuje wielkość płynnych aktywów
8	Upłynnienia	$\frac{C + E_C \times d_E + N \times d_N}{M_O}$	d_E – liczba dni do zamiany na gotówkę należności d_N – liczba dni do zamiany na gotówkę zapasów	Wskaźnik upłynnienia to liczba dni, w ciągu których środki obrotowe mogą być zamienione na gotówkę
9	Udział gotówki i jej ekwiwalentów w kapitale obrotowym netto	$\frac{C + E_c}{W_c}$	E_c – ekwiwalenty gotówki[239] W_c – kapitał obrotowy netto	Wskaźnik ten ma ilustrować płynność spółki
10	Środków pieniężnych	$\frac{C_T}{Z_K}$	Z_K – zobowiązania krótkoterminowe	Wskaźnik środków pieniężnych informuje o płynności natychmiastowej przedsiębiorstwa
11	Udział gotówki i łatwo zbywalnych papierów wartościowych w zobowiązaniach wkrótce wymagalnych	$\frac{C + P_F}{Z_k}$	P_F – łatwo zbywalne papiery wartościowe Z_k – zobowiązania wkrótce wymagalne	Informuje o tym, czy płynne aktywa przedsiębiorstwa są odpowiednio duże w stosunku do zobowiązań
12	Szybkiej wypłacalności	$\frac{C + P_M + N}{Z_k}$	P_M – rynkowe papiery wartościowe	Charakteryzuje wypłacalność przedsiębiorstwa w najbliższym okresie
13	Rotacji gotówki	$\frac{S}{C}$	S – przychody z działalności operacyjnej	Pokazuje skuteczność, wydajność zarządzania gotówką. Służy także do prognozowania zasobów gotówkowych

Źródło: opracowanie własne na podstawie J.G. Siegel, J.K. Shim, S.W. Hartman, *Przewodnik po finansach*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999.

[239] Według FASB (Amerykańska Rada ds. Standardów Rachunkowości Finansowej) ekwiwalenty gotówki to papiery wartościowe będące przedmiotem obrotu na giełdzie, których termin płatności jest nie dłuższy niż trzy miesiące. Źródło: J.G. Siegel, J.K. Shim, S.W. Hartman, *Przewodnik po finansach*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999, s. 94.

Wskaźniki dotyczące środków pieniężnych i ich ekwiwalentów mogą być obliczane zarówno w celu bieżącego monitorowania efektów zarządzania tym obszarem, jak i oceny trafności przyjętej strategii czy też określenia stopnia jej realizacji. Analiza wskaźnikowa bez dostępu do pełnych danych finansowo księgowych nie daje pełnego obrazu i może być obarczona dużym błędem. Korzystanie ze wskaźników zaprezentowanych w tabeli 2.4.10 ma swój walor poznawczy, jednakże wnioskowanie na nich oparte musi być ostrożne, zważywszy na fakt, iż często bazują one na wielkościach przeciętnych lub też ich wyniki mają taki właśnie charakter.

W związku z tym, że większość tych mierników jest dość powszechnie znana, w dalszej części pracy zostanie omówionych jedynie kilka wybranych. Wskaźniki struktury (pozycje 1-4), gdy dotyczą jednego okresu, posiadają niewielką wartość poznawczą. Istotne wnioski można wyciągać, gdy istnieje sposobność porównania aktualnych wielkości z danymi historycznymi czy też z innymi przedsiębiorstwami z branży, lub średnią dla branży. Interpretacja tych wskaźników jest uzależniona od specyfiki branży w jakiej funkcjonuje przedsiębiorstwo (czy jest: kapitałochłonna – wysoki udział aktywów trwałych, czy występuje sezonowość produkcji i sprzedaży – fluktuacja zapasów, należności oraz środków pieniężnych i ich ekwiwalentów itp.). Bardziej uniwersalny charakter mają mierniki zaklasyfikowane do grupy „pozostałe". Spośród nich dla bieżącego zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami istotne znaczenie mają wskaźniki badające bezpieczeństwo finansowe przedsiębiorstwa, jego zdolność do obsługi wydatków (wskaźniki 4-6 i 8-13). Śledząc je, można wychwycić ewentualne negatywne tendencje zmierzające w kierunku utraty płynności lub nadpłynności i podjąć stosowne kroki zaradcze.

Rotacja środków pieniężnych i ich ekwiwalentów pokazuje skuteczność zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami. Niska wartość tego wskaźnika może świadczyć o słabej wydajności w zarządzaniu środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami, wysoka zaś o dobrej wydajności w tym obszarze pod warunkiem, że potwierdzają to też inne mierniki np. wskaźnik środków pieniężnych. Miernik ten po przekształceniu może również być wykorzystany do prognozowania zasobów środków pieniężnych i ich ekwiwalentów. Podobną rolę jak wcześniej omówiony odgrywa wskaźnik rotacji kosztowej środków pieniężnych i ich ekwiwalentów. Bada on relację sumy tych kosztów operacyjnych, z którymi wiążą się wydatki, i wymagających zapłaty podatków do wielkości środków pieniężnych i ich ekwiwalentów. Korzystanie z niego dawać może bardziej precyzyjne wyniki niż zastosowanie wskaźnika rotacji środków pieniężnych i ich ekwiwalentów. szczególnie w sytuacji, gdy marża na sprzedaży ulega częstym zmianom.

2.5. Oddziaływanie zarządzania majątkiem obrotowym na proces kreacji wartości przedsiębiorstwa

2.5.1 Składniki majątku obrotowego jako element wartości przedsiębiorstwa

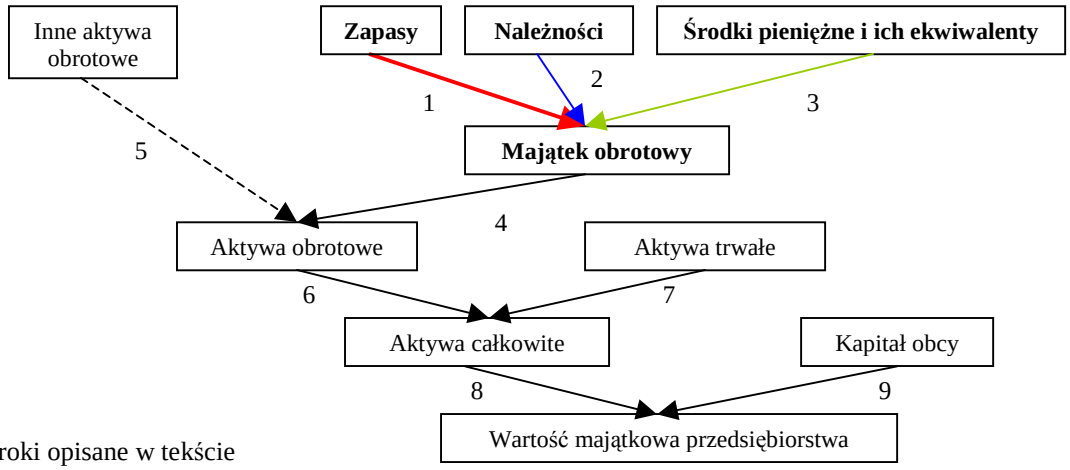
Zasadniczym celem tego rozdziału jest wykazanie, że *zarządzanie majątkiem obrotowym w istotny sposób wpływa na kreowanie wartości przedsiębiorstwa* mierzonej takimi parametrami, jak *EVA, CVA, SVA* i *CFROI*. Przebieg dowodzenia tej tezy jest następujący. W pierwszej kolejności zostanie przeanalizowany wpływ zarządzania majątkiem obrotowym na wartość przedsiębiorstwa, mierzoną metodami majątkowymi i dochodowymi. Następnie zostaną prześledzone przykładowe decyzje w obszarze zapasów, należności oraz środków pieniężnych i ich ekwiwalentów pod kątem ich wpływu na zmianę wartości mierników *EVA, CVA, SVA* i *CFROI*.

W metodach majątkowych o wartości przedsiębiorstwa decyduje suma wartości aktywów trwałych i obrotowych pomniejszonych o wartość zadłużenia. Wielkość zapasów, należności oraz środków pieniężnych i ich ekwiwalentów składających się na majątek obrotowy jest uzależniona od strategii zarządzania przyjętych w tym obszarem. Wartość tych pozycji ustalana na potrzeby wyceny jest zależna zarówno od sposobów i skuteczności zarządzania majątkiem obrotowym,[240] jak i od przyjętych sposobów wyceny (odtworzeniowych, upłynnienia czy też innych). Na rysunku 2.5.1 zaprezentowano wpływ składników majątku obrotowego na wartość majątkową przedsiębiorstwa.[241] Wartość majątkowa zapasów, należności oraz środki pieniężne i ich ekwiwalentów tworzy wartość majątkową majątku obrotowego (kroki 1-3). Wartość ta wespół z innymi aktywami obrotowymi odpowiada wartości majątkowej aktywów obrotowych (kroki 4-5), a następnie razem z wartością majątkową aktywów trwałych składa się na wartość majątkową aktywów całkowitych (kroki 6-7). W rezultacie wartość majątkowa przedsiębiorstwa równa jest wartości majątkowej aktywów całkowitych pomniejszonych o wartość kapitału obcego zaangażowanego w przedsiębiorstwo (kroki 8-9). A zatem w majątkowej metodzie wyceny przedsiębiorstwa wpływ majątku obrotowego na wartość przedsiębiorstwa jest uzależniony od:

[240] Przyjęte sposoby zarządzania i ich efekty rzutują na jakość składników majątku obrotowego (przydatność zapasów, przeterminowanie, realność należności), a ta z kolei jest istotnym elementem przy określaniu wartości.
[241] Na rysunkach 2.5.1 i 2.5.2 siłę wpływu poszczególnych czynników oznaczono strzałkami, linia przerywana oznacza najsłabszy wpływ, pojedyncza duży wpływ, a podwójna bardzo duży wpływ.

- jakości majątku obrotowego i
- wielkości majątku obrotowego.

Wpływ majątku obrotowego na wartość przedsiębiorstwa ma charakter bezpośredni i jest uzależniony od szeregu czynników. Jednym z istotniejszych będzie rodzaj prowadzonej działalności. Bez wątpienia jednak w większości przedsiębiorstw jest on znaczący.



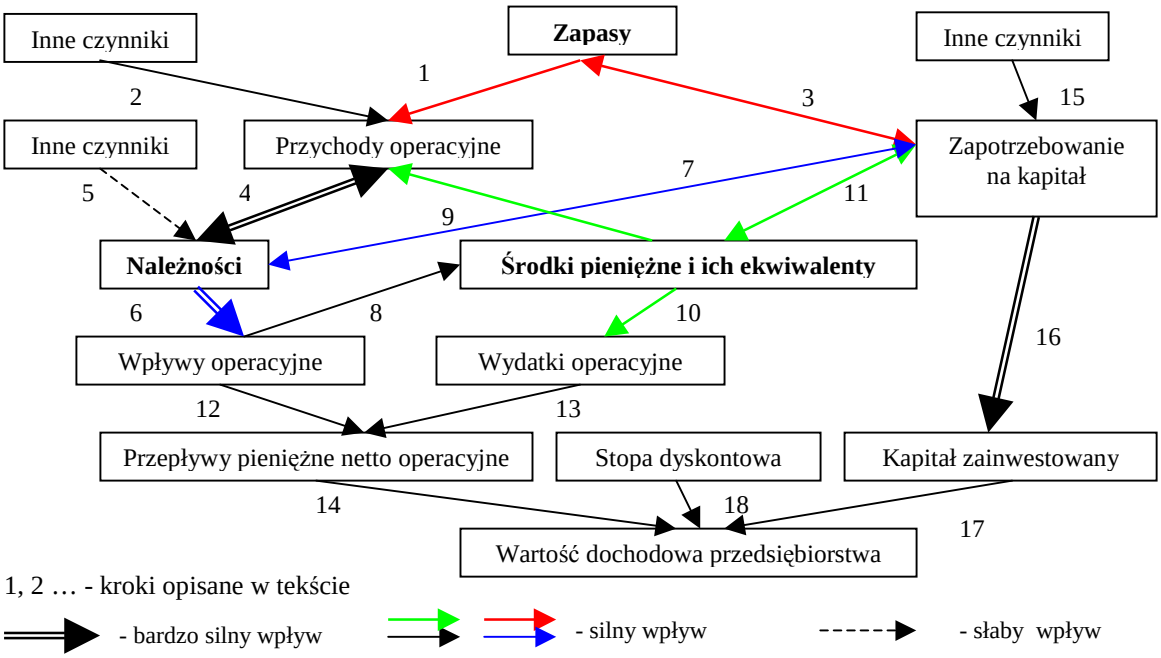
1, 2 … - kroki opisane w tekście

Rysunek 2.5.1. Wpływ składników majątku obrotowego na wartość majątkową przedsiębiorstwa. *Źródło: opracowanie własne*

W metodach dochodowych nie jest widoczny bezpośredni wpływ zarządzania majątkiem obrotowym na wartość przedsiębiorstwa. Jak ilustruje to rysunek 2.5.2, decyzje podejmowane w obszarze majątku obrotowego wpływają na wartość czynników, które decydują o wartości dochodowej przedsiębiorstwa. Z rysunku wynika, że decyzje podejmowane w ramach zarządzania zapasami w istotny sposób wpływają na uzyskiwane przez przedsiębiorstwo przychody ze sprzedaży (krok 1) wespół z innymi czynnikami, takimi jak np. marketing (krok 2).[242] Stosowane przez przedsiębiorstwo metody zarządzania zapasami określają potrzeby w zakresie finansowania zapasów, które zderzają się z możliwościami przedsiębiorstwa w zakresie zaspokojenia zapotrzebowania na kapitał (krok 3). Uzyskane przez przedsiębiorstwo przychody z jednej strony determinują wielkość należności, a z drugiej strony są uzależnione od przyjętej polityki kredytowej, będącej jednym ze składników zarządzania należnościami (krok 4). Polityka kredytowa oraz podejście do windykacji należności (elementy zarządzania należnościami) decydują o wpływach gotówki z tytułu zrealizowanej sprzedaży (krok 6). Jednocześnie, tak jak w przypadku zapasów,

[242] Jedynie fizyczne posiadanie przez sprzedawcę, nawet przez bardzo krótki okres, towarów, wyrobów gotowych umożliwia dokonanie w pełni aktu sprzedaży. Sprzedawanie własnych wyrobów oznacza co najmniej konieczność wcześniejszego zamówienia materiałów do produkcji (czemu towarzyszy powstanie zapasów materiałów), następnie podjęcia produkcji (produkcja w toku). W niektórych sytuacjach, aby sprzedawać wyroby gotowe, należy dysponować określoną ich ilością w wielu odmianach (zapasy wyrobów gotowych).

stosowane przez przedsiębiorstwo metody zarządzania należnościami określają potrzeby w zakresie finansowania należności, które zderzają się z możliwościami przedsiębiorstwa w zakresie zaspokojenia zapotrzebowania na kapitał (krok 7). Wielkość wpływów i wydatków współdecyduje z szeregiem innych czynników o wielkości środków pieniężnych i ich ekwiwalentów (krok 8). Decyzje podejmowane w ramach zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami wpływają na przychody finansowe według nomenklatury przyjętej w rachunkowości (na rysunku zaliczono je do przychodów operacyjnych) (krok 9), oraz na zobowiązania z tytułu dostaw, określając możliwość ich spłaty.[243] Decyzje podejmowane w ramach zarządzania środkami pieniężnymi wpływają również na wielkość wydatków operacyjnych (krok 10) oraz, tak jak w przypadku zapasów i należności, na zapotrzebowanie na kapitał (krok 11). Wpływy i wydatki operacyjne przesądzają o wielkości przepływów operacyjnych netto (kroki 12-13), będących jednym z podstawowych składników niezbędnych do określenia wartości dochodowej przedsiębiorstwa (krok 14). Zapotrzebowanie na kapitał zgłaszane przez majątek obrotowy oraz inne aktywa (kroki: 3, 7, 11, 15) decyduje o wielkości zainwestowanego kapitału (krok 16). Suma zdyskontowanych przewidywanych w kolejnych latach przepływów pieniężnych netto z działalności operacyjnej pomniejszonych o zainwestowany kapitał (kroki: 14, 17, 18) równa jest wartości dochodowej przedsiębiorstwa.



Rysunek 2.5.2. Wpływ składników majątku obrotowego na wartość ekonomiczną przedsiębiorstwa. *Źródło: opracowanie własne*

[243] Istnieją przedsiębiorstwa, dla których działalność operacyjna jest jedynie sposobem na pozyskanie gotówki i gros dochodów uzyskują nie z działalności operacyjnej, lecz finansowej (korzystając z różnicy między terminami płatności); w tym przypadku działalność określana mianem finansowej ma charakter operacyjny.

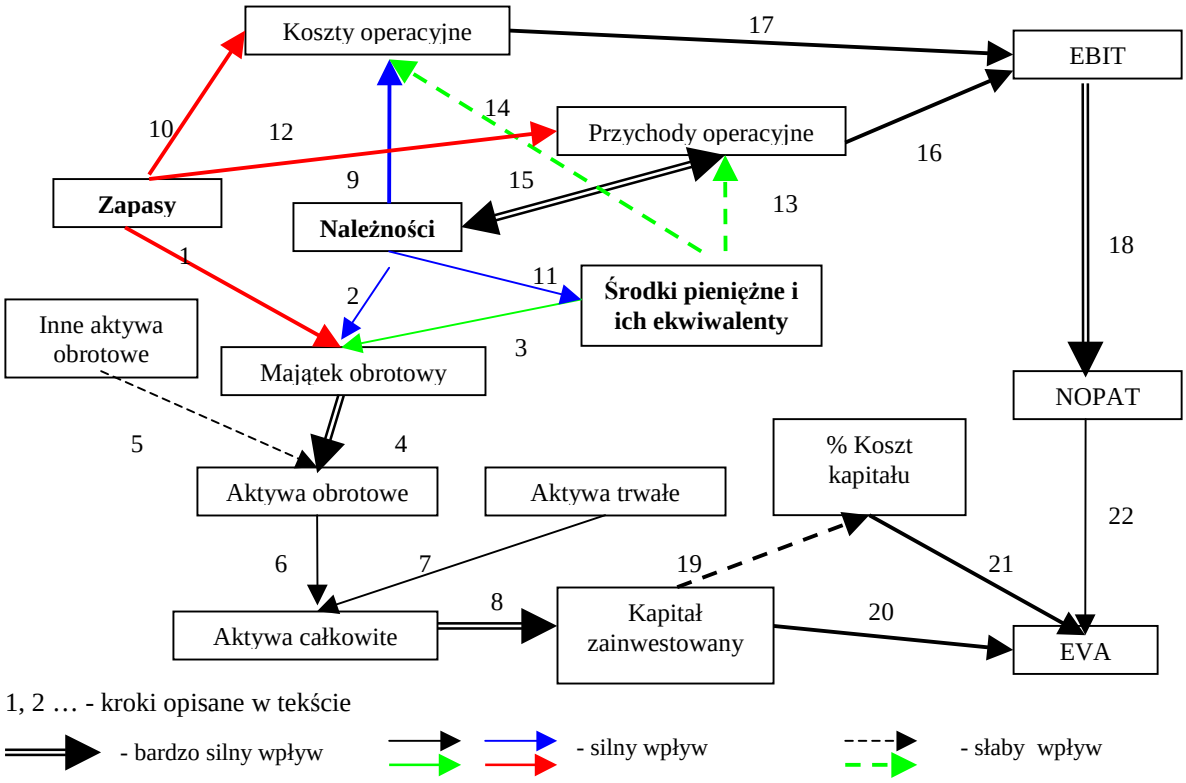
Z dotychczasowych rozważań wynika, że decyzje podejmowane w obszarze majątku obrotowego wywierają istotny wpływ na wartość przedsiębiorstwa, zarówno w ujęciu dochodowym, jak i majątkowym.

2.5.2 Wpływ zarządzania majątkiem obrotowym na wartość parametrów *EVA* i *CVA*

Wpływ składników majątku obrotowego na wartość parametru *EVA* zaprezentowano na rysunku 2.5.3.[244] Wielkość zapasów, należności oraz środków pieniężnych składa się na wielkość majątku obrotowego (kroki 1-3). Majątek obrotowy jest głównym składnikiem aktywów obrotowych (krok 4). Aktywa obrotowe razem z aktywami trwałymi decydują o wielkości kapitału zainwestowanego. Od zarządzania kapitałem (kształtowania struktury kapitału) zależy z kolei koszt kapitału (w ujęciu procentowym). Zarządzanie zapasami, należnościami oraz środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami wpływa na przychody operacyjne (według mechanizmu opisanego przy wycenie przedsiębiorstwa metodą dochodową) oraz generuje część kosztów operacyjnych (kroki 9-14). Przychody operacyjne pomniejszone o koszty operacyjne tworzą *EBIT* (kroki 16 i 17), a po opodatkowaniu *NOPAT* (krok 18). Z rysunku 2.5.3 wynika więc, że składniki majątku obrotowego wpływają na parametr *EVA* w dwojaki sposób. Z jednej strony mają wpływ na wielkość zainwestowanego kapitału oraz koszt kapitału, a z drugiej strony współdecydują o wielkości *NOPAT*.

Szczegółową analizę wpływu majątku obrotowego na wartość parametru *EVA* i *CVA* została dokonana na bazie jego głównych składników.

[244] Parametry *EVA* i *CVA* mają zbliżoną konstrukcję, w związku z tym wpływ zarządzania majątkiem obrotowym będzie rozpatrywany na przykładzie *EVA*, a wnioski dotyczą obu parametrów.



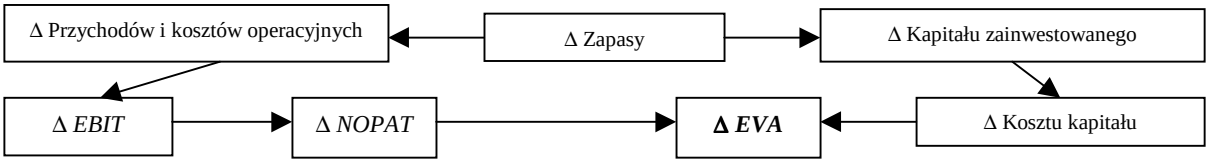
Rysunek 2.5.3. Wpływ składników majątku obrotowego na wartość parametru EVA. *Źródło: opracowanie własne*

Wpływ zarządzania zapasami na wartość parametrów *EVA* i *CVA*

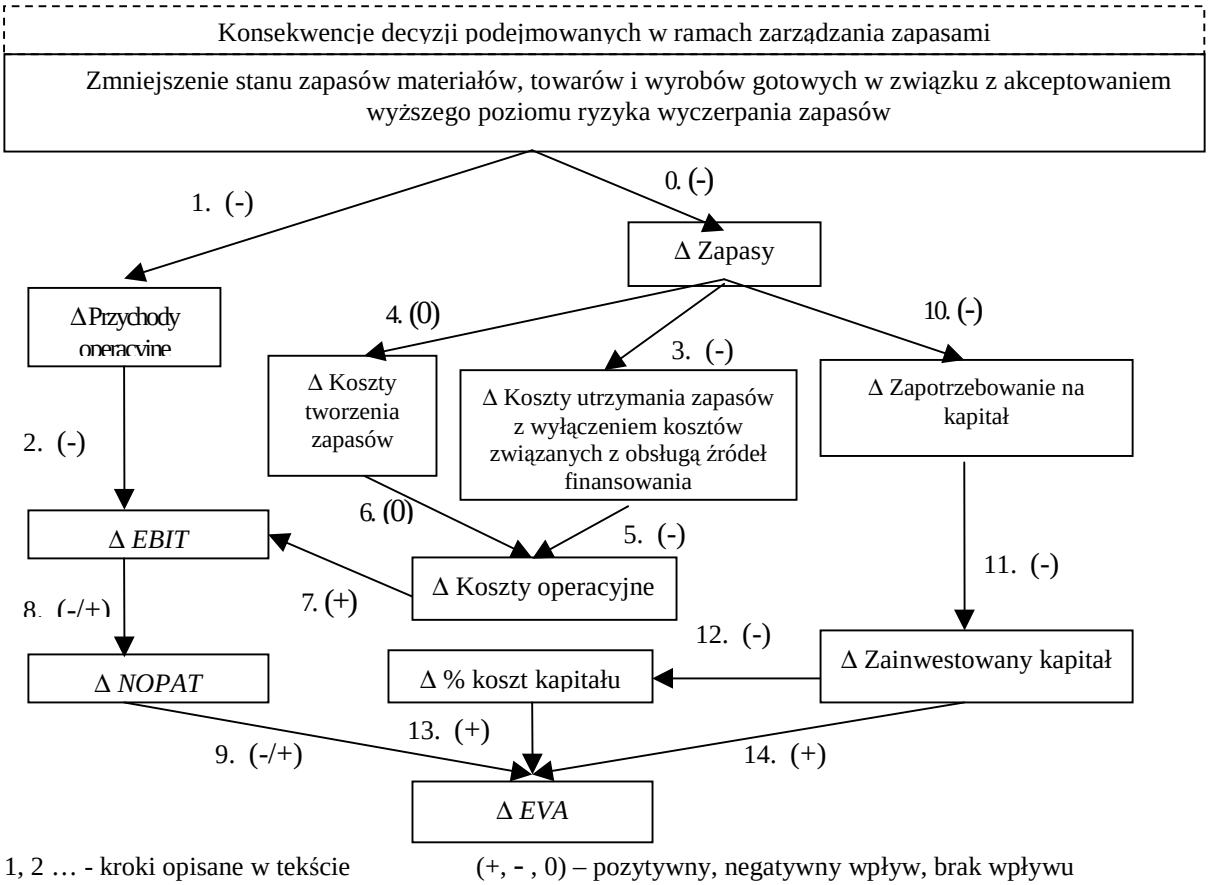
Wpływ zapasów na wartość parametru *EVA* i *CVA* ma charakter dwukierunkowy (rysunek 2.5.4). Z jednej strony zapasy umożliwiają realizowanie sprzedaży, a przez konieczność ich odnawiania i utrzymywania wpływają na wielkość kosztów operacyjnych. Z drugiej strony współdecydują (z innymi aktywami) o wielkości zaangażowanego kapitału. Jeżeli przedsiębiorstwo dokonuje racjonalizacji sfery zapasów, która nie będzie negatywnie oddziaływać na sprzedaż produktów lub towarów, a jej pozytywnym efektem będzie ograniczenie kosztów związanych z zapasami, to z pewnością działanie to korzystnie wpłynie na kształtowanie się zarówno parametru *EVA*, jak i *CVA*. Mniej jednoznaczny wynik może przynieść decyzja o zwiększeniu lub zmniejszeniu poziomu zapasów w związku ze zmianą akceptowanego poziomu ryzyka wyczerpania zapasów. Szczegółowy przebieg wpływu takich zmian w zapasach na wartości parametrów *EVA* ilustruje rysunek 2.5.5. Na tym rysunku badane są konsekwencje podjęcia decyzji o zmniejszeniu zapasów, związanej z zaakceptowaniem większego poziomu ryzyka wyczerpania zapasów (niezaspokojenia potrzeb klientów). Decyzja ta może negatywnie wpłynąć na przychody operacyjne (krok 1). Jednocześnie spowoduje spadek kosztów utrzymania zapasów, z tym że część kosztów utrzymania (np. koszty magazynowania, obsługi, ubezpieczenia zapasów) zaliczana jest do kosztów operacyjnych (krok 3), natomiast koszty związane z obsługą źródeł finansowania

zaliczane są do kosztów finansowych i na rysunku 2.5.5 ujęte są w krokach 10-14. Sformułowana decyzja nie powinna zmienić kosztów tworzenia zapasów (krok 4). Wynika to z tego, że nie ma konieczności zmian w zakresie częstotliwości i wielkości dostaw. Koszty te wzrosłyby jedynie w sytuacji gdyby zarządzający chcieli zniwelować zmniejszenie zapasu bezpieczeństwa częstszym uzupełnianiem zapasów. Jednak to oznaczałoby, że zarządzający nie akceptują wyższego ryzyka wyczerpania zapasów, w związku z czym w tym wariancie nie nastąpiłyby również zmiany w przychodach operacyjnych.

Efektem zmian kosztów utrzymania przy niezmienionych kosztach tworzenia zapasów będą niższe koszty operacyjne (kroki 5-6). Zmniejszenie przychodów negatywnie oddziałuje na *EBIT* (krok 2), jednocześnie zmniejszenie kosztów operacyjnych pozytywnie wpływa na ten wskaźnik (krok 7). W związku z tym *EBIT* może zarówno wzrosnąć (gdy zmniejszenie kosztów operacyjnych będzie większe od zmniejszenia przychodów operacyjnych), jak i spaść (gdy będzie odwrotnie). Zmiany w *EBIT* automatycznie przełożą się wtedy na takie same zmiany w *NOPAT* (krok 8). Dlatego też równie niejednoznaczny będzie wpływ *NOPAT* na wielkość parametru *EVA*. Omówione dotychczas kroki dotyczyły zmian jednej zmiennej parametru *EVA* (wzór 1.8). Dwie kolejne zmienne: koszt kapitału i wartość kapitału zaangażowanego tworzą razem zapłatę za kapitał. Na ten obszar decyzje o zmniejszeniu stanu zapasów materiałów, towarów i wyrobów gotowych w związku z akceptowaniem wyższego poziomu ryzyka wyczerpania zapasów również oddziałuje. Zmniejszenie zapasów oznacza bowiem mniejsze zapotrzebowanie na kapitał (krok 10), a to oznacza, że można zmniejszyć kapitał zainwestowany (krok 11), co może się przekładać na obniżenie kosztu kapitału w ujęciu procentowym (krok 12). Jest to jednak możliwe w przypadku, gdy zwrócone zostaną najdroższe źródła finansowania. Można również wyobrazić sobie sytuację, że koszt kapitału w ujęciu procentowym się nie zmieni, gdyż uwolnione z zapasów źródła finansowania zostaną zaangażowane w inne obszary (należności, środki trwałe), które w perspektywie mogą spowodować wzrost *NOPAT*. Niewykluczony jest też wzrost procentowego kosztu kapitału, gdy środki uzyskane ze zmniejszenia zapasów zostaną wykorzystane na spłatę najtańszych źródeł finansowania. Przyjmując jednak pierwotną wersję, zmniejszenie zapotrzebowania na kapitał oraz zmniejszenie procentowego kosztu kapitału będzie pozytywnie wpływać na parametr *EVA*. Łącząc dwa obszary wpływające na parametr *EVA*, można wysnuć wniosek, że pozytywny wpływ podjętej decyzji na parametr *EVA* będzie miał miejsce w sytuacji, gdy korzyści wynikające ze zmniejszenia kosztu kapitału oraz kosztów operacyjnych będą większe niż straty spowodowane zmniejszeniem przychodów operacyjnych.



Rysunek 2.5.4. Oddziaływanie zapasów na wartość parametru *EVA*. *Źródło: opracowanie własne*



Rysunek 2.5.5. Przykład oddziaływania decyzji podejmowanych w obszarze zarządzania zapasami na wartość parametru *EVA*. *Źródło: opracowanie własne*

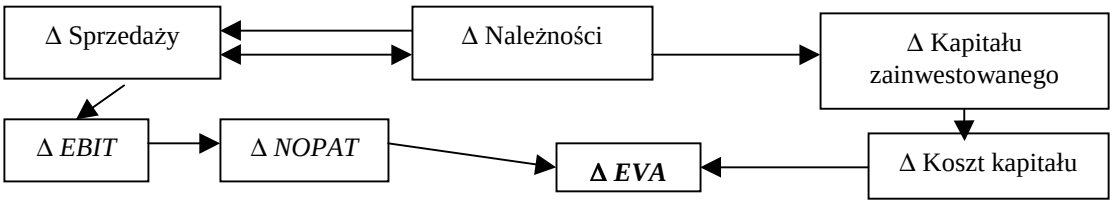
Wpływ zarządzania należnościami na wartość parametrów *EVA* i *CVA*

W przypadku parametru *EVA* i *CVA* zmiany w obszarze zarządzania należnościami (podobnie jak zapasy) mogą wpływać z jednej strony na *NOPAT*, a z drugiej na koszt kapitału (rysunek 2.5.6). Wpływ należności na *NOPAT* jest dwojakiego rodzaju, po pierwsze zwiększenie należności może być konsekwencją sprzedaży lub jej warunkiem, po drugie należnościom towarzyszą koszty monitoringu i windykacji należności, które zmniejszają *NOPAT*. Zmiana należności jest konsekwencją zmian w sprzedaży wtedy, gdy mamy do czynienia z proporcjonalnym przyrostem sprzedaży i należności (czyli warunki sprzedaży: termin płatności i upusty – są stałe) na skutek oddziaływania czynników spoza sfery

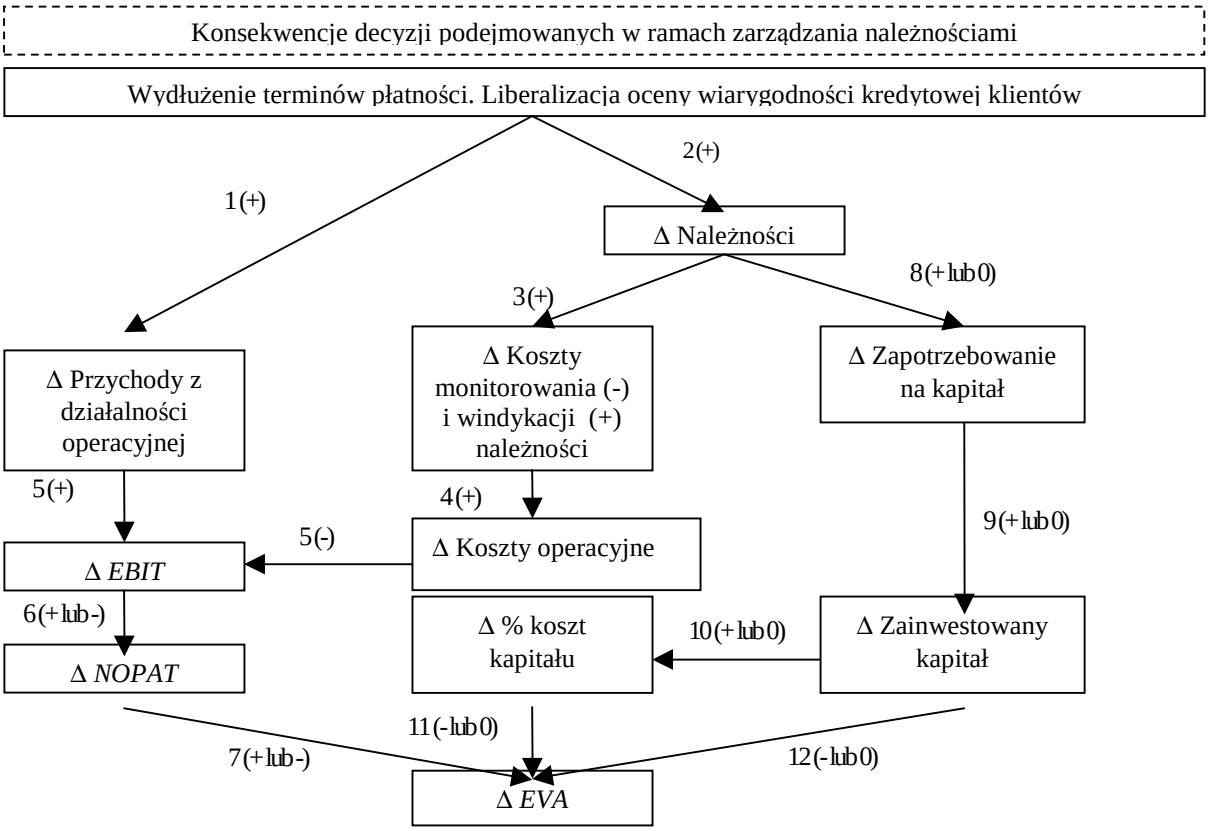
zarządzania należnościami (np. marketingu). Zmiana należności jest natomiast warunkiem wzrostu sprzedaży, gdy jedyną możliwością jest przejście w kierunku defensywnym strategii zarządzania należnościami. Wtedy też, im bardziej skrajnie defensywna strategia zarządzania należnościami, tym szybciej będą przyrastać należności, szybciej niż wzrastać będzie sprzedaż. Oddziaływanie należności na koszt kapitału wystąpi w sytuacji, gdy przyrost należności wymaga znalezienia dodatkowych źródeł finansowania, co zmieni wartościowo koszt kapitału. Konieczność zwiększenia zainwestowanego kapitału może dodatkowo powiększyć procentowy koszt kapitału (gdyż kredytodawcy będą ponosić większe ryzyko), co skutkować będzie dodatkowym wzrostem kosztu kapitału w ujęciu wartościowym. Wzrost należności może być również sfinansowany kosztem innych aktywów (np. środków pieniężnych), a to, choć nie będzie wymagało zmian w kapitale zainwestowanym, to może spowodować wzrost kosztu kapitału (wierzyciele mogą odczytać zamianę aktywów płynnych na trudniej zbywalne, a w części wątpliwe jako wzrost ryzyka).

Proces wpływu decyzji podejmowanych w ramach zarządzania należnościami na wartość parametru *EVA* można prześledzić na rysunku 2.5.7. Jeżeli zostanie np. podjęta decyzja o wydłużeniu terminu płatności i liberalizacji oceny wiarygodności kredytowej klientów, może to mieć wpływ na zwiększenie przychodów (krok 1) i należności (krok 2). Nowi, ale również dotychczasowi klienci będą mogli realizować płatność później niż dotychczas. Oczywiście pierwsze widoczne tego efekty mogą być widoczne dopiero po jakimś czasie. Należy zwrócić uwagę, że procentowy przyrost należności może być większy, a jego skutki bardziej rozciągnięte w czasie niż przyrost przychodów operacyjnych. Liberalizacja oceny wiarygodności kredytowej klientów może spowodować zmniejszenie kosztów monitorowania należności (krok 3). Jednocześnie ta decyzja może oznaczać, że w przyszłości wzrosną koszty windykacji należności i *per saldo* koszty operacyjne mogą wzrosnąć (krok 4). Jeżeli teraz wzrost przychodów operacyjnych będący efektem podjętych decyzji będzie większy niż wzrost kosztów operacyjnych, to wzrośnie *EBIT* (krok 5). Wzrost *EBIT* przy nie zmienionym opodatkowaniu będzie oznaczał wzrost *NOPAT* (krok 6), jednego z elementów wzoru na *EVA* (krok 7). Wzrost należności zwiększy zapotrzebowanie na kapitał, który może być sfinansowany przez zwiększenie kapitału zainwestowanego (krok 8) lub kosztem innych aktywów (najbardziej prawdopodobne jest zmniejszenie zapasów oraz środków pieniężnych i ich ekwiwalentów), jeżeli kapitał zainwestowany nie będzie zmieniany. Jeśli zainwestowany kapitał zostanie zwiększony (krok 9), może to mieć wpływ na procentowy koszt kapitału, który może wzrosnąć (krok 10). Wzrost ten może wynikać co najmniej z dwóch powodów: gdy zwiększony zostanie kapitał własny, to zmieni się struktura

finansowania aktywów i średni ważony koszt kapitału wzrośnie; jeżeli natomiast zwiększony zostanie kapitał obcy przez zaciągnięcie nowego kredytu, to kredytodawcy mogą uznać, że pożyczanie przedsiębiorstwu kolejnych pieniędzy wiąże się ze wzrostem ryzyka i podniosą oprocentowanie kredytu, co spowoduje wzrost średnio ważonego kapitału (krok 11). A zatem decyzje podejmowane w ramach zarządzania należnościami mogą wpływać na trzy parametry składające się na wskaźnik *EVA* (*NOPAT*, zainwestowany kapitał i koszt kapitału).[245]



Rysunek 2.5.6. Oddziaływanie należności na wartość parametru *EVA i CVA.* *Źródło: opracowanie własne*



1, 2 … - kroki opisane w tekście (+, - , 0) – pozytywny, negatywny wpływ, brak wpływu

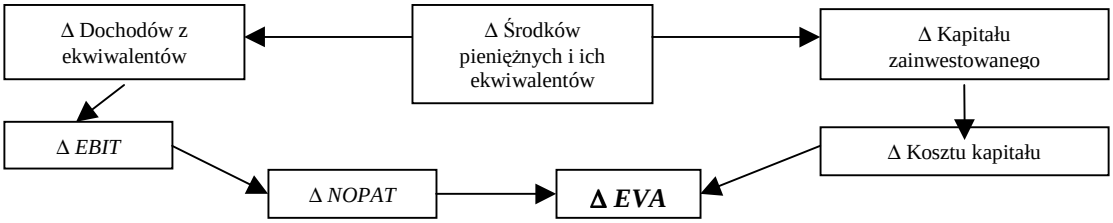
Rysunek 2.5.7. Przykład oddziaływania decyzji podejmowanych w obszarze zarządzania należnościami na wartość parametru *EVA*. *Źródło: opracowanie własne*

[245] W przypadku *CVA* zarządzanie należnościami będzie wpływać na *GOPAT*, kapitał zainwestowany i koszt kapitału.

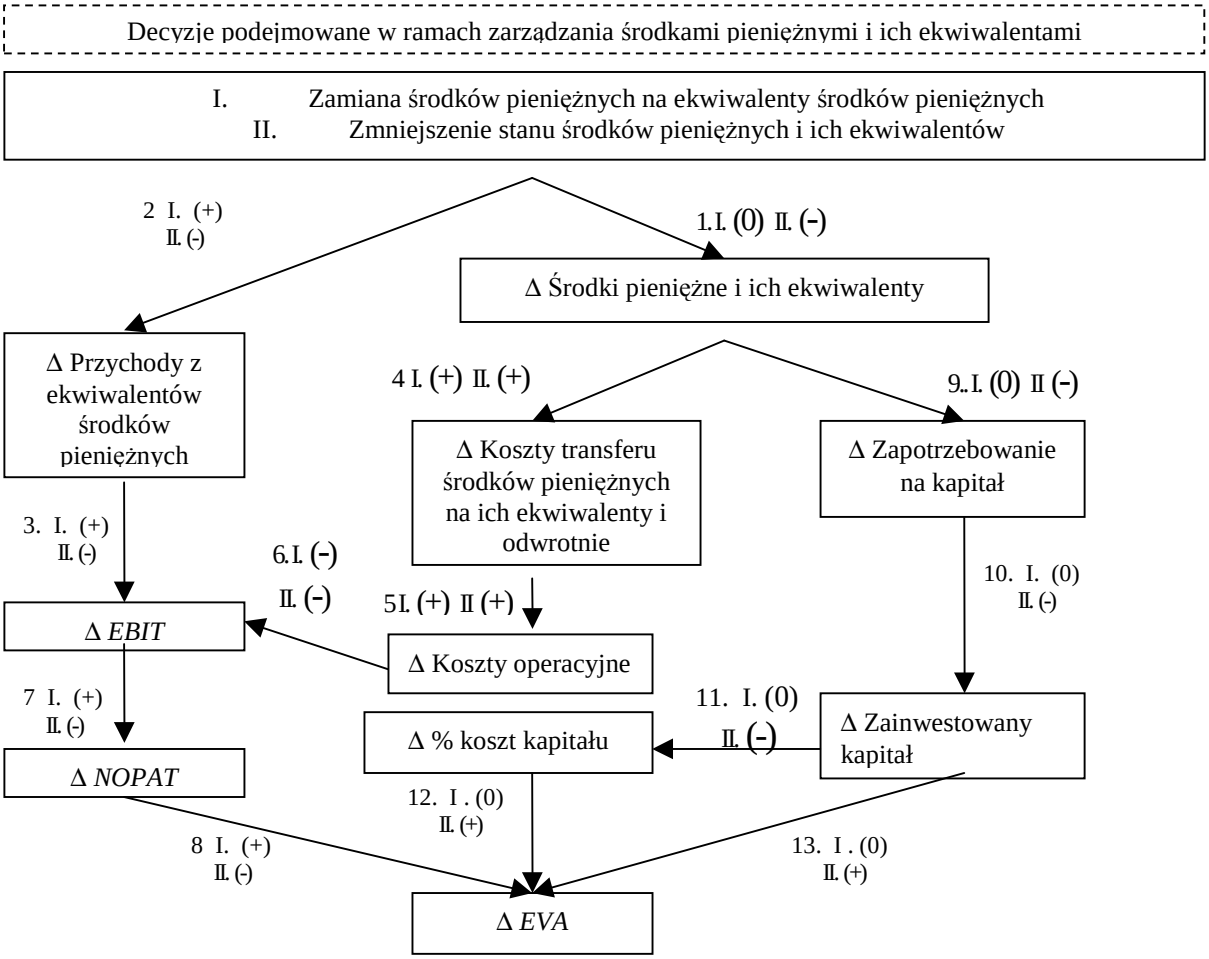
Wpływ zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami na wartość parametrów *EVA* i *CVA*

Ogólne możliwości oddziaływania decyzji podejmowanych w obszarze zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami na wartość parametrów *EVA* i *CVA* ilustruje rysunek 2.5.8. Jak z niego wynika, zarządzanie środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami może wpływać na wszystkie składniki parametru *EVA: NOPAT*, zainwestowany kapitał i koszt zainwestowanego kapitału. Wpływ konkretnych decyzji z tego obszaru na te parametry można prześledzić na rysunku 2.5.9. Przedstawiono na nim wpływ dwóch decyzji z obszaru zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami na wartość parametru *EVA*. Pierwsza decyzja polega na zamianie środków pieniężnych na ekwiwalenty środków pieniężnych, druga na zmniejszeniu stanu środków pieniężnych i ich ekwiwalentów w związku ze zmianą strategii z defensywnej na (bardziej) ofensywną. Pierwsza decyzja zmienia wewnętrzną strukturę środków pieniężnych i ich ekwiwalentów (krok 1). Decyzja ta pozytywnie wpłynie na *EBIT* (krok 2), gdyż ekwiwalenty będą generowały większe przychody niż środki pieniężne (przychody te z punktu widzenia *EVA*, jak i innych parametrów stosowanych w koncepcji *VBM*, uznawane są za operacyjne). Jednocześnie wzrosną koszty transferu środków pieniężnych na ekwiwalenty, co spowoduje wzrost kosztów operacyjnych – kroki 4-5 (koszty transferu w rachunkowości zaliczane są do kosztów finansowych, natomiast z punktu widzenia parametrów stosowanych w *VBM* mają charakter operacyjny), co negatywnie wpłynie na *EBIT* (krok 6). Jeżeli czas istnienia tych ekwiwalentów będzie odpowiednio długi, to przychody z ich tytułu będą większe niż koszty transferu, co oznaczać będzie wzrost *EBIT*, który będzie miał odzwierciedlenie we wzroście *NOPAT* (krok 7), co z kolei pozytywnie wpłynie na zmianę zapotrzebowania na kapitał, jak również koszt kapitału (kroki 9-11). W efekcie decyzje te powinny korzystnie wpłynąć na wartość parametrów *EVA* (kroki: 8, 12, 13).

Odmienne konsekwencje niesie realizacja drugiej decyzji, która spowoduje zmniejszanie przychodów z ekwiwalentów środków pieniężnych (krok 2), co odbije się na zmniejszeniu *EBIT* (krok 3), dodatkowo pomniejszą *EBIT* koszty transferu ekwiwalentów na środki pieniężne (kroki 4-6). Zmniejszenie *EBIT* oznaczać będzie mniejszy *NOPAT* (krok 7). Pozytywnym skutkiem tej decyzji będzie zmniejszenie zapotrzebowania na kapitał (krok 9), a to wpłynie na zmniejszenie kapitału zainwestowanego. Jeżeli zostaną spłacone najdroższe źródła finansowania, to zmniejszy się też koszt kapitału. W efekcie druga decyzja przyniesie tym bardziej pozytywny efekt, im dłuższa będzie perspektywa czasowa (oszczędności z tytułu zmniejszenia zainwestowanego kapitału oraz kosztu kapitału będą większe niż utrata korzyści z tytułu przychodów od ekwiwalentów środków pieniężnych (kroki: 8, 12, 13).



Rysunek 2.5.8. Oddziaływanie środków pieniężnych i ich ekwiwalentów na wartość parametru *EVA i CVA.* *Źródło: opracowanie własne*



Rysunek 2.5.9. Przykład oddziaływania decyzji podejmowanych w obszarze zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami na wartość parametru *EVA.* *Źródło: opracowanie własne*

Skutki zmian składników majątku obrotowego na wartość parametru *EVA* lub *CVA* można zaobserwować również na podstawie wzoru (2.5.1). Zakładając, że nastąpi zmiana wielkości zapasów, należności oraz środków pieniężnych i ich ekwiwalentów przy pozostałych czynnikach stałych, które spowodują zmianę *NOPAT* oraz koszt zainwestowanego kapitału ($k \times I$), to prawdziwy będzie wzór (2.5.2). Dlatego też, jeżeli zmiana składników majątku obrotowego (oznaczona symbolem ΔM) wywoła wzrost zapotrzebowania na kapitał ΔI, to gdy zajdzie nierówność (2.5.3), nastąpi wzrost *EVA*. Jeżeli

do przyjętych założeń dodatki przyjmie się, że procentowy koszt kapitału się nie zmieni, to przyrost parametrów *EVA* i *CVA* nastąpi w przypadku, gdy zmiana w obszarze składników majątku obrotowego będzie mniejsza od renty wieczystej z przyrostu *NOPAT* – wzór (2.5.4).

$$EVA = NOPAT_t - (k_t \times I_{t-1}) \tag{2.5.1}$$

Jeżeli nastąpi ΔM, to

$$\Delta EVA = \Delta NOPAT - \Delta(k \times I) \tag{2.5.2}$$

Stąd, jeżeli $\Delta M = \Delta I$, co spowoduje, że

$$\Delta NOPAT > \Delta(k \times I) \tag{2.5.3}$$

to $\Delta EVA \uparrow$ i $\Delta CVA \uparrow$

A przy założeniu, że $\Delta M = \Delta I$, oraz $\Delta k = 0$, to jeżeli

$$\Delta M < \frac{\Delta NOPAT}{k} \tag{2.5.4}$$

to $EVA \uparrow$ i $CVA \uparrow$

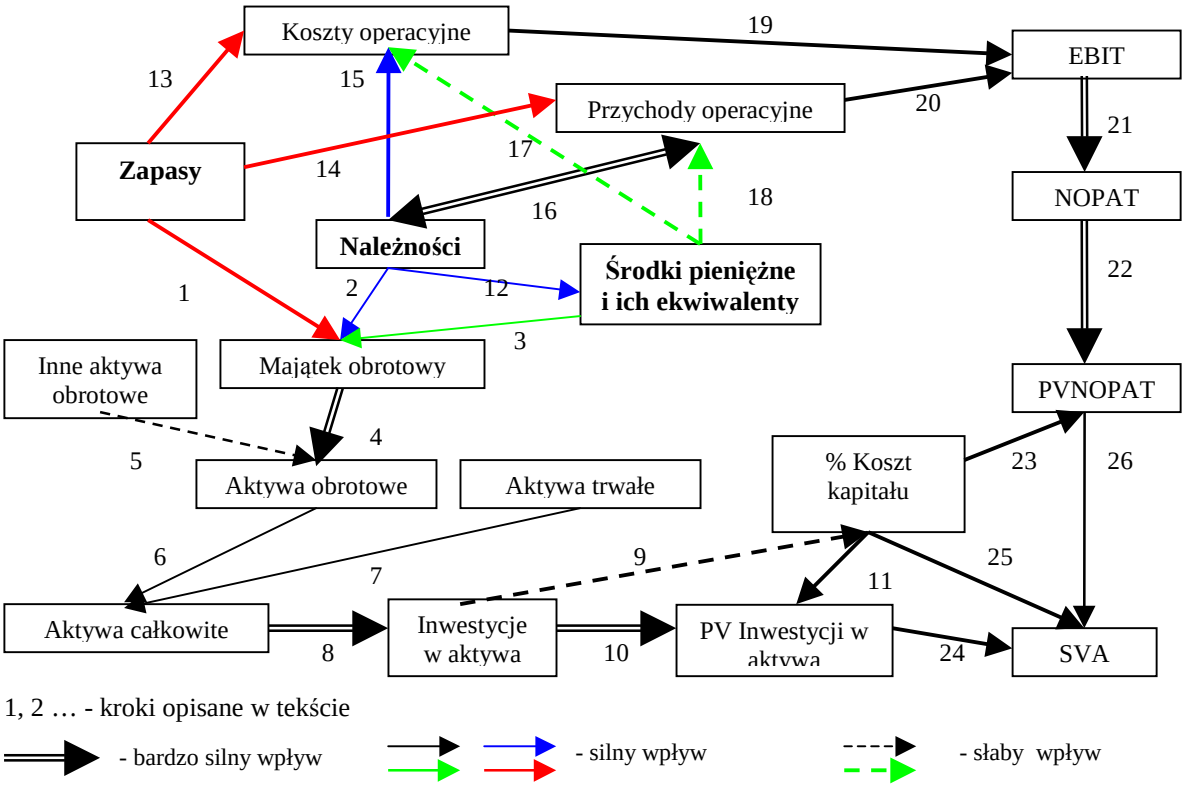
Te same założenia mogą posłużyć do wyznaczania punktu krytycznego, w którym zmiana składników majątku obrotowego nie wpłynie na zmianę *EVA* i *CVA*. Punkt ten osiągnięty zostanie wtedy, gdy zmiana wartości składników majątku obrotowego jest równa rencie wieczystej ze zmiany *NOPAT* – wzór (2.5.5).

Jeżeli $$\Delta M = \frac{\Delta NOPAT}{k} \tag{2.5.5}$$

to $EVA = 0$ *i* $CVA = 0$

2.5.3 Wpływ zarządzania majątkiem obrotowym na wartość parametru *SVA*

Jak ilustruje to rysunek 2.5.10, wpływ składników majątku obrotowego na wartość parametru *SVA* ma podobny przebieg jak w przypadku parametru *EVA*. Wielkość zapasów, należności oraz środków pieniężnych współdecyduje o bieżącej wartości inwestycji w aktywa (kroki 1-11). Jednocześnie decyzje podejmowane w ramach zarządzania zapasami, należnościami oraz środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami wpływają na generowany przez przedsiębiorstwo *EBIT* (kroki 13 i 20), a po opodatkowaniu *NOPAT* (krok 21). Z rysunku wynika więc, że składniki majątku obrotowego wpływają na parametr *SVA* w dwojaki sposób: z jednej strony oddziałują na bieżącą wartość inwestycji w aktywa oraz procentowy koszt kapitału, a z drugiej strony współdecydują o wartości bieżącej *NOPAT*.

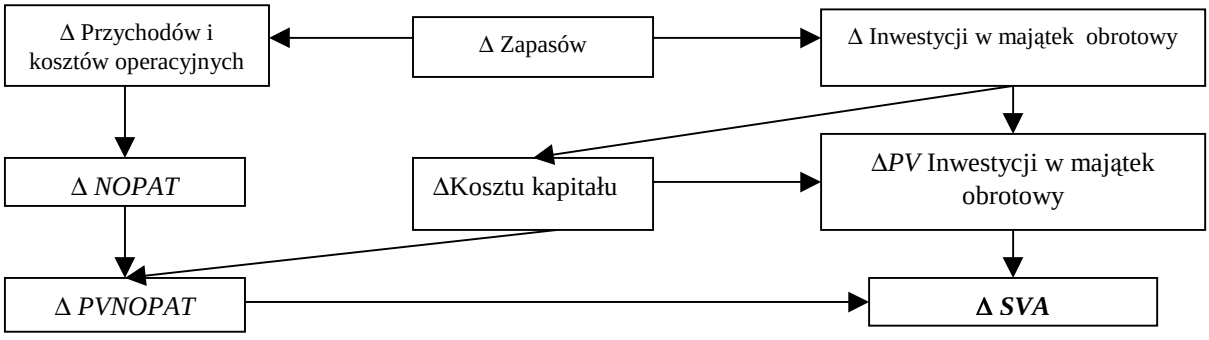


Rysunek 2.5.10. Wpływ składników majątku obrotowego na wartość parametru SVA. *Źródło: opracowanie własne*

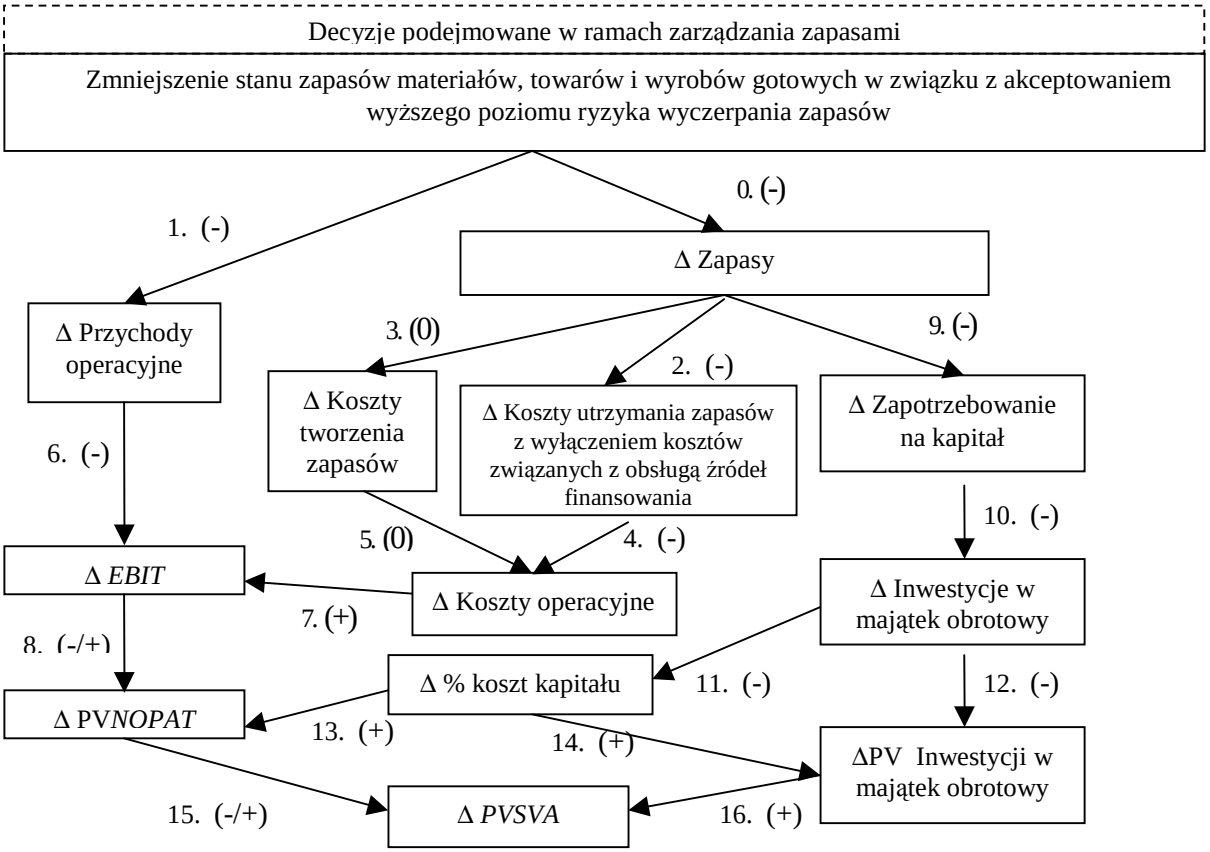
Wpływ zarządzania zapasami na wartość parametrów *SVA*

Wpływ zapasów na wartość parametru *SVA* ma charakter dwukierunkowy (rysunek 2.5.11). Z jednej strony zapasy umożliwiają realizowanie sprzedaży, a przez konieczność ich odnawiania i utrzymywania wpływają na wielkość kosztów operacyjnych, z drugiej zaś strony współdecydują (z innymi aktywami) o wielkości inwestycji w aktywa. Jeżeli przedsiębiorstwo dokonuje racjonalizacji sfery zapasów, która nie będzie negatywnie oddziaływać na sprzedaż produktów lub towarów, a jej pozytywnym efektem będzie ograniczenie kosztów związanych z zapasami, to z pewnością działanie to korzystnie wpłynie na kształtowanie się parametru *SVA*. Mniej jednoznaczny wynik może przynieść decyzja o zwiększeniu lub zmniejszeniu poziomu zapasów w związku ze zmianą akceptowanego poziomu ryzyka wyczerpania zapasów. Szczegółowy przebieg wpływu takich zmian w zapasach na wartości parametru *SVA* ilustruje rysunek 2.5.12. Na rysunku tym badane są konsekwencje podjęcia decyzji o zmniejszeniu zapasów, związanej z zaakceptowaniem większego poziomu ryzyka wyczerpania zapasów (niezaspokojenia potrzeb klientów). Decyzja ta może negatywnie wpłynąć na przychody operacyjne (krok 1). Jednocześnie spowoduje spadek kosztów utrzymania zapasów, z tym że część kosztów utrzymania (np. koszty magazynowania, obsługi, ubezpieczenia zapasów) zalicza się do kosztów operacyjnych (krok 2), natomiast koszty związane z obsługą źródeł finansowania zaliczane są

do kosztów finansowych i na rysunku 6 ujęte są w krokach 9-14. Sformułowana decyzja nie powinna zmienić kosztów tworzenia zapasów (krok 3). Efektem zmian kosztów utrzymania przy niezmienionych kosztach tworzenia zapasów będą niższe koszty operacyjne (kroki 4-5). Zmniejszenie przychodów negatywnie oddziałuje na *EBIT* (krok 6), jednocześnie zmniejszenie kosztów operacyjnych pozytywnie wpływa na *EBIT* (krok 7). W związku z tym *EBIT* może zarówno wzrosnąć (gdy zmniejszenie kosztów operacyjnych będzie większe od zmniejszenia przychodów operacyjnych), jak i spaść (gdy będzie odwrotnie). Zmiany w *EBIT* automatycznie przekładają się na takie same zmiany w *NOPAT* (krok 8). Omówione dotychczas kroki dotyczyły zmian jednej zmiennej parametru *SVA*. Dwie kolejne zmienne: procentowy koszt kapitału i inwestycje w majątek tworzą razem realną wartość inwestycji w majątek. Na ten obszar również oddziałuje decyzja o zmniejszeniu stanu zapasów materiałów, towarów i wyrobów gotowych w związku z akceptowaniem wyższego poziomu ryzyka wyczerpania zapasów. Zmniejszenie zapasów oznacza bowiem mniejsze zapotrzebowanie na kapitał (krok 9) i zmniejszenie inwestycji w majątek (krok 10). Oznacza to, że może być zmniejszony kapitał zainwestowany, co może się przekładać na obniżenie kosztu kapitału w ujęciu procentowym (krok 11). Jest to jednak możliwe, jeśli zwrócone zostaną najdroższe źródła finansowania. Niewykluczony jest też wzrost procentowego kosztu kapitału, gdy środki uzyskane ze zmniejszenia zapasów zostaną wykorzystane na spłatę najtańszych źródeł finansowania. Przyjmując jednak pierwotną wersję, zmniejszenie zapotrzebowania na kapitał oraz zmniejszenie procentowego kosztu kapitału zmniejszy bieżącą wartość inwestycji w majątek. Mniejszy procentowy koszt kapitału również pozytywnie wpłynie na wartość bieżącą *NOPAT*. Łącząc teraz dwa obszary wpływające na parametr *SVA*, można wysnuć wniosek, że pozytywny wpływ podjętej decyzji na ten parametr będzie miał miejsce w sytuacji, gdy korzyści wynikające ze zmniejszenia kosztu kapitału oraz kosztów operacyjnych będą większe niż straty spowodowane zmniejszeniem przychodów operacyjnych.



Rysunek 2.5.11. Oddziaływanie zapasów na wartość parametru *SVA*. *Źródło: opracowanie własne*



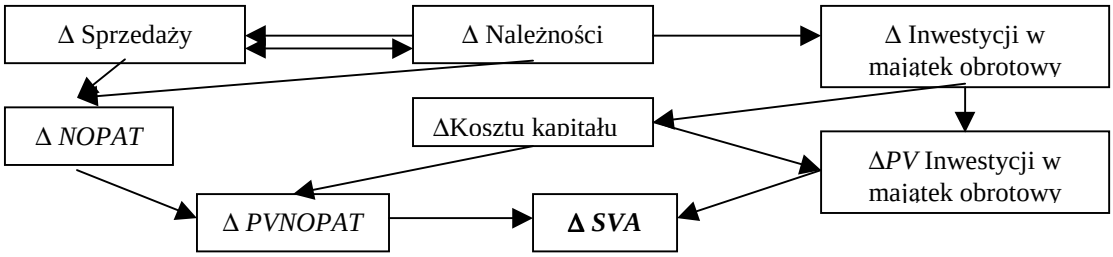
Rysunek 2.5.12. Przykład oddziaływania decyzji podejmowanych w obszarze zarządzania zapasami na wartość parametru *SVA*. *Źródło: opracowanie własne*

Wpływ zarządzania należnościami na wartość parametrów *SVA*

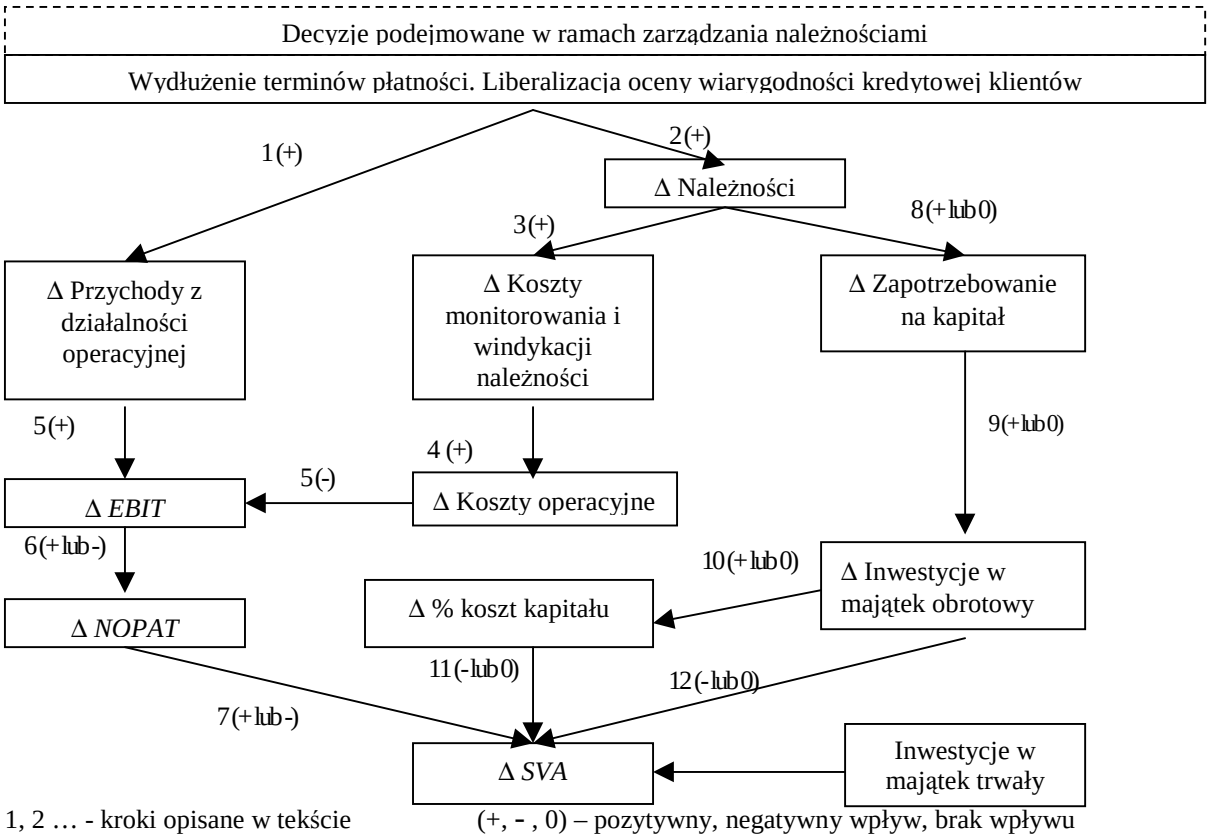
Oddziaływanie należności na parametr *SVA* ma charakter dwukierunkowy (rysunek 2.5.13). Z jednej strony analogiczne jak w przypadku wcześniej opisanego parametru *EVA* należności wpływają na *NOPAT*, z drugiej wpływają na inwestycje w majątek obrotowy. Tak jak wpływ wzrostu należności na *SVA* poprzez *NOPAT* może być zarówno pozytywny (wzrost przychodów), jak i negatywny (koszty związane z monitorowaniem i windykacją należności), tak wpływ na *SVA* przez inwestycje w majątek obrotowy może być negatywny lub neutralny. Negatywny wpływ będzie wtedy, gdy wzrosną inwestycje w majątek obrotowy; neutralny wystąpi, gdy przyrost należności spowoduje zmniejszenie innych aktywów i w konsekwencji inwestycje w majątek obrotowy wyniosą zero.

Badając wpływ zarządzania należnościami na zmiany wartości parametru *SVA*, należy zwrócić uwagę na fakt, iż, tak samo jak w przypadku wskaźników *EVA* i *CVA*, nie można porównywać jedynie zmian części składowych tego parametru z należnościami w tym samym okresie. Trzeba uwzględnić przesunięcia czasowe między podjętą decyzją (np. wydłużeniem

terminów płatności) a jej konsekwencjami. Proces wpływu decyzji podejmowanych w ramach zarządzania należnościami na wartość parametru *SVA* można prześledzić na rysunku 2.5.14. Mechanizm zmian w *NOPAT* będzie analogiczny jak w przypadku wyżej omówionym *EVA* i *CVA*. Podobnie jak w przypadku parametru *EVA*, decyzje w ramach zarządzania należnościami mogą wpływać na koszt kapitału używanego do obliczania *SVA*.[246]



Rysunek 2.5.13. Oddziaływanie należności na wartość parametru *SVA*. *Źródło: opracowanie własne.*

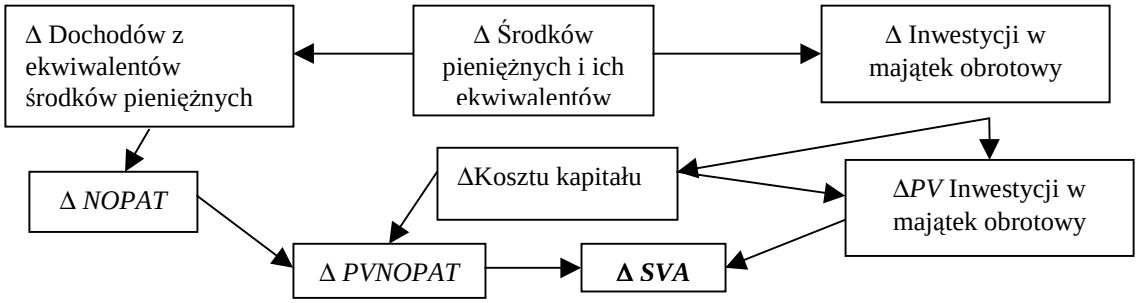


Rysunek 2.5.14. Przykład oddziaływania decyzji podejmowanych w obszarze zarządzania należnościami na wartość parametru *SVA*. *Źródło: opracowanie własne*

[246] Należy zaznaczyć, że przy liczeniu *SVA* Rappaport zaleca stosowanie stałej, docelowej wielkości kosztu kapitału; w rozważaniach powyższych autor stara się pokazać realne mechanizmy, które mogą wpłynąć na

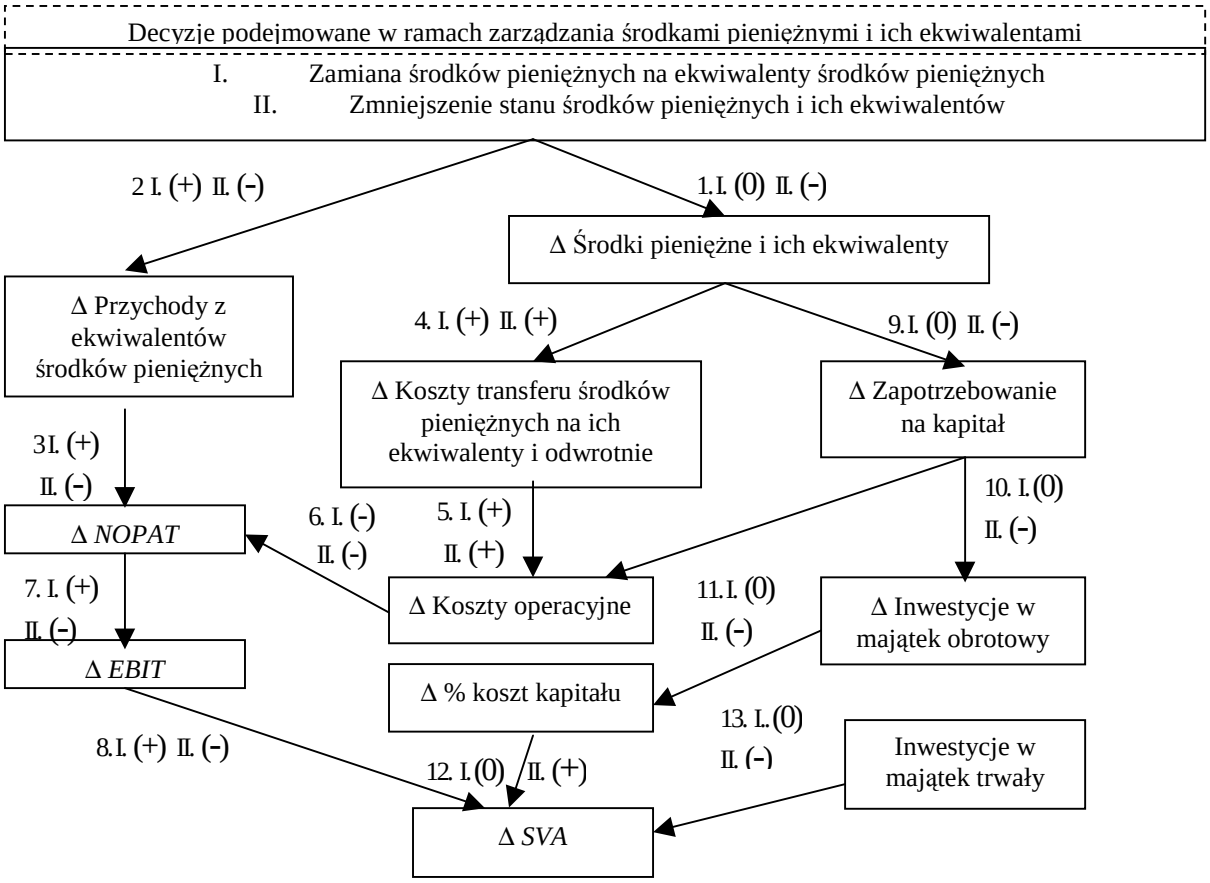
Wpływ zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami na wartość parametrów *SVA*

Ogólne możliwości oddziaływania decyzji podejmowanych w obszarze zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami na wartość parametru *SVA* ilustruje rysunek 2.5.15. Jak z niego wynika zarządzanie środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami może wpływać na część składników parametru *SVA: NOPAT* i inwestycje w majątek obrotowy. Wpływ konkretnych decyzji z tego obszaru na te parametry można prześledzić na rysunku 2.5.16. Jak wynika, z rysunku, decyzje o zwiększeniu ekwiwalentów środków pieniężnych kosztem środków pieniężnych czy też o zmniejszeniu środków pieniężnych i ich ekwiwalentów celem wykupu części kapitałów finansujących przedsiębiorstwo wpływają na *NOPAT,* analogicznie jak w przypadku parametrów *EVA* i *CVA*. A zatem decyzje te będą miały wpływ na zapotrzebowanie na kapitał i koszt kapitału. Podsumowując, podjęcie decyzji o zwiększeniu ekwiwalentów środków pieniężnych kosztem środków pieniężnych spowoduje wzrost *NOPAT* i nie powinno zmienić inwestycji w majątek obrotowy oraz kosztu kapitału, a to przyczyni się do zwiększenia wartości parametru *SVA*. Druga decyzja: o zmniejszeniu środków pieniężnych i ich ekwiwalentów celem wykupu części kapitałów finansujących przedsiębiorstwo, negatywnie oddziałuje na *NOPAT*, choć z drugiej strony zmniejsza wielkość inwestycji w majątek obrotowy i może wpłynąć na zmniejszenie kosztu kapitału. W związku z tym wpływ tej decyzji może zwiększyć wartość *SVA* przy założeniu, że korzyści wynikające ze zmniejszenia inwestycji w majątek obrotowy i ze zmiany kosztu kapitału przekroczą straty wynikłe ze zmniejszenia *NOPAT*.



Rysunek 2.5.15. Oddziaływanie środków pieniężnych i ich ekwiwalentów na wartość parametru *SVA*. *Źródło: opracowanie własne*

zmiany modelowych parametrów.



Rysunek 2.5.16. Przykład oddziaływania decyzji podejmowanych w obszarze zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami na wartość parametru *SVA*. *Źródło: opracowanie własne*

Skutki zmian składników majątku obrotowego na wartość parametru *SVA* można zaobserwować również na podstawie wzoru (2.5.6). Zakładając, że nastąpi zmiana wielkości majątku obrotowego przy pozostałych czynnikach stałych oraz że zmiany w majątku obrotowym i w *NOPAT* zachodzą w tym samym czasie (w rzeczywistości np. zmiany w zapasach będą prawdopodobnie wyprzedzały zmiany w *NOPAT*, a w przypadku należności oraz środków pieniężnych i ich ekwiwalentów zmiany zajdą później niż w *NOPAT*), to prawdziwy jest wzór (2.5.7). Dlatego też, jeżeli zmiany w majątku obrotowym spowodują, że nierówność (2.5.8) jest prawdziwa, to jeżeli zmiana w majątku obrotowym będzie mniejsza od renty wieczystej ze zmiany *NOPAT* – (wzór (2.5.9)), nastąpi wzrost *SVA*.

$$PVSVA = \frac{\Delta NOPAT}{k(1+k)^n} - \left(\frac{\Delta I_{FA}}{(1+k)^n} + \frac{\Delta I_{WC}}{(1-k)^{n+1}} \right) \tag{2.5.6}$$

Jeżeli $\Delta I_{WC} = \Delta M$, a $\Delta I_{FA} = 0$ oraz że ΔM i $\Delta NOPAT$ odbywa się w tym samym czasie, to

$$PVSVA = \frac{\Delta NOPAT}{k(1+k)^n} - \frac{\Delta M}{(1+k)^n} \tag{2.5.7}$$

Dalej, jeżeli

$$\frac{\Delta NOPAT}{k(1+k)^n} > \frac{\Delta M}{(1+k)^n} \tag{2.5.8}$$

czyli

$$\frac{\Delta NOPAT}{k} > \Delta M \tag{2.5.9}$$

to $SVA\uparrow$

Te same założenia pomagają wyznaczyć punkt krytyczny, w którym zmiana majątku obrotowego nie wpłynie na zmianę *SVA.* Punkt ten osiągnięty zostanie wtedy, gdy zmiana wartości majątku obrotowego jest równa rencie wieczystej ze zmiany *NOPAT* - wzór (2.5.10). Jeżeli

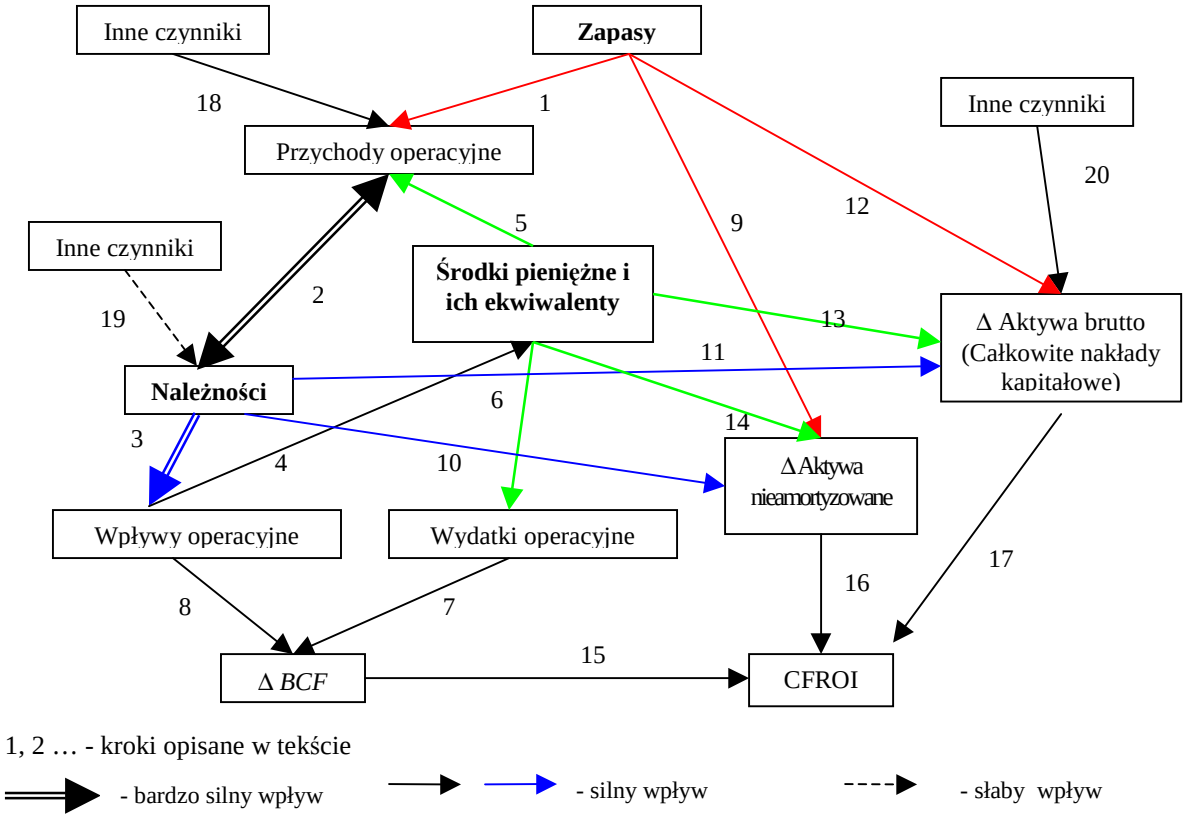
$$\frac{\Delta NOPAT}{k} = \Delta M \tag{2.5.10}$$

to $\Delta SVA = 0$

2.5.4 Wpływ zarządzania majątkiem obrotowym na wartość parametru *CFROI*

Wpływ składników majątku obrotowego na wartość parametru *CFROI* zaprezentowano na rysunku 2.5.17 Jak widać na rysunku decyzje podejmowane w ramach zarządzania zapasami w istotny sposób wpływają na przychody uzyskiwane przez przedsiębiorstwo ze sprzedaży (krok 1). Uzyskane przez przedsiębiorstwo przychody z jednej strony determinują wielkość należności, a z drugiej strony są uzależnione od przyjętej polityki kredytowej, będącej jednym ze składników zarządzania należnościami (krok 2). Polityka kredytowa oraz podejście do windykacji należności (elementy zarządzania należnościami) decydują o wpływach gotówki z tytułu zrealizowanej sprzedaży (krok 3). Wielkość realizowanych wpływów współdecyduje z szeregiem innych czynników o wielkości środków pieniężnych i ich ekwiwalentów (krok 4). Decyzje podejmowane w ramach zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami wpływają na przychody finansowe (według nomenklatury przyjętej w rachunkowości, na rysunku zaliczono je do przychodów operacyjnych) - krok 5. Decyzje podejmowane w ramach zarządzania środkami pieniężnymi wpływają również na wielkość wydatków operacyjnych (krok 6). Wpływy i wydatki operacyjne przesądzają o wielkości *brutto cash flow – BCF* (kroki 7-8), którego zmiana jest

jednym z podstawowych składników niezbędnych do określenia *CFROI* (krok 15). Wszelkie zmiany wartości majątku obrotowego odpowiadają zmianom wartości aktywów nieamortyzowanych (kroki 9-11), które są kolejnym elementem niezbędnym do obliczenia *CFROI* (krok 16). Jednocześnie realizowane przez przedsiębiorstwo metody zarządzania majątkiem obrotowym określają potrzeby w zakresie jego finansowania, które zderzają się z możliwościami przedsiębiorstwa ponoszenia nakładów kapitałowych (kroki 12-14). W związku z tym zarządzanie majątkiem obrotowym wpływa na zmianę aktywów brutto, które są trzecim elementem niezbędnym do wyznaczenia parametru *CFROI* (krok 17).



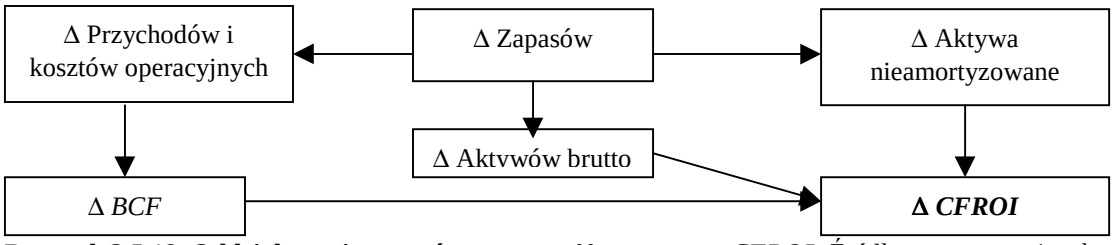
Rysunek 2.5.17. Wpływ składników majątku obrotowego na wartość parametru CFROI. *Źródło: opracowanie własne*

Wpływ zarządzania zapasami na wartość parametrów *CFROI*

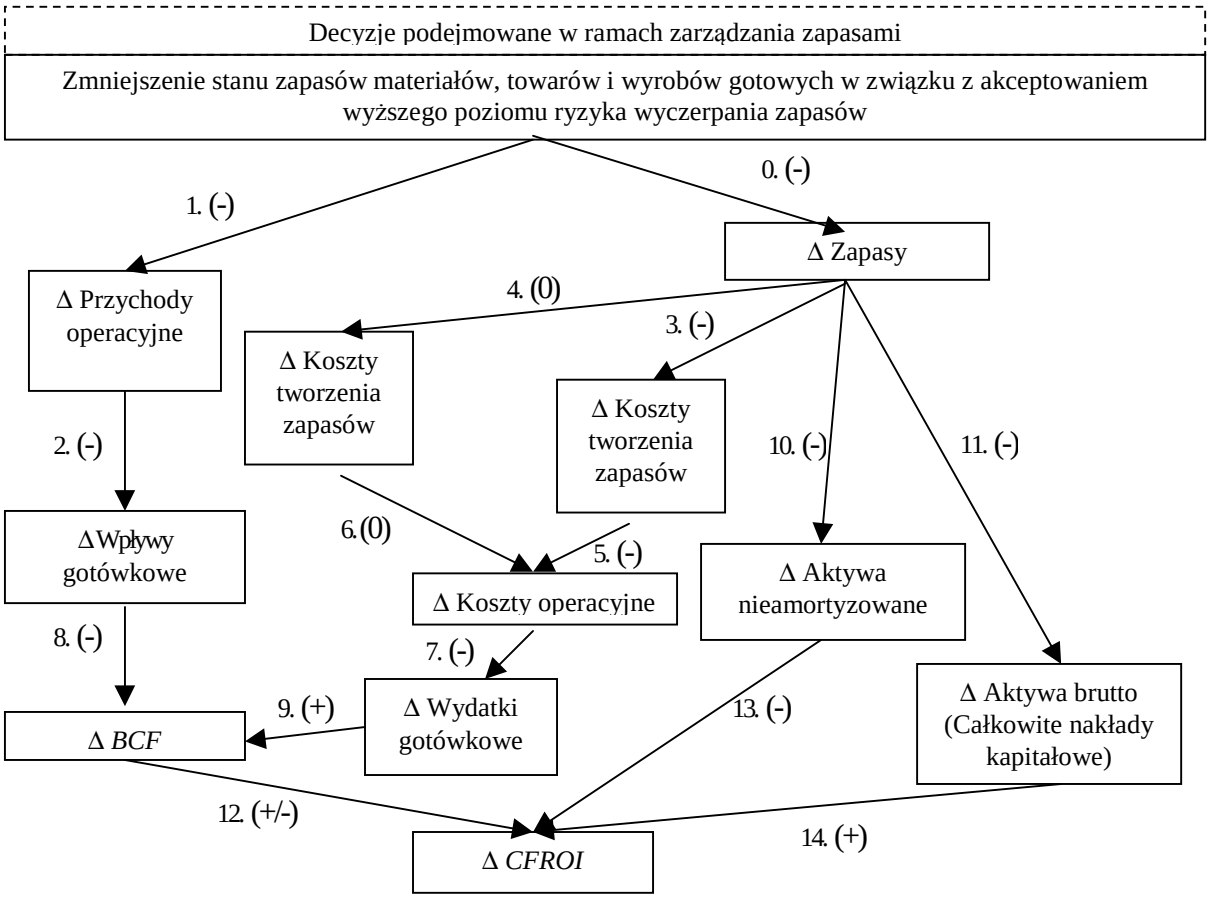
Zapasy wpływają na wartość parametru *CFROI* poprzez trzy zmienne (rysunek 2.5.18): (1) oddziałują na przepływy pieniężne brutto przez wpływy gotówkowe z tytułu sprzedaży i wydatki z tytułu prowadzonych zakupów, (2) składają się na aktywa nieamortyzowane, a także (3) współdecydują (z innymi aktywami) o wielkości inwestycji brutto w aktywa. Jeżeli przedsiębiorstwo dokonuje racjonalizacji sfery zapasów, która nie będzie negatywnie oddziaływać na wpływy gotówkowe, a jej pozytywnym efektem będzie ograniczenie wydatków związanych z zapasami, to z pewnością działanie to korzystnie

wpłynie na kształtowanie się parametru *CFROI*. Mniej jednoznaczny wynik może przynieść decyzja o zwiększeniu lub zmniejszeniu poziomu zapasów w związku ze zmianą akceptowanego poziomu ryzyka wyczerpania zapasów. Szczegółowy przebieg wpływu takich zmian w zapasach na wartości parametru *CFROI* ilustruje rysunek 2.5.19. Na rysunku tym badane są konsekwencje podjęcia decyzji o zmniejszeniu zapasów, związanej z zaakceptowaniem większego poziomu ryzyka wyczerpania zapasów (niezaspokojenia potrzeb klientów). Decyzja ta może negatywnie wpłynąć na przychody operacyjne (krok 1), co przekłada się na realizowane wpływy gotówkowe (krok 2). Jednocześnie spowoduje spadek kosztów utrzymania zapasów, z tym że część kosztów utrzymania np. koszty magazynowania, obsługi, ubezpieczenia zapasów zaliczane jest do kosztów operacyjnych (krok 3), natomiast koszty związane z obsługą źródeł finansowania zaliczane są do kosztów finansowych i na rysunku 2.5.19 nie są ujęte, gdyż rzeczywisty koszt kapitału zaangażowanego w finansowanie aktywów jest punktem odniesienia dla *CFROI*. Sformułowana decyzja nie powinna zmienić kosztów tworzenia zapasów (krok 4) (z tych samych powodów jak omówione w punkcie dotyczącym wpływu zapasów na *EVA*).

Efektem zmian kosztów utrzymania i przy niezmienionych kosztach tworzenia zapasów będą niższe koszty operacyjne (kroki 5-6), a to z kolei przekłada się na niższe wydatki (krok 7). Zmniejszenie wpływów negatywnie oddziałuje na *BCF* (*brutto cash flow*) (krok 8) jednocześnie zmniejszenie wydatków operacyjnych pozytywnie wpływa na *BCF* (krok 9). W związku z tym *BCF* może zarówno wzrosnąć (gdy zmniejszenie wydatków operacyjnych będzie większe od zmniejszenia wpływów operacyjnych), jak i spaść (gdy będzie odwrotnie). Omówione dotychczas kroki dotyczyły zmian jednej zmiennej parametru *CFROI* (wzór 2.5.11). Kolejna zmienna to aktywa nieamortyzowane. Decyzja o zmniejszeniu stanu zapasów materiałów, towarów i wyrobów gotowych w związku z akceptowaniem wyższego poziomu ryzyka wyczerpania zapasów powoduje zmniejszenie wielkości aktywów nieamortyzowanych (krok 10). Zmniejszenie zapasów oznacza też zmniejszenie inwestycji w aktywa brutto (krok 11). A zatem *BCF* może wpłynąć na *CFROI* w sposób pozytywny, jak i negatywny (krok 12), zmniejszenie aktywów nieamortyzowanych wpłynie negatywnie na *CFROI* (krok 13), a spadek inwestycji w aktywa brutto będzie oddziaływał pozytywnie (krok 14). Łącząc teraz te trzy obszary, można wysnuć wniosek, że pozytywny wpływ podjętej decyzji na ten parametr będzie miał miejsce w sytuacji, gdy korzyści wynikające ze zmniejszenia wydatków i inwestycji brutto będą większe niż straty spowodowane mniejszymi wpływami i zmniejszeniem aktywów nieamortyzowanych.



Rysunek 2.5.18. Oddziaływanie zapasów na wartość parametru *CFROI.* *Źródło: opracowanie własne*



1, 2 … - kroki opisane w tekście (+, - , 0) – pozytywny, negatywny wpływ, brak wpływu

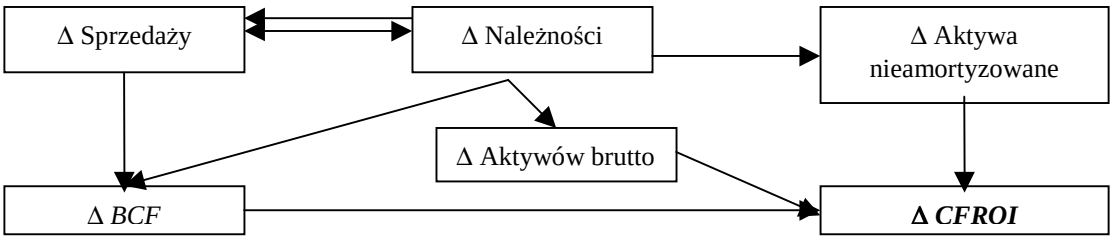
Rysunek 2.5.19. Przykład oddziaływania decyzji podejmowanych w obszarze zarządzania zapasami na wartość parametru *CFROI.* *Źródło: opracowanie własne*

Wpływ zarządzania należnościami na wartość parametrów *CFROI*

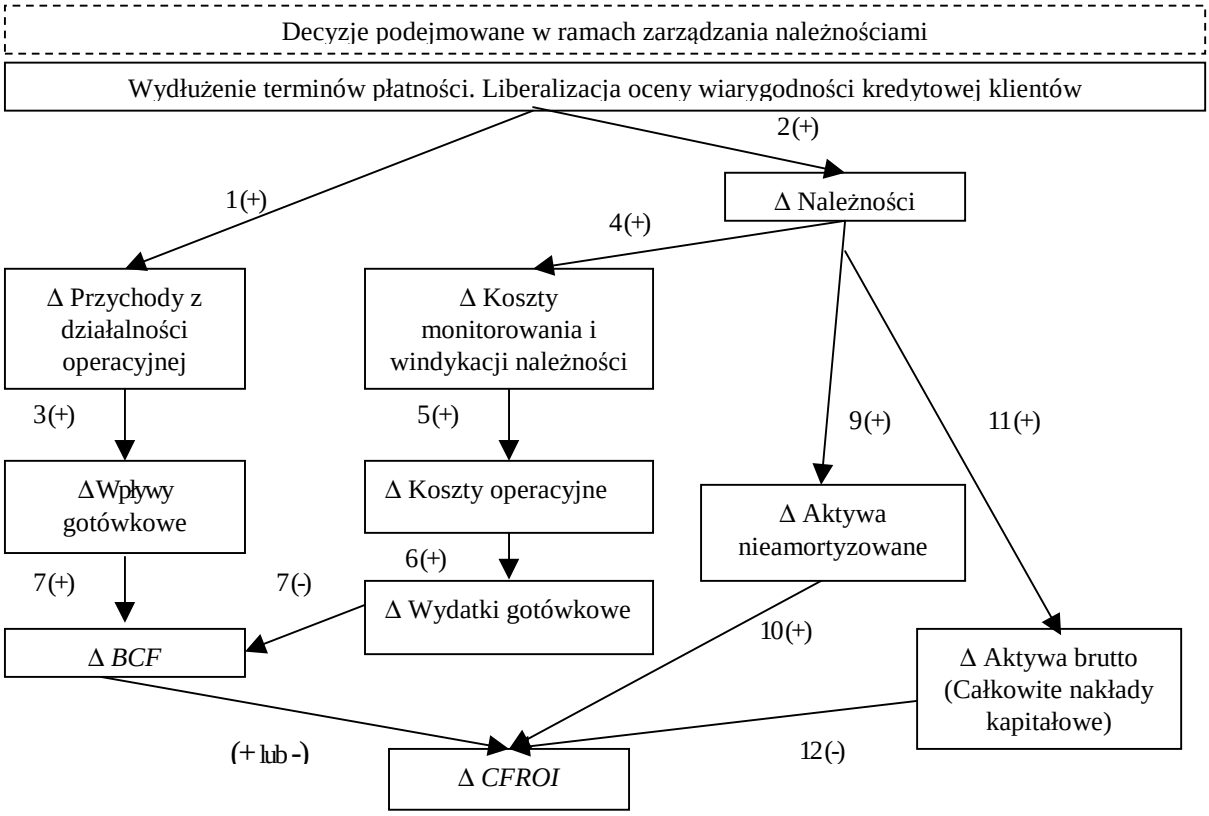
Podobnie jak w poprzednich miernikach, wpływ należności na parametr *CFROI* ma charakter dwukierunkowy (rysunek 2.5.20). Analogiczne jak we wcześniejszych parametrach, należności mogą być konsekwencją sprzedaży lub jej warunkiem. Wielkość sprzedaży i jakość należności warunkują wpływy pieniężne z tego tytułu (*brutto cash flow*), gdyż jeżeli wzrosną przychody ze sprzedaży, a wpływy ze sprzedaży wykażą znacznie mniejsze tempo wzrostu (uwzględniając przesunięcie czasowe związane z terminami płatności), to będą to konsekwencje posiadania trudnych i „złych" należności. W związku z tym, że parametr *CFROI* opiera się na podejściu gotówkowym, decyzje podejmowane w ramach zarządzania

należnościami powinny być szczególnie widoczne. Z drugiej strony należności są składnikiem aktywów nieamortyzowanych i jako płynne aktywa powiększają *brutto cash flow – BCF* (im wyższy *BCF*, tym wyższy *CFROI*). Przyrost należności może powodować wzrost sumy aktywów, a to z kolei może wpłynąć na wzrost wymaganej stopy zwrotu (ROI_p). W związku z tym najkorzystniejsza sytuacja jest wtedy, gdy wzrost należności nie spowoduje wzrostu sumy aktywów, czyli sfinansowanie dodatkowych należności odbędzie się kosztem innych aktywów nieamortyzowanych, np. zapasów, środków pieniężnych (jeśli tkwią w nich rezerwy).

Badając wpływ zarządzania należnościami na zmiany wartości parametru *CFROI*, należy zwrócić uwagę na fakt iż – tak samo jak w przypadku wcześniej omawianych wskaźników *EVA*, *CVA* i *SVA* – nie można porównać zmian części składowych tego parametru z należnościami jedynie w tym samym okresie czasu. Trzeba uwzględnić przesunięcia czasowe między podjętą decyzją (np. wydłużeniem terminów płatności) a jej konsekwencjami. Proces wpływu decyzji podejmowanych w ramach zarządzania należnościami na wartość parametru *CFROI* można prześledzić na rysunku 2.5.21. Mechanizm zmian w przychodach i kosztach operacyjnych jest dość podobny jak w przypadku parametru *EVA* i *CVA* (kroki 1, 2, 4 i 5). Różnica polega na tym, że w przypadku parametru *CFROI* zmiana przychodów zostanie zauważona w zmianie wpływów gotówkowych (krok 3), a ewentualny wzrost kosztów operacyjnych w wydatkach (krok 6). Zmiany wpływów i wydatków będą oddziaływać na *brutto cash flow* (krok 7), jeden z trzech podstawowych elementów niezbędnych do obliczenia *CFROI* (krok 8). Wzrost należności może oznaczać proporcjonalny wzrost aktywów nieamortyzowanych (krok 9) oraz całkowitych nakładów kapitałowych (aktywa brutto) (krok 11). Wzrost *brutto cash flow* oraz aktywów nieamortyzowanych będzie sprzyjał zwiększeniu *CFROI* (krok 8 i 10), natomiast powiększanie aktywów brutto będzie go zmniejszać (krok 12). Podsumowując, decyzje podejmowane w ramach zarządzania należnościami mogą wpływać na parametry składające się na wskaźnik *CFROI* (*BCF*, *ANA*, aktywa brutto).



Rysunek 2.5.20. Oddziaływanie należności na wartość parametru *CFROI*. *Źródło: opracowanie własne*



1, 2 … - kroki opisane w tekście (+, - , 0) – pozytywny, negatywny wpływ, brak wpływu

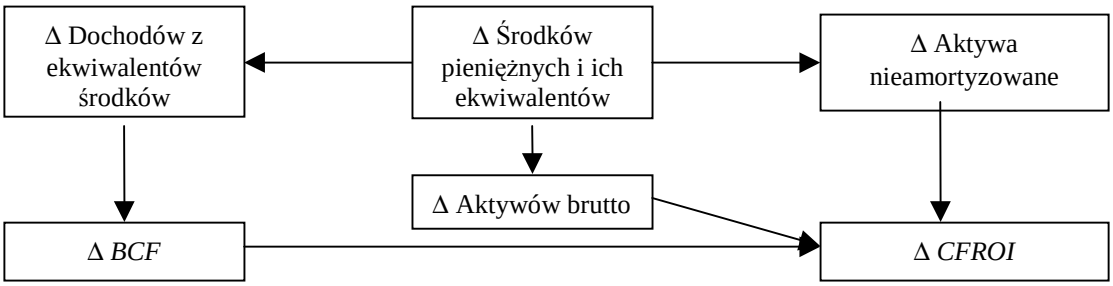
Rysunek 2.5.21. Przykład oddziaływania decyzji podejmowanych w obszarze zarządzania należnościami na wartość parametru *CFROI.* *Źródło: opracowanie własne*

Wpływ zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami na wartość parametrów *CFROI*

Ogólne możliwości oddziaływania decyzji podejmowanych w obszarze zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami na wartość parametru *CFROI* ilustruje rysunek 2.5.22. Jak z niego wynika, zarządzanie środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami może wpływać na wszystkie składniki parametru *CFROI*: *brutto cash flow*, aktywa nieamortyzowane i na całkowite nakłady kapitałowe (aktywa brutto). Decyzje o zwiększeniu ekwiwalentów środków pieniężnych kosztem środków pieniężnych czy też o zmniejszeniu środków pieniężnych i ich ekwiwalentów celem wykupu części kapitałów finansujących przedsiębiorstwo wpływają na przychody i koszty działalności operacyjnej. Zmiany w przychodach i kosztach zmieniają osiągane przez przedsiębiorstwo wpływy i wydatki gotówkowe, a te zmieniają osiągany przez przedsiębiorstwo *brutto cash flow*. Konsekwencje tych dwóch decyzji dla wartości parametru *CFROI* będą podobne jak w ramach parametru *EVA* i *SVA* (kroki 1-3, 5, 6). W wyniku pierwszej decyzji wzrost przychodów z ekwiwalentów środków pieniężnych spowoduje wzrost wydatków gotówkowych związany ze wzrostem

kosztów transferu środków pieniężnych na ekwiwalenty (kroki 5-8). W efekcie powinien wzrosnąć *brutto cash flow*, co pozytywnie wpłynie na *CFROI* (krok 9). Pierwsza decyzja, zmniejszająca strukturę środków pieniężnych i ich ekwiwalentów, nie powinna wpłynąć na zmianę aktywów nieamortyzowanych oraz aktywów brutto. Rezultatem tej decyzji będzie więc wzrost *CFROI*.

Druga decyzja zmniejszy wpływy gotówkowe i zwiększy wydatki gotówkowe (kroki 4-8), to zaś spowoduje zmniejszenie *brutto cash flow*, co z kolei negatywnie będzie oddziaływać na *CFROI*. Z drugiej strony decyzja ta ograniczy aktywa nieamortyzowane (krok 10) oraz aktywa brutto (krok 12). W efekcie zmniejszenie środków pieniężnych i ich ekwiwalentów powinno pozytywnie wpłynąć na *CFROI*, gdyż korzyści z tytułu zmniejszenia aktywów brutto powinny przekroczyć straty wynikające ze zmniejszenia *brutto cash flow* (krok 9) oraz aktywów nieamortyzowanych (krok 11).



Rysunek 2.5.22. Oddziaływanie środków pieniężnych i ich ekwiwalentów na wartość parametru *CFROI*. *Źródło: opracowanie własne*

Skutki zmian składników majątku obrotowego na wartość parametru *CFROI* można zaobserwować również na podstawie wzoru (2.5.11). Jeżeli rozpatrywać będziemy jeden okres (n=1) to prawdziwy jest wzór (2.5.12). Po przekształceniu otrzymamy wzór 2.5.13, z którego można wywnioskować, że jeżeli zmiana w majątku obrotowym spowoduje, iż nierówność (2.5.14) jest prawdziwa, to nastąpi wzrost *CFROI*.

$$CFROI \quad = k \Rightarrow \sum_{t=1}^{n} \frac{BCF_t}{(1+k)^n} + \frac{ANA_n}{(1+k)^n} = IB \tag{2.5.11}$$

Jeżeli n = 1, to

$$\frac{BCF}{1+k} + \frac{ANA}{1+k} = IB \tag{2.5.12}$$

Stąd

$$k = \frac{BCF + ANA}{IB} - 1 \tag{2.5.13}$$

Czyli, jeżeli w tym przypadku jeżeli

$$\Delta BCF + \Delta ANA > \Delta IB \tag{2.5.14}$$

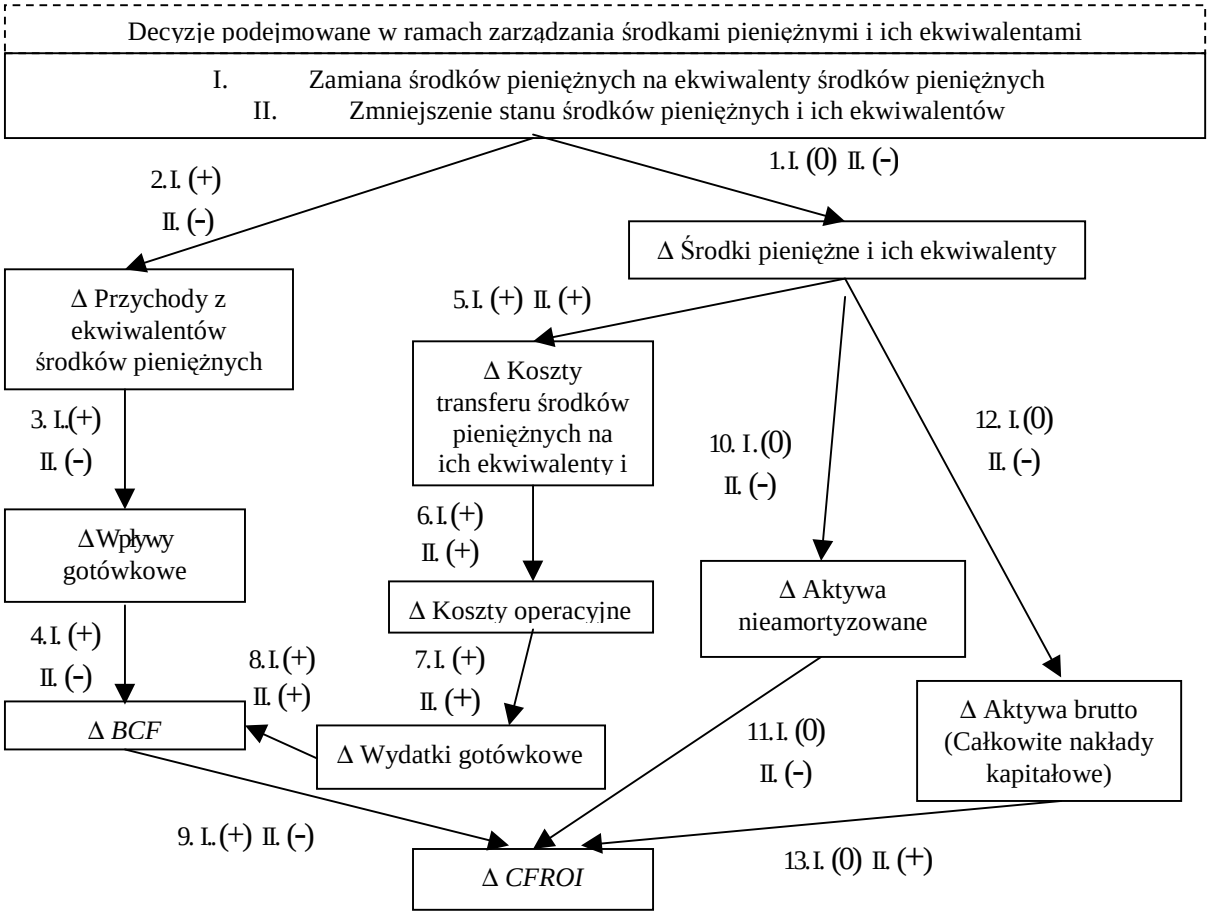
to $CFROI\uparrow$

W oparciu o te same założenia można zastosować do wyznaczenia punktu krytycznego, w którym zmiana majątku obrotowego nie wpłynie na zmianę *CFROI*. Punkt ten osiągnięty zostanie wtedy, gdy przyrost *brutto cash flow* i aktywów nieamortyzowanych będzie równy aktywom brutto - wzór (2.5.15).

Jeżeli

$$\Delta BCF + \Delta ANA = \Delta IB \tag{2.5.15}$$

to $\Delta \text{CFROI} = 0$



1, 2 … - kroki opisane w tekście (+, - , 0) – pozytywny, negatywny wpływ, brak wpływu

Rysunek 2.5.23. Przykład oddziaływania decyzji podejmowanych w obszarze zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami na wartość parametru *CFROI*. *Źródło: opracowanie własne*

Podsumowując powyższe rozważania można stwierdzić, iż teza (I) mówiąca, że: *zarządzanie majątkiem obrotowym wywiera istotny wpływ na proces kreacji wartości przedsiębiorstwa*, jest prawdziwa. Potwierdzają ją wykazane związki między:

1. wartością majątku obrotowego i wartością przedsiębiorstwa wycenianego metodą majątkową,
2. decyzjami podejmowanymi w obszarze majątku obrotowego i ekonomiczną wartością przedsiębiorstwa,
3. efektywnością zarządzania majątkiem obrotowym a pozytywnymi zmianami wartości takich parametrów, jak: *EVA, CVA, SVA* i CFROI.

3. Praktyka polskich przedsiębiorstw w zakresie zarządzania majątkiem obrotowym i jego wpływu na proces kreowania wartości przedsiębiorstwa

Informacje zebrane w trakcie badań posłużyły do analizy efektywności zarządzania majątkiem obrotowym i jego wpływu na proces kreowania wartości przedsiębiorstwa. Umożliwiły również zdiagnozowanie, jakie cele chce osiągnąć kadra zarządzająca w procesie zarządzania majątkiem obrotowym oraz czy w swych decyzjach kieruje się motywem powiększania wartości przedsiębiorstwa. Wnioski płynące z dociekań posłużyły do określenia niezbędnych korekt, wytycznych, które tak usprawnią zarządzanie majątkiem obrotowym, aby służyły procesowi kreowania wartości przedsiębiorstwa.

3.1. Charakterystyka próby oraz metodyka badań

3.1.1. Przedmiot badań

Celem tego rozdziału jest empiryczna weryfikacja wpływu zarządzania majątkiem obrotowym na „lukę wartości" oraz identyfikacja błędów popełnianych przez polskie przedsiębiorstwa w tym obszarze. W rozdziale będzie poszukiwana odpowiedź na następujące pytania:

1. Jak przedsiębiorstwa zarządzają majątkiem obrotowym?
2. Jak działania w obszarze majątku obrotowego wpływają na kreowaną przez przedsiębiorstwo wartość?
3. Jakie błędy pojawiają się w tym obszarze?
4. Jakie rezerwy tkwią w zarządzaniu majątkiem obrotowym z punktu widzenia kreowania wartości przedsiębiorstwa?
5. Czy przedsiębiorstwa zwiększają swoją wartość?

Odpowiedzi na powyższe pytania pozwolą zweryfikować dwie z czterech hipotez pracy:

III. Potencjał tkwiący w zarządzaniu majątkiem obrotowym w zakresie kreacji wartości nie jest w wystarczającym stopniu wykorzystywany przez polskie przedsiębiorstwa.

IV. Duża część polskich przedsiębiorstw nie zwiększa swojej wartości.

Pierwsza z dwóch hipotez, która została poddana weryfikacji za pomocą badań empirycznych, dotyczy niewykorzystywania potencjału majątku obrotowego (do kreowania większej wartości przedsiębiorstwa). Zdaniem autora, w związku z tym, że przedsiębiorstwa realizują określone strategie zarządzania majątkiem obrotowym w sposób mniej lub bardziej świadomy (często mają charakter chaotyczny), to podejmowane w ramach tych strategii decyzje sprzyjają powstawaniu „luki wartości", czyli różnicy między kreowaną wartością przedsiębiorstwa a wartością wyższą, którą mogłyby uzyskać. W celu weryfikacji głównych hipotez dowodzone będą następujące hipotezy pomocnicze:

1. Zwiększanie swojej wartości nie jest głównym celem większości przedsiębiorstw.
2. Kapitał obrotowy netto jest istotnym źródłem finansowania majątku obrotowego.
3. Większość przedsiębiorstw nie szacuje kosztu kapitału własnego.
4. Większość przedsiębiorstw nie wykorzystuje kosztu kapitału własnego w zarządzaniu majątkiem obrotowym.
5. Większość przedsiębiorstw żywi przekonanie, że kapitał własny jest jednym z najtańszych źródeł finansowania działalności.
6. Większość przedsiębiorstw nie stosuje żadnych metod zarządzania majątkiem obrotowym.
7. Dominujące strategie zarządzania majątkiem obrotowym, realizowane przez przedsiębiorstwa, sprzyjają powstawaniu luki wartości.
8. Dominujące strategie zarządzania źródłami finansowania majątku obrotowego, realizowane przez przedsiębiorstwa, sprzyjają powstawaniu luki wartości.

Hipotezy pomocnicze zostaną pozytywnie zweryfikowane, jeżeli potwierdzi je więcej niż 50% obserwacji lub odpowiedzi z przeprowadzonych badań ankietowych.

Druga hipoteza główna zostanie uznana za pozytywnie zweryfikowaną, jeżeli zostaną spełnione jednocześnie dwa warunki:

1. Częstość występowania ujemnych i równych zero wartości trzech z czterech parametrów (*EVA, CVA, SVA i CFROI*)[247], liczonych dla poszczególnych przedsiębiorstw, będzie większa niż 40% w badanym okresie.
2. Częstość występowania ujemnych skumulowanych, realnych wartości dwóch z trzech parametrów (*EVA, CVA i SVA*), liczonych dla poszczególnych przedsiębiorstw, będzie większa niż 40% w badanym okresie.

Hipotezy te zostaną zweryfikowane drogą badań ankietowych oraz analizy sprawozdań finansowych przedsiębiorstw.

3.1.2. Charakterystyka próby badawczej

Po to, aby osiągnąć założone cele pracy, przebadano 191 przedsiębiorstw prywatnych istniejących w latach 1991-2003. Przy doborze przedsiębiorstw wykorzystano internetowe bazy danych: „Teleadreson" (www.teleadrson.com.pl) oraz Polskie Książki Telefoniczne (www.pkt.com.pl). Zastosowano przy tym następujące kryteria:

- siedziba firmy (województwa: dolnośląskie, opolskie, lubuskie, wielkopolskie),
- forma prawno-organizacyjna (spółka z o.o. lub spółka akcyjna),
- branża (tak, aby próba była zróżnicowana),
- własności (prywatne).

W trakcie kolejnych etapów badania pojawiło się jeszcze jedno kryterium: dostępność sprawozdań finansowych w Krajowym Rejestrze Sądowym (KRS).

Zastosowane zostały następujące metody badawcze:

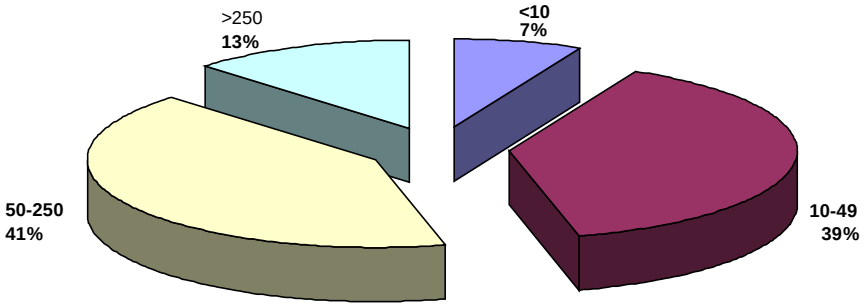
1. Ankiety kierowane do przedsiębiorstw.
2. Wywiady z przedstawicielami przedsiębiorstw.
3. Zbieranie sprawozdań finansowych przedsiębiorstw z KRS.
4. Zbieranie danych porównawczych z GUS.

Główny trzon badań został oparty na danych zawartych w sprawozdaniach finansowych i odpowiedziach na ankiety. Subiektywnie określono minimalną wielkość próby: 180 przedsiębiorstw, od których zostały zebrane sprawozdania finansowe. Nieokreślona została natomiast wielkość próby w obszarze badań ankietowych. Oczywiście idealna byłaby sytuacja, gdyby liczba zebranych ankiet odpowiadała wielkości próby w obszarze badań sprawozdań finansowych, lecz zdawano sobie sprawę, że będzie to niezwykle trudne

[247] W przypadku *CFROI* brana będzie pod uwagę różnica między wartością *CFROI* i *WACC.*

z powodu niskiej zwrotności ankiet. W związku z tym, o wzięcie udziału w badaniu za pośrednictwem ankiety zwrócono się do 700 przedsiębiorstw. Ankiety wysyłano w dwóch turach po około 350 sztuk. Początkowo zwrotność oscylowała na poziomie około 5-6%, po monitach wielkość ta podwoiła się, osiągając blisko 12%. W efekcie zebrano 82 ankiet i 1734 sprawozdania finansowe od 191 przedsiębiorstw. Starano się, aby liczba przedsiębiorstw w poszczególnych województwach była porównywalna oraz aby przedsiębiorstwa były zróżnicowane branżowo. W sytuacjach wątpliwych informacje zebrane z ankiety uzupełniono, przeprowadzając wywiady z przedstawicielami badanych przedsiębiorstw. W analizie danych skorzystano także z informacji Głównego Urzędu Statystycznego.

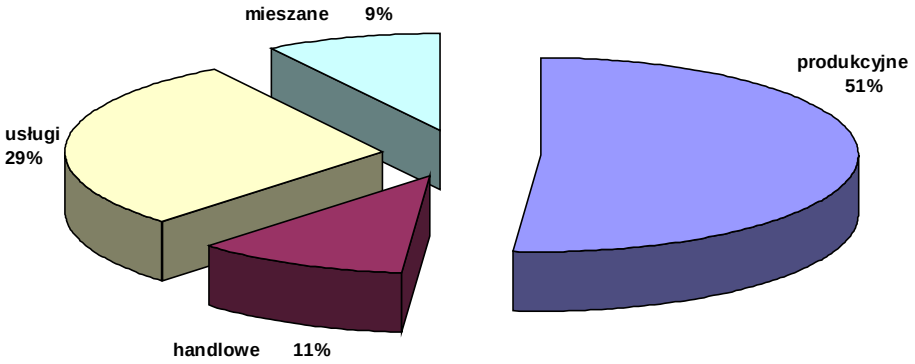
Badaniem objęto 191 przedsiębiorstw prywatnych, w których przeważały spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, niewielką zaś część stanowiły spółki akcyjne. Ze względu na liczbę zatrudnionych badane przedsiębiorstwa podzielono na następujące kategorie używane w statystyce publicznej (GUS): do 9 zatrudnionych, 10-49 zatrudnionych i powyżej 50 zatrudnionych. Podział ten uzupełniono o dodatkową kategorie przedsiębiorstw, zatrudniających powyżej 250 osób. Udział procentowy przedsiębiorstw w poszczególnych kategoriach ilustruje wykres 3.1.



Wykres 3.1. Klasyfikacja badanych przedsiębiorstw ze względu na liczbę zatrudnionych. *Źródło: opracowanie własne*

Z wykresu tego wynika, że w badanej populacji najwięcej było przedsiębiorstw zatrudniających od 50 do 250 pracowników (41%), niewiele mniej było zatrudniających od 10 do 49 osób (39%), następne w kolejności były przedsiębiorstwa zatrudniające powyżej 250 pracowników (13%) i zatrudniające poniżej 10 pracowników (7%). Przedsiębiorstwa te ogółem zatrudniają około 27000 osób. Są to więc przedsiębiorstwa, które wyszły z fazy inkubacji i są obecnie w fazie rozwoju, dojrzałości lub schyłku. Badane przedsiębiorstwa reprezentują następujące rodzaje działalności: produkcja, usługi, handel i mieszane. Udział badanych przedsiębiorstw w poszczególnych rodzajach działalności przedstawiono na

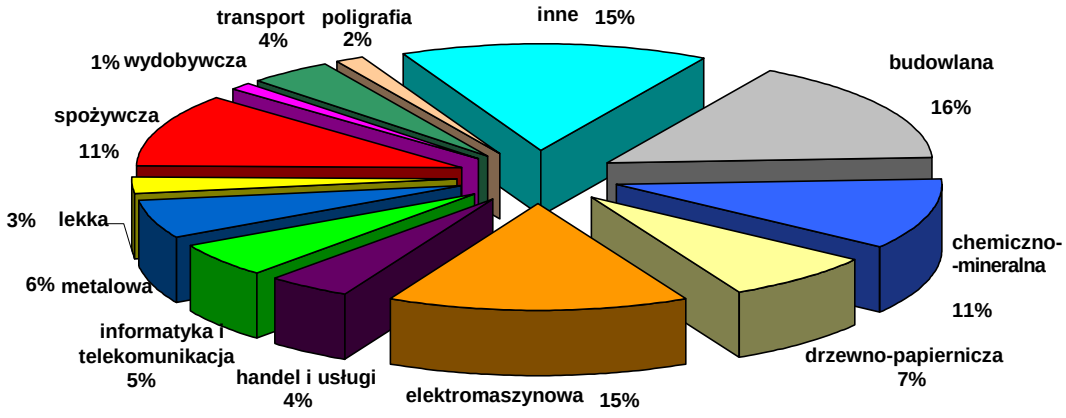
wykresie 3.2. Wykres ten pokazuje, że w badanej próbie najwięcej jest przedsiębiorstw produkcyjnych 51%, w dalszej kolejności są przedsiębiorstwa usługowe 29%, handlowe 11% i mieszane 9%.



Wykres 3.2. Klasyfikacja badanych przedsiębiorstw ze względu na rodzaj działalności. *Źródło: opracowanie własne*

Kolejną kategorią, według której zostały poklasyfikowane badane przedsiębiorstwa, jest branża (wykres 3.3). Z wykresu widać, że najwięcej przedsiębiorstw objętych badaniem prowadzi działalność w ramach branży budowlanej (16%), następne w kolejności są przedsiębiorstwa z branż: elektromaszynowej (15%), chemiczno-mineralnej i spożywczej (po 11%), drzewno-papierniczej (7%), metalowej (6%) i informatyczno-telekomunikacyjnej (5%).

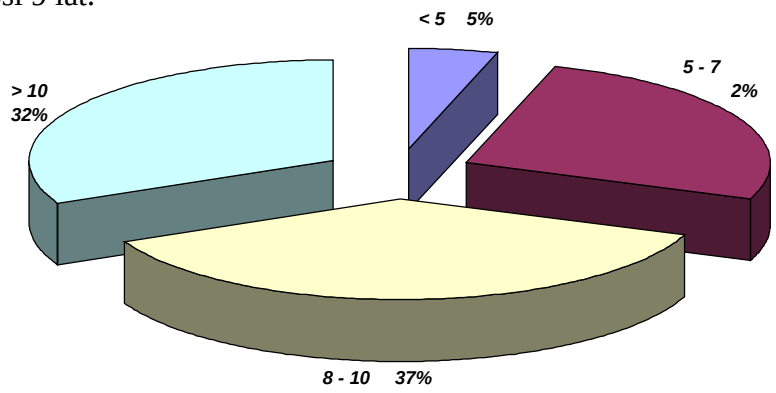
Próba ma charakter losowy, a jej struktura jest wypadkową następujących czynników: struktury baz danych, z których pobierane były dane adresowe o przedsiębiorstwach, dostępności akt przedsiębiorstw w Krajowym Rejestrze Sądowym oraz zawartości akt (wypełnianie obowiązków informacyjnych przez przedsiębiorstwa).



Wykres 3.3. Klasyfikacja badanych przedsiębiorstw ze względu na branżę. *Źródło: opracowanie własne*

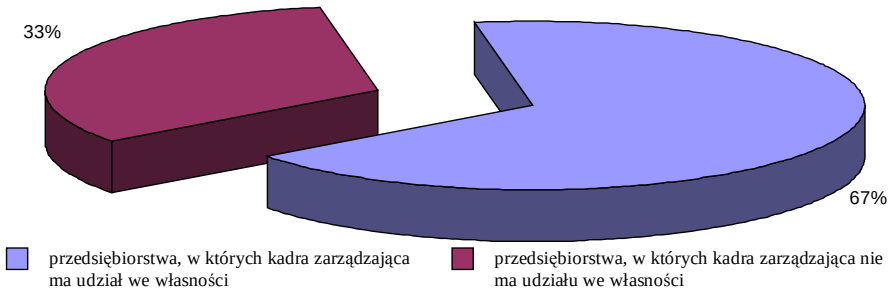
Ze względu na fakt, iż badania były przeprowadzone na terenie województw: dolnośląskiego, lubuskiego, opolskiego i wielkopolskiego, wszystkie przedsiębiorstwa mają siedziby na terenie tychże województw (po 22-26% przedsiębiorstw w każdym województwie).

Badaną populację przedsiębiorstw można uszeregować według czasu istnienia. Z wykresu 3.4 wynika, że najwięcej było przedsiębiorstw funkcjonujących 8-10 lat (37%), następnie działających ponad 10 lat (32%), dalej w kolejności 5-7 lat (27%) i najmniej działających krócej niż 5 lat (5%). Średni okres funkcjonowania przedsiębiorstw w badanej populacji wyniósł 9 lat.[248]



Wykres 3.4. Klasyfikacja badanych przedsiębiorstw wg czasu funkcjonowania. *Źródło: opracowanie własne*

Badane przedsiębiorstwa można również podzielić na te, których kadra zarządzająca ma udziały we własności, i te gdzie te, dwie role są rozdzielone (wykres 3.5). Dominują przedsiębiorstwa z grupy pierwszej.[249]



Wykres 3.5. Klasyfikacja badanych przedsiębiorstw ze względu na udział kadry zarządzającej we własności. *Źródło: opracowanie własne*

[248] Pod uwagę brano funkcjonowanie przedsiębiorstwa w formie spółki z o.o. lub akcyjnej. Niewątpliwie część z tych przedsiębiorstw funkcjonowała wcześniej w innych formach prawno-organizacyjnych.
[249] Klasyfikacja oparta na badaniach ankietowych, którymi objęto 82 przedsiębiorstwa.

3.1.3. Metodyka badań

Informacje były zbierane w czterech etapach. W pierwszym etapie rozesłano ankiety do 700 przedsiębiorstw z: Dolnośląskiego, Lubuskiego, Opolskiego i Wielkopolskiego. Ankieta była skierowana w miarę możliwości imiennie do prezesów zarządu, jednak z rozmów telefonicznych wynikało, że wypełniali je również główni księgowi lub dyrektorzy finansowi. Ankieta składała się z 25 pytań, z których 23 ma charakter zamknięty, a 2 – otwarty (tabela 3.2). Wśród pytań zamkniętych w 12 przypadkach respondenci mieli za zadanie wybór jednej z wielu odpowiedzi. W 5 pytaniach zamkniętych można było zaznaczyć kilka odpowiedzi, a także dopisać brakującą inną. W pozostałych 6 pytaniach należało uszeregować wybrane odpowiedzi według podanego w pytaniu kryterium. Celem tej części badań było zdobycie wiedzy o przesłankach, jakimi kierują się przedsiębiorstwa, zarządzając zapasami, należnościami oraz środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami. Dzięki tej ankiecie można było także identyfikować bieżące, deklarowane strategie zarządzania składnikami majątku obrotowego. Badania ankietowe miały umożliwić uzyskanie odpowiedzi na pytanie: Jaki jest stan wiedzy na temat badanej koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa oraz czy jest ona realizowana, a jeśli tak, to w jakim stopniu?

Kolejnym krokiem było przeprowadzenie wywiadów z tymi przedsiębiorstwami, które udzieliły odpowiedzi na ankietę. Tą drogą zebrane zostały informacje uzupełniające na temat bieżących celów w obszarze zarządzania majątkiem obrotowym przedsiębiorstwa oraz zarządzania wartością przedsiębiorstwa. Wywiady miały charakter pomocniczy, umożliwiły również rozstrzygnięcie wątpliwości przy wypełnianiu ankiet. Przeprowadzone wywiady wykazały, że ankiety wypełniane były najczęściej przez:

- prezesów w przypadku przedsiębiorstw (zatrudniających do 10 osób),
- główne księgowe w przypadku małych przedsiębiorstw (zatrudniających 10-49 osób),
- główne księgowe lub dyrektorów finansowych (średnie i duże przedsiębiorstwa).

Wyniki badań ankietowych i wywiadów umożliwiły porównanie deklarowanych bieżących oraz realizowanych w przeszłości metod zarządzania składnikami majątku obrotowego, jak również zakładanych efektów z dotychczasowymi wynikami w tych obszarach, które wynikają ze sprawozdań finansowych.

W związku z podejrzeniami autora, że odpowiadają na ankietę te przedsiębiorstwa, które dobrze oceniające swoją sytuację rynkową i finansową, do kolejnego etapu badań, polegającego na zbieraniu z KRS dostępnych sprawozdań finansowych, włączono również część tych przedsiębiorstw, które nie chciały lub nie mogły wypełnić ankiety. Ta część badań

polegała na gromadzeniu danych ze sprawozdań finansowych, przedsiębiorstw umieszczonych w KRS w czterech województwach: dolnośląskim, lubuskim, opolskim i wielkopolskim. Uzyskane dane miały na celu określić, jak przedsiębiorstwa w poszczególnych latach zarządzały majątkiem obrotowym, jakie strategie były realizowane w tym obszarze oraz czy w badanych okresach zwiększały swoją wartość.

Procedura pozyskiwania sprawozdań finansowych z KRS była następująca:

1. Złożenie zamówienia na dokumenty przedsiębiorstwa z listy przedsiębiorstw wstępnie zakwalifikowanych do badania.
2. Sprawdzenie, czy przedsiębiorstwo spełnia kryteria doboru.
3. Wprowadzenie danych do szablonu badawczego.

W tym etapie badań pozyskano **1734** sprawozdania finansowe z 191 przedsiębiorstw. Zebrane dane liczbowe posłużyły do obliczeń szeregu wskaźników, które umożliwiły identyfikację realizowanych strategii zarządzania majątkiem obrotowym. Informacje ze sprawozdań umożliwiły również obliczenie za lata 1991-2003 czterech parametrów *EVA, CVA, SVA* i *CFROI* stosowanych w koncepcji *VBM*. Szczegółowy opis zastosowanej metodyki obliczania tych wskaźników ujęto w tabeli 3.1.

Czwartym, niezależnym czasowo od pozostałych, etapem badań było pozyskanie syntetycznych danych statystycznych z wojewódzkich urzędów statystycznych o strukturze oraz zmianach aktywów i pasywów przedsiębiorstw w układzie branżowym, które w toku dalszej analizy zostały zestawione z informacjami zdobytymi w trzeciej części badań. W ten sposób zebrane informacje pozwoliły wychwycić część zjawisk niezależnych od badanych przedsiębiorstw oraz uchwycić specyfikę w obszarze majątku obrotowego wynikającą z przynależności do określonej branży.

W efekcie na podstawie zebranych sprawozdań finansowych od 191 przedsiębiorstw dokonano 1734 pomiarów w obszarze majątku obrotowego oraz tyle samo w obszarze wartości przedsiębiorstwa w latach 1991-2003.

Do obliczeń i analiz danych zgromadzonych w bazie został wykorzystany arkusz kalkulacyjny Excel. Zebrane dane i otrzymane wyniki zostały przeanalizowane w następujących przekrojach:

- cała populacja badanych przedsiębiorstw,
- przedsiębiorstwa, które zwiększają i zmniejszają swoją wartość,

Metodyka obliczania parametrów wykorzystywanych do mierzenia efektu kreacji wartości przedsiębiorstwa oraz metodyka identyfikacji realizowanej strategii zarządzania majątkiem obrotowym

Tabela 3.1. Metodyka obliczania parametrów wykorzystywanych do mierzenia efektu kreacji wartości przedsiębiorstwa oraz metodyka identyfikacji realizowanej strategii zarządzania majątkiem obrotowym

Metodyka obliczania parametrów wykorzystywanych do mierzenia efektu kreacji wartości przedsiębiorstwa				
	EVA	CVA	SVA	CFROI
Wzór	$EVA_t = NOPAT^C{}_t - WACC_t \times C^C{}_{t-0,5}$	$CVA_t = GOPAT_t - (WACC \times BA_{t-0,5})$ $GOPAT_t = NOPAT_t + d_t$	$PVSVA = \frac{\Delta NOPAT}{WACC \times (1+WACC)^n} - \left(\frac{\Delta I_{FA}}{(1+WACC)^n} + \frac{\Delta I_{WC}}{(1+WACC)^{n+1}} \right)$	$CFROI = k = \sum_{t=1}^{n} \frac{BCF_t}{(1+k)^n} + \frac{ANA_n}{(1+k)^n} = IB$
Opis symboli	NOPAT $^C{}_t$ – skorygowany zysk operacyjny netto po opodatkowaniu C^C – skorygowany kapitał zainwestowany $WACC_t$ – średni ważony koszt kapitału w okresie t	CVA_t – gotówkowa wartość dodana GOPAT $_t$– zysk operacyjny brutto po opodatkowaniu uzyskany za okres od t-1 do t $BA_{t-0,5}$ – aktywa brutto przeciętne d_t – amortyzacja	I_{FA} – inwestycje w majątek trwały I_{WC} – inwestycje w majątek obrotowy	BCF_t – brutto cash flow ANA_n – aktywa nieamortyzowane IB – inwestycje brutto k – stopa dyskontowa
NOPAT	Na potrzeby pracy NOPAT wykorzystywany w miernikach koncepcji VBM obliczany został jako: Zysk/stratę na działalności operacyjnej z rachunku zysków i strat powiększony o: o utworzone w danym roku rezerwy na należności, o wartość sprzedanych składników majątku trwałego, o odsetki z działalności finansowej, o inne przychody finansowe, i pomniejszony o: o rozwiązane w danym roku rezerwy na należności, o wykorzystane rezerwy na należności, o przychody ze sprzedaży składników majątku trwałego o podatek obliczony na podstawie rzeczywistej stopy podatkowej (obliczonej jako relacja podatku dochodowego od osób prawnych i zysku brutto skorygowanego o zmianę poziomu rezerw)			
WACC	Zastosowanym sposobem obliczenia kosztu kapitału własnego jest oparcie go na stopie dochodu z 52-tygodniowych bonów skarbowych powiększonej o premię za ryzyko.[a] W efekcie średni ważony koszt kapitału – WACC obliczono jako sumę procentowego kosztu kapitału własnego i procentowego kosztu kapitału obcego, ważonych udziałem w kapitale zainwestowanym. Koszt kapitału własnego w ujęciu procentowym obliczono na podstawie średniej rentowności w danym roku 52-tygodniowych bonów skarbowych powiększoną o premię za ryzyko, która została określona na poziomie 8% (podstawą była dyskusja prowadzona na ten temat w literaturze przedmiotu), podobny poziom uzyskano w ankietach zebranych od przedsiębiorstw. W związku, z tym, że respondenci wskazywali premie za ryzyko w przedziale od 2 do 20% przeprowadzono analizę wrażliwości obliczanych parametrów (EVA, CVA, SVA i CFROI) przy premii wynoszącej 6 i 10% (najwięcej wskazań w tym zakresie). Wyjaśnienie: Na podstawie analiz statystycznych prowadzonych w Stanach Zjednoczonych obejmujących okres 1926 –1992 stwierdzono, że premia za ryzyko kształtuje się w zależności od przyjętych przez poszczególnych autorów badań założeń na poziomie 6% [b] lub 8,2% [c]. Wyniki badań uzyskane w Wielkiej Brytanii obejmujące lata 1919 – 1980 pokazały, że premia za ryzyko oscylowała wokół wartości 8%. Wg A. Damodarana dla rynku amerykańskiego przyszła premia za ryzyko oscyluje w granicach 3%. Jednakże wysokość tej premii dla krajów rozwijających się, do których zalicza się Polska powinna wynosić około 8,5% [d]. W praktyce większość biur maklerskich (np.: AmerBrokers, BDM, CDM, BRE) w Polsce przyjmuje w założeniach do publikowanych rekomendacji dla spółek GPW w Warszawie premie za ryzyko na poziomie około 5% [e]. Premię tą jednak należałoby zwiększyć w przypadku spółek niepublicznych.) Koszt długu obliczono jako iloczyn relacji odsetek wynikających z rachunku zysków i strat (ewentualnie z informacji dodatkowej) do średniego kapitału obcego odsetkowego oraz tarczy podatkowej [f].			
Pozostałe parametry	Skorygowany kapitał zainwestowany (C^C) obliczono jako sumę średniego kapitału własnego z początku i z końca roku oraz średniego kapitału obcego odsetkowego z początku i z końca roku. Za średni kapitał własny przyjęto średnią arytmetyczną wartości na początku i na końcu obliczanego okresu	Aktywa brutto przeciętne (BA) zostały wyliczone jako suma: + aktywów całkowitych przeciętnych równych przeciętnym aktywom z bilansu wyliczonym jako średnia arytmetyczna wielkości na początku i na końcu roku + skumulowanej amortyzacji, przy czym	Inwestycje w majątek trwały (I_{FA}) powyżej amortyzacji zostały określone na podstawie zmiany stanu majątku trwałego brutto w kolejnych latach pomniejszonego o wielkość amortyzacji wynikającą z rachunku zysków i strat.	Brutto cash flow (BCF) został obliczony jako suma: + zysku netto + strat nadzwyczajnych po opodatkowaniu + amortyzacja + wydatki odsetkowe po opodatkowaniu [g] pomniejszony o: - zyski nadzwyczajne po opodatkowaniu [h]

	kapitału własnego obejmującego wszystkie pozycje w bilansie w ramach tego pojęcia z wyłączeniem wypracowanego w tym okresie wyniku finansowego. Do obliczenia średnich kapitałów obcych odsetkowych przyjęto średnią arytmetyczną wartości na początku i na końcu obliczanego okresu kapitałów obcych odsetkowych, do których zaliczono: długoterminowe zobowiązania i krótkoterminowe: pożyczki, obligacje, papiery wartościowe, zobowiązania wekslowe.	amortyzacja jest kumulowana jedynie przez przeciętny czas użytkowania rzeczowego majątku trwałego (obliczony na podstawie amortyzacji i wartości brutto tych składników majątku trwałego, które podlegają amortyzacji) pomniejszona o wielkość przeciętną zobowiązań bezodsetkowych Na potrzeby obliczania gotówkowego zysku operacyjnego GOPAT zsumowano NOPAT oraz amortyzację wynikającą z rachunku zysków i strat.	Inwestycje w majątek obrotowy (I_{WC}) zostały określone jako różnica między majątkiem obrotowym skorygowanym o utworzone, wykorzystane i rozwiązane rezerwy na należności a zobowiązaniami krótkoterminowymi bezodsetkowymi.	i skorygowany (+/-) o zysk/stratę na aktywach monetarnych. Zysk/strata na aktywach monetarnych jest obliczana jako iloczyn inflacji w danym roku i różnicy między: średnim stanem krótkoterminowych pasywów monetarnych i średnim stanem krótkoterminowych aktywów monetarnych.
	ciąg dalszy dla CFROI: Średnie krótkoterminowe aktywa monetarne zostały obliczone jako suma: + średniego stanu należności i roszczeń brutto (skorygowanych o utworzone, rozwiązane i wykorzystane rezerwy), + średniego stanu papierów wartościowych przeznaczonych do obrotu i + średniego stanu środków pieniężnych. Średnie krótkoterminowe pasywa monetarne zostały obliczone jako suma: + średniego stanu zobowiązań handlowych (z początku i końca roku) i + średniego stanu innych zobowiązań krótkoterminowych bezodsetkowych. Aktywa monetarne netto zostały obliczone jako różnica między: + średnim stanem krótkoterminowych aktywów monetarnych i + średnim stanem krótkoterminowych pasywów monetarnych. Aktywa brutto obliczono jako sumę: + aktywów nieamortyzowanych i + aktywów amortyzowanych. Aktywa nieamortyzowane zostały obliczone jako suma: + aktywów monetarnych netto + średnich zapasów (bez korekty inflacyjnej LIFO zapasów, w myśl założenia, że większość polskich przedsiębiorstw liczy zapasy według cen przeciętnych) + grunty (ujętej w aktywach bilansu) + korekty inflacyjnej grunty + inwestycji (środki trwałe w budowie + zaliczki na środki trwałe w budowie - ujęte w aktywach bilansu)			
	Aktywa amortyzowane zostały obliczone jako suma: + średnich rzeczowych środków trwałych brutto + korekty inflacyjnej rzeczowych środków trwałych + średniej wartości dzierżawionego (leasingowanego) majątku + średniej wartości niematerialnych i prawnych. Korekta inflacyjna rzeczowych środków trwałych w danym roku przy założeniach: • czas korzystania z efektów każdej inwestycji realizowanej w przedsiębiorstwie równy jest średniemu w badanym okresie czasowi użytkowania rzeczowych środków trwałych (obliczonemu na podstawie amortyzacji i wartości brutto rzeczowego majątku trwałego), za stopę dyskonta przyjęto średnioroczną inflację, została obliczona jako: różnica między sumą bieżących wartości przyrostów rzeczowych środków trwałych brutto obliczanych na koniec każdego roku (w tym celu aby doprowadzić do porównywalności przyrosty z różnych okresów posłużono się formułą na obliczanie wartości przyszłej), a sumą nominalnych przyrostów rzeczowych środków trwałych brutto obliczanych na koniec każdego roku.			

Metodyka identyfikacji realizowanej strategii zarządzania majątkiem obrotowym				
		Strategie zarządzania strukturą finansowania majątku obrotowego		
		Defensywna	Umiarkowana	Ofensywna
Strategie zarządzania majątkiem obrotowym	Defensywna	**DD** >od mediany obrotu zapasów w dniach oraz >od mediany obrotu należności w dniach <średniej i mediany udziału zobowiązań krótkoterminowych w aktywach	**DU** >od mediany obrotu zapasów w dniach oraz >od mediany obrotu należności w dniach udziału zobowiązań krótkoterminowych w aktywach zawiera się między średnią i medianą lub między medianą i średnią	**DO** >od mediany obrotu zapasów w dniach oraz >od mediany obrotu należności w dniach > średniej i mediany udziału zobowiązań krótkoterminowych w aktywach
	Umiarkowana	**UD** <od mediany obrotu zapasów w dniach oraz >od mediany obrotu należności w dniach lub >od mediany obrotu zapasów w dniach oraz <od mediany obrotu należności w dniach <średniej i mediany udziału zobowiązań krótkoterminowych w aktywach	**UU** <od mediany obrotu zapasów w dniach oraz >od mediany obrotu należności w dniach lub >od mediany obrotu zapasów w dniach oraz <od mediany obrotu należności w dniach udziału zobowiązań krótkoterminowych w aktywach zawiera się między średnią i medianą lub między medianą i średnią	**UO** <od mediany obrotu zapasów w dniach oraz >od mediany obrotu należności w dniach lub >od mediany obrotu zapasów w dniach oraz <od mediany obrotu należności w dniach > średniej i mediany udziału zobowiązań krótkoterminowych w aktywach
	Ofensywna	**OD** <od mediany obrotu zapasów w dniach oraz <od mediany obrotu należności w dniach <średniej i mediany udziału zobowiązań krótkoterminowych w aktywach	**OU** <od mediany obrotu zapasów w dniach oraz <od mediany obrotu należności w dniach udziału zobowiązań krótkoterminowych w aktywach zawiera się między średnią i medianą lub między medianą i średnią	**OO** <od mediany obrotu zapasów w dniach oraz <od mediany obrotu należności w dniach > średniej i mediany udziału zobowiązań krótkoterminowych w aktywach

Legenda::

a. Jednym z alternatywnych sposobów może być przyjęcie rentowności obligacji państwowych.
b. A. Cwynar, W. Cwynar, *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej. Koncepcje Systemy Narzędzia*, Fundacja rozwoju rachunkowości w Polsce, Warszawa 2002, s. 416.
c. A. Bucley, *Inwestycje zagraniczne, Składniki wartości i ocena. Wykorzystanie teorii opcji rzeczywistych*. Wydawnictwo PWN, Warszawa 2002, s 73.
d. A. Damodaran, *Estimating Equity Risk Premiums*, www.stern.nyu.edu, za A. Cwynar, W. Cwynar, *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej. Koncepcje Systemy Narzędzia*, Fundacja rozwoju rachunkowości w Polsce, Warszawa 2002, s. 417- 420.
e. S. Napiórkowski, *Ocena parametrów wycen dokonanych metodą DCF na przykładzie polskiego rynku kapitałowego*, [w:] *Zarządzanie finansami, mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw*, praca zbiorowa pod redakcją: D. Zarzeckiego, Uniwersytet Szczeciński , Szczecin 2003, t. 1, s.337-348.
f. Jednym z alternatywnych sposobów może być przyjęcie średniego oprocentowania kredytów w kolejnych latach publikowane przez NBP.
g. Sumę tę można uzupełnić dodatkowo o: rezerwę na podatek dochodowy występujących w bilansie na koniec roku, pozostałe rezerwy występujące w bilansie na koniec roku, rozliczenia międzyokresowe kosztów czynne i inne występujące w bilansie na koniec roku, rozliczenia międzyokresowe kosztów biernych występujące w bilansie na koniec roku, przychodów przyszłych okresów występujących w bilansie na koniec roku.
h. Można uzupełnić dodatkowo, odejmując:
   - rezerwy na podatek dochodowy występujące w bilansie na początku roku,
   - pozostałe rezerw występujące w bilansie na początku roku,
   - rozliczenia międzyokresowe kosztów czynnych i inne występujące w bilansie na początku roku,
   - rozliczenia międzyokresowe kosztów biernych występujące w bilansie na początku roku,
   - przychody przyszłych okresów występujące w bilansie na początku roku.

Źródło: opracowanie własne

3.2. Wyniki badań empirycznych

3.2.1. Identyfikacja realizowanych strategii zarządzania majątkiem obrotowym

3.2.1.1. Wyniki uzyskane na podstawie badań ankietowych

W efekcie przeprowadzonych badań ankietowych uzyskano następujące wyniki (tabela 3.2).

Tabela 3.2. Wyniki ankiety

Pytania	Odpowiedzi
1. Jaki jest nadrzędny cel istnienia Państwa przedsiębiorstwa?	• *zysk* - 24,1% • *udział w rynku, wzrost sprzedaży* - 14,5% • *wzrost wartości przedsiębiorstwa* - 13,3% • brak odpowiedzi - 16,9% • *przetrwanie* - 4,8% • *klienci* - 4,8% • *rozwój* - 8,4% • *rentowność* - 4,8% • *miejsca pracy* - 2,4% • *inne* - 6,0%
2. Które cele są najważniejsze dla Państwa przedsiębiorstwa?	
❑ maksymalizowanie zysku (księgowego)	12,4%
❑ maksymalizowanie rentowności kapitału własnego	9,8%
❑ zwiększanie wartości przedsiębiorstwa	17,8%
❑ kreowanie wartości dla właścicieli przedsiębiorstwa (dywidendy)	11,3%
❑ zwiększanie sprzedaży	21,0%
❑ zwiększanie udziału w rynku	16,2%
❑ pokonanie konkurencji	6,5%
❑ inne:	5,0%
3. Czy w przedsiębiorstwie szacowany jest koszt kapitału własnego?	
❑ tak	42,2%
❑ nie	57,8%
4. Czy przedsiębiorstwo korzysta z internetu w zarządzaniu?	
❑ zapasami (wyszukiwanie i ogłaszanie ofert, przetargi)	53,0%
❑ należnościami (wyszukiwanie i sprawdzanie kontrahentów, listy niesolidnych dłużników)	39,8%
❑ środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami (bankowość internetowa, internetowe biura maklerskie)	63,9%
5. Jakie źródła finansowania działalności przedsiębiorstwa są dla państwa najdroższe?	
❑ zobowiązania wobec dostawców	26,6%
❑ kredyty krótkoterminowe	29,2%
❑ kredyty długoterminowe	24,0%
❑ kapitał udziałowy / akcyjny	13,9%
❑ obligacje	2,7%
❑ zobowiązania wobec US, ZUS	3,5%
6. Czy koszt kapitału własnego jest brany pod uwagę w zarządzaniu przedsiębiorstwem (Czy koszt kapitału własnego jest parametrem branym pod uwagę w procesie zarządzania przedsiębiorstwem)?	
❑ tak	45,8%
❑ nie	54,2%
7. Czy w przedsiębiorstwie stosowane są metody zarządzania zapasami?	
❑ intuicyjne	12,0%
❑ oparte na latach doświadczeń	68,7%
❑ są stosowane następujące metody	26,5%
❑ nie są stosowane żadne metody	7,2%
8. Jak Państwo oceniają efektywność zarządzania zapasami we własnym przedsiębiorstwie?	
❑ są bardzo dobre	7,2%
❑ są dobre	59,0%
❑ są dostateczne	28,9%
❑ są słabe	4,8%

9. Czy widzą Państwo możliwości usprawnienia zarządzania zapasami?	
❑ tak, znaczące	24,1%
❑ tak, ale niewielkie	72,3%
❑ nie	3,6%
10. Jakie widzą państwo bariery w poprawie zarządzania zapasami?	
❑ duża niestabilność sprzedaży produktów	24,6%
❑ nieprzewidywalność zachowań dostawców	20,7%
❑ brak systemu informatycznego	8,1%
❑ słaby system informatyczny	15,1%
❑ kwalifikacje pracowników	14,9%
❑ inne (jakie?)	7,8%
nie ma żadnych barier	8,7%
11. Czy w przedsiębiorstwie stosowane są metody zarządzania należnościami:	
❑ intuicyjne	12,0%
❑ oparte na latach doświadczeń	72,3%
❑ są stosowane następujące metody	19,3%
❑ nie są stosowane żadne metody	3,6%
12. Jak Państwo oceniają efektywność zarządzania należnościami we własnym przedsiębiorstwie?	
❑ są bardzo dobre	12,0%
❑ są dobre	57,8%
❑ są dostateczne	27,7%
❑ są słabe	2,4%
13. Czy wobec odbiorców stosują Państwo upusty za:	
❑ lojalność (dla stałych klientów)	45,8%
❑ ilość	54,2%
❑ płatność gotówkową	42,2%
❑ płatność przed terminem	31,3%
❑ upusty nie są stosowane	18,1%
14. Czy widzą Państwo możliwości usprawnienia zarządzania należnościami?	
❑ tak, duże	26,5%
❑ tak, ale niewielkie	66,3%
❑ nie	7,2%
15. Jakie widzą państwo bariery w poprawie zarządzania należnościami?	
❑ nierzetelni klienci	38,6%
❑ brak systemu informatycznego	8,6%
❑ słaby system informatyczny	16,0%
❑ kwalifikacje pracowników	16,4%
❑ inne (jakie?)	11,8%
❑ nie ma żadnych barier	8,5%
16. Czy w przedsiębiorstwie stosowane są metody zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami (lokaty, papiery wartościowe itp.)?	
❑ intuicyjne	14,5%
❑ oparte na latach doświadczeń	59,0%
❑ są stosowane następujące metody	12,0%
❑ nie są stosowane żadne metody	16,9%
17. Jak Państwo oceniają efektywność zarządzania środkami pieniężnymi we własnym przedsiębiorstwie?	
❑ są bardzo dobre	12,0%
❑ są dobre	67,5%
❑ są dostateczne	15,7%
❑ są słabe	4,8%
18. Czy widzą Państwo możliwości usprawnienia zarządzania środkami pieniężnymi?	
❑ tak, duże	15,7%
❑ tak, ale niewielkie	68,7%
❑ nie	15,7%
19. Jakie widzą Państwo bariery w poprawie zarządzania środkami pieniężnymi?	
❑ duża niestabilność wpływów i wydatków	30,8%
❑ brak systemu informatycznego	7,6%
❑ słaby system informatyczny	14,5%
❑ niewykorzystywanie bankowości internetowej	10,9%
❑ kwalifikacje pracowników	14,4%

❑ inne (jakie?)	6,9%
❑ nie ma żadnych barier	14,9%
20. Czy Państwa dostawcy proponują Wam upusty za:	
❑ lojalność (dla stałych klientów)	59,0%
❑ ilość	72,3%
❑ płatność gotówkową	53,0%
❑ płatność przed terminem	42,2%
❑ upusty nie są stosowane	10,8%
21. Jeżeli dostawcy proponują upusty, to z jakich Państwo korzystają:	
❑ lojalność (dla stałych klientów)	26,4%
❑ ilość	31,7%
❑ płatność gotówkową	21,2%
❑ płatność przed terminem	14,0%
❑ nie korzystamy z upustów	6,8%
22. Czy mają Państwo docelowy (pożądany) sposób finansowania majątku obrotowego w Państwa przedsiębiorstwie? Jeśli tak, to czy charakteryzuje się on:	
❑ wyłącznym udziałem zobowiązań krótkoterminowych	14,5%
❑ dominującym udziałem zobowiązań krótkoterminowych i niewielkim udziałem kapitałów stałych (kapitały własne i obce długoterminowe)	33,7%
❑ jak największym udziałem kapitałów stałych	19,3%
❑ wyłącznym udziałem kapitałów stałych	1,2%
❑ nie mamy docelowego sposobu finansowania majątku obrotowego	30,1%
23. Proszę w przybliżeniu określić jaka, Państwa zdaniem, jest satysfakcjonująca stopa zwrotu z kapitału własnego dla właściciela (li) przedsiębiorstwa (za stopę zwrotu z bezpiecznych lokat przyjęto rentowność obligacji skarbowych 2 letnich = 7% rocznie):	
❑ do 2 punktów procentowych powyżej stopy zwrotu z bezpiecznych lokat	10,8%
❑ 2 do 4 punktów procentowych powyżej stopy zwrotu z bezpiecznych lokat	13,3%
❑ 4 do 6 punktów procentowych powyżej stopy zwrotu z bezpiecznych lokat	9,6%
❑ 6 do 8 punktów procentowych powyżej stopy zwrotu z bezpiecznych lokat	19,3%
❑ 8 do 10 punktów procentowych powyżej stopy zwrotu z bezpiecznych lokat	8,4%
❑ 10 do 15 punktów procentowych powyżej stopy zwrotu z bezpiecznych lokat	10,8%
❑ 15 do 20 punktów procentowych powyżej stopy zwrotu z bezpiecznych lokat	4,8%
❑ więcej niż 20 punktów procentowych powyżej stopy zwrotu z bezpiecznych lokat	6,0%
24. Czy właściciele przedsiębiorstwa są jednocześnie w jego zarządzie (bezpośrednio uczestniczą w zarządzaniu przedsiębiorstwem)?	
❑ tak	67,5%
❑ nie	32,5%
25. Jakie są zdaniem Państwa oczekiwania właścicieli względem przedsiębiorstwa?	• brak odpowiedzi - 25,3% • zysk netto - 20,5% • wzrost wartości, dywidenda - 18,1% • rozwój - 13,3% • udział w rynku - 9,6% • rentowność - 6% • przetrwanie - 2,4% • inne - 4,8%

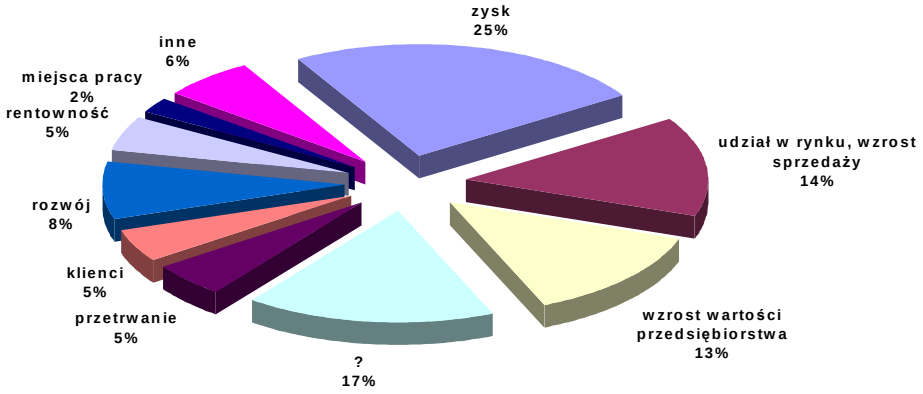
Źródło: opracowanie własne

Wyniki ankiety zostaną omówione w następujących przekrojach: cel funkcjonowania przedsiębiorstwa, koszt kapitału, zarządzanie zapasami, zarządzanie należnościami, zarządzanie środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami.

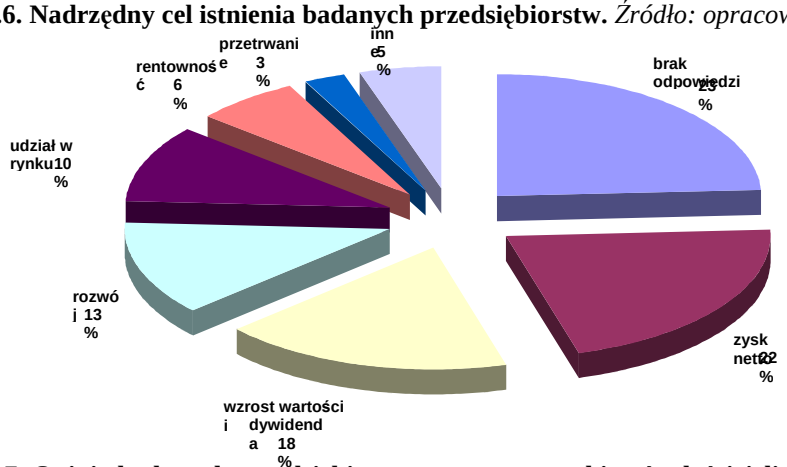
Cel funkcjonowania przedsiębiorstwa

Pierwsze pytanie ankiety miało na celu zidentyfikowanie nadrzędnego celu istnienia badanych przedsiębiorstw. Odpowiedzi na to pytanie dowodzą, że deklarowanym dominującym celem istnienia przedsiębiorstw jest maksymalizacja zysku księgowego (blisko 26% – wykres 3.6, bardzo często (22%) wskazywane jest zwiększanie sprzedaży

i zwiększanie udziału w rynku, a 16% wybiera wzrost wartości przedsiębiorstwa. Na dalszych pozycjach znajdują się takie cele, jak: przetrwanie – 5,5%, satysfakcja klientów – 5,5%, rozwój – 5,5%, rentowność – 3,6%, miejsce pracy – 3,6%. Inne cele wskazuje 3,6%, a 9% nie wie, jaki jest nadrzędny cel istnienia przedsiębiorstwa. Podobnie ankietowani odpowiadali na pytanie, jakie ich zdaniem są oczekiwania właścicieli względem przedsiębiorstwa. 20% wskazywało wzrost zysku księgowego (wykres 3.7), 18% – dywidendę i wzrost wartości przedsiębiorstwa, 11% – rozwój, 9% wskazywało na wzrost udziału w rynku, 5% na rentowność, 4% na wydajność, a 7% na inne oczekiwania. Blisko jedna czwarta (24%) indagowanych nie umiało lub nie chciało odpowiedzieć na pytanie: Jakie ich zdaniem są oczekiwania właścicieli względem przedsiębiorstwa? Wyniki te udowadniają, że dla większości (84%) przedsiębiorstw zwiększanie swojej wartości nie jest głównym celem. W 65% przedsiębiorstw cel ten jest stawiany w dalszej kolejności. Nasuwa to przypuszczenie, że fakt ten wynika z oczekiwań właścicieli, zarząd nie odczuwa w stanowisku właścicieli presji na kreowanie wartości, w związku z czym nie realizuje tego celu.



Wykres 3.6. Nadrzędny cel istnienia badanych przedsiębiorstw. *Źródło: opracowanie własne*



Wykres 3.7. Opinie badanych przedsiębiorstw na temat oczekiwań właścicieli względem przedsiębiorstw. *Źródło: opracowanie własne*

Związki występujące między odpowiedziami na te dwa pytania zestawiono następnie z informacjami o udziale zarządzających we własności. W ramach prowadzonej analizy

zbadano, czy istnieje jakiś związek między udziałem kadry zarządzającej we własności a nadrzędnym celem istnienia przedsiębiorstwa oraz opiniami o oczekiwaniach właścicieli względem przedsiębiorstwa. Intuicyjnie można oczekiwać, że dopuszczanie kadry zarządzającej do udziału we własności powinno sprzyjać osiąganiu celu właścicieli, za jaki coraz częściej uważa się w literaturze przedmiotu wzrost wartości przedsiębiorstwa czy też wzrost wartości dla właścicieli. Zjawisko to winno mieć swoje odzwierciedlenie w celach realizowanych przez przedsiębiorstwo. Analiza ankiet pokazuje, że w przedsiębiorstwach, w których kadra zarządzająca ma jednocześnie udziały we własności, częściej wybierany jest zysk (księgowy) jako nadrzędny cel istnienia przedsiębiorstwa (29%) niż wzrost wartości przedsiębiorstwa (14%). Zaskoczeniem dla autora jest fakt, iż w przedsiębiorstwach gdzie funkcje właścicielskie i zarządcze są rozdzielone, proporcje między wyborem tych dwóch celów są wyrównane (po 21%). Wynika stąd wniosek przeciwny do intuicyjnego przekonania autora, to rozdzielenie funkcji właścicielskiej i zarządczej sprzyja kreowaniu wartości przedsiębiorstwa. Jak można wyjaśnić te wyniki? Wytłumaczenie prawdopodobnie tkwi w tym, że w badanej populacji przedsiębiorstw, gdzie rozdzielone są funkcje właścicielskie i zarządcze, przeważają przedsiębiorstwa średnie i duże, a wśród przedsiębiorstw łączących obie funkcje przeważają przedsiębiorstwa małe. W tej drugiej grupie przedsiębiorstw nie kadra zarządzająca została dopuszczona do udziału we własności, lecz właściciele (często założyciele jednocześnie), co potwierdza analiza dokumentów w KRS, pełnią jednocześnie funkcje zarządcze, najczęściej bez stosownego przygotowania menedżerskiego. Drugie wytłumaczenie tego zjawiska można wywodzić z przekonania, iż w sytuacji, gdy funkcje zarządcze, przedsiębiorstwa nie są sprawowane przez właścicieli, najemny zarząd stara się nadążyć za najnowszymi tendencjami w zarządzaniu przedsiębiorstwem.

Za pośrednictwem ankiety (pytanie 2) zbadano również zhierarchizowanie celów przedsiębiorstw. Pokazuje ona, że dla badanych przedsiębiorstw najważniejsze cele to według kolejności (z uwzględnieniem wag nadanych danym miejscom w hierarchii):

1) zwiększanie sprzedaży i udziału w rynku,
2) zwiększanie wartości przedsiębiorstwa, kreowanie wartości dla właścicieli przedsiębiorstwa,
3) maksymalizacja zysku księgowego,
4) maksymalizowanie rentowności kapitału własnego,
5) pokonanie konkurencji,
6) inne.

Widzimy więc, że w hierarchii celów dominujące jest zwiększanie sprzedaży i udziału w rynku.

Koszt kapitału

Kolejnym zagadnieniem poruszanym w ankiecie był koszt kapitału zaangażowany w finansowanie przedsiębiorstwa. Z przeprowadzonych badań wynika, że kapitał własny jest parametrem wykorzystywanym w zarządzaniu przez około 40% przedsiębiorstw. Może to świadczyć o tym, że parametr ten jest ważny nie tylko dla przedsiębiorstw, które jako nadrzędny cel funkcjonowania przedsiębiorstwa zadeklarowały kreowanie jego wartości, ale też innych. Można to uznać za dobry wynik. Z drugiej strony 60% przedsiębiorstw nie szacuje i nie wykorzystuje tego parametru w zarządzaniu, a to oznacza, że oczekiwania właścicieli co do zwrotu kapitału nie są w ogóle brane pod uwagę w zarządzaniu przedsiębiorstwem, nie mówiąc o tym, że przecież znajomość kosztu kapitału własnego jest nieodzownym parametrem w ocenie projektów inwestycyjnych (przy założeniu, że posługujemy się metodami dynamicznymi), a można przypuszczać, że badane przedsiębiorstwa dokonywały niejednokrotnie istotnych wartościowo inwestycji. Konsekwencją nieuwzględniania kosztu kapitału własnego jest fakt, iż w badanych przedsiębiorstwach jest on istotnym źródłem finansowania majątku obrotowego. Średnio w badanych przedsiębiorstwach kapitał obrotowy netto (część kapitału stałego, która finansuje majątek obrotowy) wynosi 33% aktywów (mediana 30%). Częstość występowania udziału kapitału obrotowego netto większego niż 10% w strukturze źródeł finansowania majątku obrotowego wynosi 74%.

Wyniki te dowodzą prawdziwości 3 i 4 hipotezy pomocniczej (patrz strona 202). W badaniach ankietowych istnieje problem rzetelności odpowiedzi. Ankietowani w sposób mniej lub bardziej świadomy mogą udzielać takich odpowiedzi, które stawiałyby ich w korzystnym świetle. Próbą minimalizacji tego zjawiska było pytanie, w którym respondenci szeregowali źródła finansowania działalności od najdroższych do najtańszych. Odpowiedzi na to pytanie nasuwają wątpliwość, czy rzeczywiście aż 40% przedsiębiorstw szacuje koszt kapitału własnego i wykorzystuje go w zarządzaniu. Okazało się bowiem, że zdaniem ankietowanych, najdroższymi źródłami finansowania działalności przedsiębiorstw są według kolejności:

1) kredyty krótkoterminowe,
2) zobowiązania wobec dostawców,
3) kredyty długoterminowe,
4) kapitał własny przedsiębiorstwa (w tym kapitał udziałowy/ akcyjny),
5) inne zobowiązania (np. wobec US, ZUS),
6) obligacje.

Pozycja kredytów bankowych w tym rankingu wydaje się zrozumiała, lecz zaskakuje druga pozycja na liście zobowiązań wobec dostawców. Zobowiązania wobec dostawców są w literaturze i praktyce uznawane za bezpłatne w terminie wymagającym zapłaty (chyba że dostawca oferuje upust za płatność przed terminem). Jednak, jak pokazuje ankieta, ta forma nie jest powszechnie proponowana badanym przedsiębiorstwom (53% nie styka się z tą propozycją). A zatem to nie oferta wcześniejszej płatności przekonuje przedsiębiorstwo o tym, iż jest to jedno z najdroższych źródeł finansowania, gdyż jedynie 11% przedsiębiorstw korzysta z tej formy bardzo często lub często, 24% korzysta z niej rzadko lub bardzo rzadko, a pozostałe 65% nie korzysta z tej formy płatności. Wysoka pozycja zobowiązań wobec dostawców w rankingu źródeł finansowania może nasuwać przypuszczenie, że wynika ona z naliczania odsetek od nieterminowego regulowania płatności, co pośrednio potwierdzają wskaźniki rotacji zobowiązań. Wyniki badań wskazują, że kapitał właściciela jest, zdaniem ankietowanych, jednym z najtańszych źródłem finansowania działalności, tańszym niż kredyty czy też zobowiązania wobec dostawców. Znamienne jest, że uważa tak 80% ankietowanych, również ci, którzy w dwóch innych pytaniach wskazują, że szacują koszt kapitału własnego i wykorzystują go w zarządzaniu przedsiębiorstwem (tak odpowiedziało 82% tych, którzy deklarują szacowanie kosztu kapitału własnego). Jedynie dla 11% kapitał ten jest najdroższym źródłem finansowania aktywów. Może to wynikać z faktu, że zarządy większości przedsiębiorstw uważają, iż jakkolwiek według teoretyków kapitał własny jest najdroższym źródłem finansowania działalności, to w polskiej praktyce jest inaczej. Jednak tego przekonania nie potwierdzają odpowiedzi na 23 pytanie ankiety. Wynika z nich, że dla 33% tych, którzy udzielili odpowiedzi, satysfakcjonująca roczna stopa zwrotu z kapitału własnego dla właściciela przedsiębiorstwa kształtuje się w przedziale 13-15%. Jednocześnie dla 100% odpowiadających na to pytanie (czyli 78% uczestników ankiety) koszt kapitału własnego kształtuje się na poziomie wyższym niż 7%. Dla porównania średnie oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw w 2003 r. wynosiło 9,22%[250], lecz jeśli uwzględnić tarczę podatkową dla podatku w 2003 r., rzeczywisty średni koszt kredytu to 6,73%. Z zestawienia wielkości oszacowanych przez ankietowanych z kosztem kredytu wynika, że deklarowany koszt kapitału własnego jest w rzeczywistości dla wszystkich ankietowanych, którzy odpowiedzieli na to pytanie, wyższy od kosztu kredytu, a dla 60% odpowiadających ponad dwukrotnie wyższy. Spośród 40% przedsiębiorstw, które zadeklarowało, że oblicza i wykorzystuje koszt kapitału

[250] Obliczone na podstawie średniego ważonego oprocentowania kredytów (począwszy od kredytów w rachunku bieżącym a skończywszy na kredytach udzielanych na okres powyżej 5 lat) dla przedsiębiorstw ogółem w polskim systemie bankowym z kolejnych miesięcy 2003 roku. *Źródło: www: mf.gov.pl*.

własnego w zarządzaniu przedsiębiorstwem, 82% było jednocześnie zdania, że jest to najtańsze źródło finansowania. Wśród tych z kolei przedsiębiorstw 100% oszacowało średni roczny koszt tego kapitału na poziomie wyższym od kosztu kredytu obliczonego na podstawie średniego oprocentowania kredytów w 2003 r. i tarczy podatkowej. Wynika stąd, że nie 40%, a zaledwie 7% przedsiębiorstw szacuje i wykorzystuje koszt kapitału własnego w zarządzaniu. Przytoczone wyniki potwierdzają 3., 4. i 5. hipotezę pomocniczą. Analiza tej części ankiety potwierdza, że badanie w formie ankiety ma sporo mankamentów:

- istnieje ryzyko, że na ankietę odpowiadają te przedsiębiorstwa, których sytuacja ekonomiczna jest co najmniej dobra;
- istnieje ryzyko, iż reprezentanci przedsiębiorstwa bardziej dbają o kształtowanie własnego wizerunku niż o zobrazowanie rzeczywistego stanu przedsiębiorstwa, co potwierdzają sprzeczności w odpowiedziach o koszt kapitału własnego; można przypuszczać, że pojęcie kosztu kapitału własnego jest respondentom znane i wypada go stosować, natomiast z pytań pośrednio dotyczących kosztu kapitału własnego wynika, że nie jest brany pod uwagę.

W dalszej części badań przyjrzano się deklaracjom przedsiębiorstw w obszarze zarządzania zapasami, należnościami oraz środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami.

Zarządzanie zapasami

Jednym z celów pracy jest zidentyfikowanie, jak przedsiębiorstwa zarządzają majątkiem obrotowym. Aby osiągnąć ten cel, zdiagnozowano stan zarządzania poszczególnymi składnikami majątku obrotowego. Pierwszym obszarem, który podlegał ocenie, były zapasy. Z zebranych ankiet wynika, że 29% przedsiębiorstw deklaruje stosowanie określonych metod zarządzania zapasami, 56% stosuje metody wypracowane w wyniku własnych doświadczeń, 13% kieruje się intuicją, a 7% nie stosuje żadnych metod (wykres 3.8). Badane przedsiębiorstwa są zadowolone z efektów zarządzania zapasami, 55% przedsiębiorstw ocenia efekty zarządzania zapasami jako dobre, 33% jako dostateczne, 7% jako słabe, a 5% jako bardzo dobre (wykres 3.9). Prawdopodobnie to samo zadowolenie powoduje, że aż 71% przedsiębiorstw widzi niewielkie możliwości usprawnienia zarządzania zapasami, a tylko 24% uznaje, że mogą one być znaczące, jednak 5% jest przekonanych iż nie ma możliwości poprawy (wykres 3.10). Największe bariery w poprawie zarządzania zapasami według przedsiębiorstw to w pierwszej kolejności duża niestabilność sprzedaży, a w drugiej kolejności nieprzewidywalność dostawców. Dla 36% ankietowanych do istotnych ograniczeń należą również: słaby (niezadowalający poziom) system informatyczny i kwalifikacje

pracowników (wykres 3.11). Pozostałe bariery, takie jak np. brak systemu informatycznego i inne czynniki, mają wyraźnie mniejsze znaczenie. Zaznaczyć trzeba jednak, iż 11% indagowanych przedsiębiorstw nie posiada systemu komputerowego do zarządzania zapasami i uważa, że jest to ważna bariera w poprawie efektów zarządzania zapasami. Należy przy tym zauważyć, że może istnieć grupa przedsiębiorstw, które nie posiadają systemu wspomagającego zarządzanie zapasami, ale nie uważają tego faktu za przeszkodę. Wyniki ankiety wskazują również, że 76% przedsiębiorstw w zarządzaniu zapasami korzysta z internetu (np. przy wyszukiwaniu i ogłaszaniu ofert), a jednocześnie 47% przedsiębiorstw uważa, że brak systemu informatycznego lub jego słabość jest ważną barierą w usprawnieniu zarządzania zapasami.

Zarządzanie należnościami

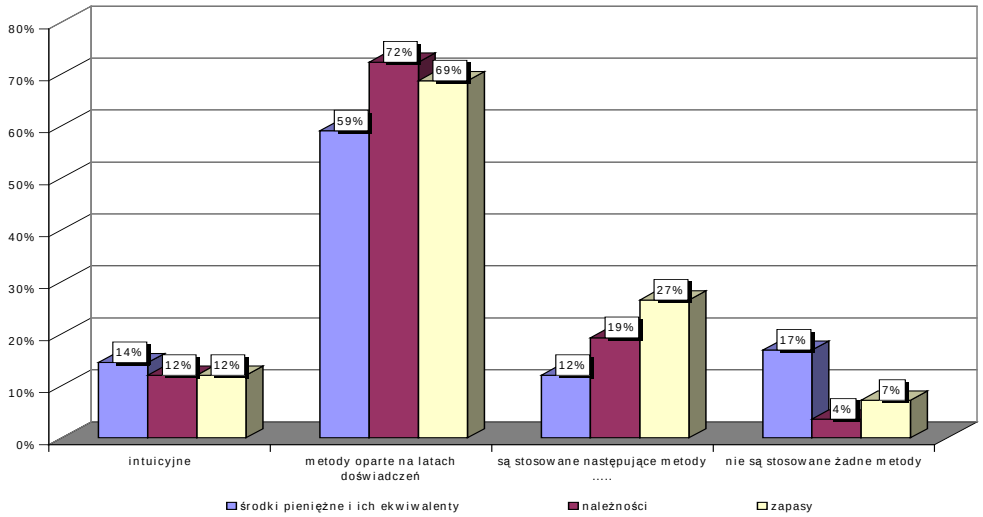
Drugi obszar oceny majątku obrotowego obejmował zarządzanie należnościami. Wyniki ankiety pokazują, że aż 24% przedsiębiorstw deklaruje stosowanie znanych z literatury metod zarządzania należnościami, 69% deklaruje stosowanie metod wypracowanych w wyniku własnych doświadczeń, a 13% kieruje się intuicją (wykres 3.8). Większość, bo aż 58% przedsiębiorstw, ocenia efekty zarządzania należnościami jako dobre, 29% jako dostateczne, 9% jako bardzo dobre i 4% jako słabe (wykres 3.9). Oznacza to, że z efektów zarządzania należnościami przedsiębiorstwa są bardziej zadowolone niż z zarządzania zapasami. To zadowolenie z efektów powoduje, że 67% przedsiębiorstw widzi niewielkie możliwości usprawnienia zarządzania należnościami, 27% uznaje, że mogą być one znaczące, a 5% jest przekonanych, iż nie ma możliwości poprawy w tym zakresie (wykres 3.10). Główną barierą poprawy zarządzania należnościami są, zdaniem ankietowanych, nierzetelni klienci. Rzadziej wymieniane są: kwalifikacje pracowników, słabości systemu informatycznego i inne czynniki (wykres 3.12). Zaznaczyć należy jednak, iż 11% indagowanych przedsiębiorstw nie posiada systemu komputerowego do zarządzania należnościami, a dalsze 31% procent zdradza niezadowolenie z wykorzystywanych systemów. Można przypuszczać, że większe zadowolenie z efektów zarządzania należnościami uzyskałyby przedsiębiorstwa, rozbudowując system upustów. Wyniki ankiety pokazują bowiem, że 22% przedsiębiorstw nie stosuje żadnych upustów, 24% stosuje zaledwie jedną z form upustu, reszta (54%) stosuje 2-4 różnych upustów. Istotny jest również fakt, iż najpopularniejszymi formami upustów są upusty za lojalność 55% i za ilość 51%. Upusty te nie zachęcają jednak do regulowania należności w terminie. Rolę taką odgrywają upusty za płatność przed terminem, ale te oferuje jedynie 33% przedsiębiorstw, w mniejszym zakresie pełni ją upust za płatność gotówkową stosowany przez 31% przedsiębiorstw (rozliczenia gotówkowe możliwe są do 3000 euro, a jeśli mają charakter

cykliczny, to do 1000 euro). Drugim czynnikiem, który może negatywnie wpływać na efekty zarządzania należnościami, jest niewykorzystywanie internetu na potrzeby zarządzania należnościami przez 32% przedsiębiorstw (np. wyszukiwanie i sprawdzanie kontrahentów, listy niesolidnych dłużników).

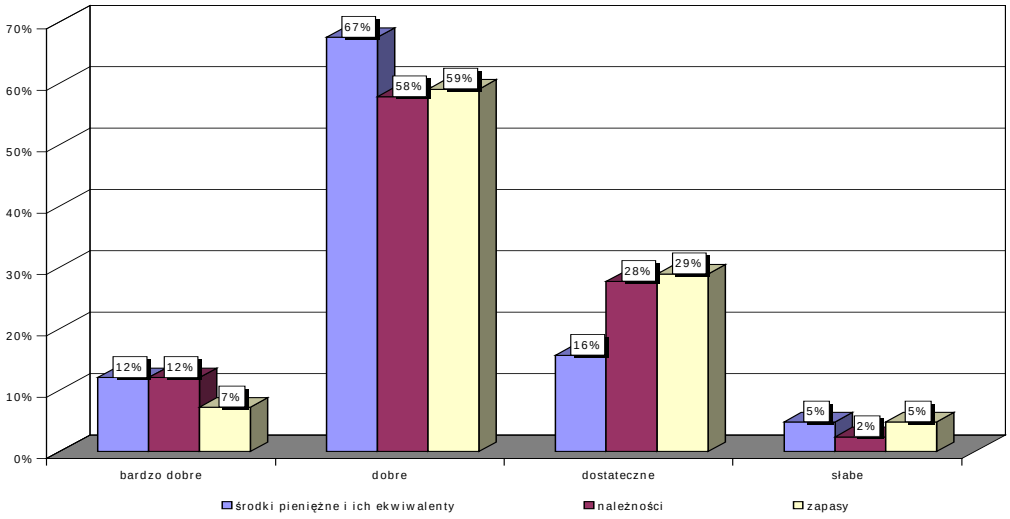
Zarządzanie środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami

Kolejnym obszarem badań jest zarządzanie środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami. Wyniki ankiety pokazują, że 11% przedsiębiorstw deklaruje stosowanie znanych z literatury metod zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami. Jednak wiele deklarowanych przez respondentów działań, jakkolwiek traktowanych przez nich jako metody, metodami nie są (np. ankietowani do metod zaliczają zakładanie lokat bankowych). Duży wpływ na ten stan rzeczy ma, być może, ubogość metod zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami przydatnymi w praktyce.[251] W związku z tym aż 56% przedsiębiorstw deklaruje stosowanie metod wypracowanych w wyniku własnych doświadczeń, 18% kieruje się intuicją, a 16% przyznaje, że nie są stosowane żadne metody (wykres 3.8). Mimo iż zarządzanie tym obszarem jest najsłabiej uzbrojone metodycznie, to aż 65% przedsiębiorstw ocenia efekty zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami jako dobre, 20% jako dostateczne, 9% jako bardzo dobre i 5% jako słabe (wykres 3.9). Prawdopodobnie brak metod o aplikacyjnym charakterze oraz zadowolenie z efektów powodują, że 65% przedsiębiorstw widzi niewielkie możliwości usprawnienia zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami, 18% uznaje, że są one znaczące, a 16% jest przekonanych, iż nie ma możliwości poprawy (wykres 3.10). Zdaniem przedsiębiorstw, główną barierą poprawy zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami jest niestabilność wpływów i wydatków (z większym naciskiem na wpływy - wykres 3.13). W dalszej kolejności są: słaby system informatyczny oraz kwalifikacje pracowników, brak systemu informatycznego, niewykorzystywanie bankowości internetowej i inne czynniki. Natomiast 27% przedsiębiorstw nie widzi żadnych barier. Należy jednak zaznaczyć, iż 9% indagowanych przedsiębiorstw nie posiada systemu komputerowego do zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami, a dalsze 27% procent wyraża niezadowolenie z wykorzystywanych systemów. Większość (79%) ankietowanych wskazuje, że korzysta z internetu w zarządzaniu środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami. Część przedsiębiorstw (18%) uważa, że ważną barierą w poprawie efektywności zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami jest niewykorzystywanie bankowości internetowej.

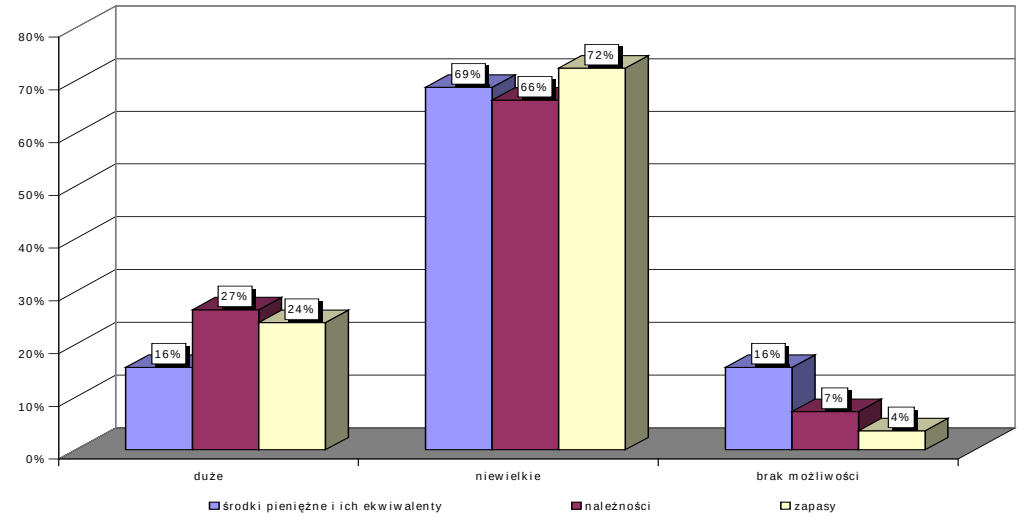
[251] Potwierdza to przegląd literatury, z którego wynika, że modele teoretyczne mają niewielkie szanse zastosowanie ich w praktyce.



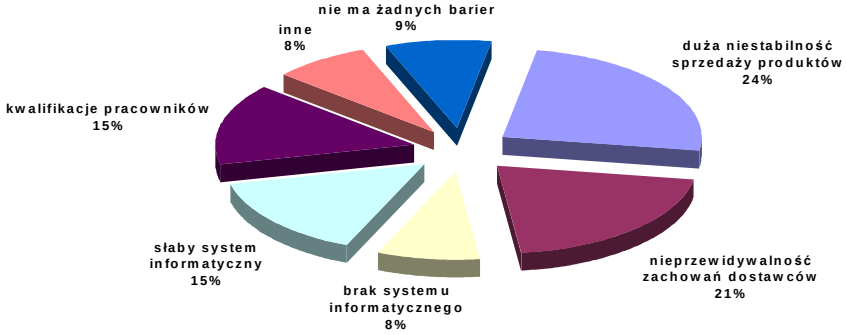
Wykres 3.8. Deklarowane sposoby zarządzania składnikami majątku obrotowego w badanych przedsiębiorstwach. *Źródło: opracowanie własne*



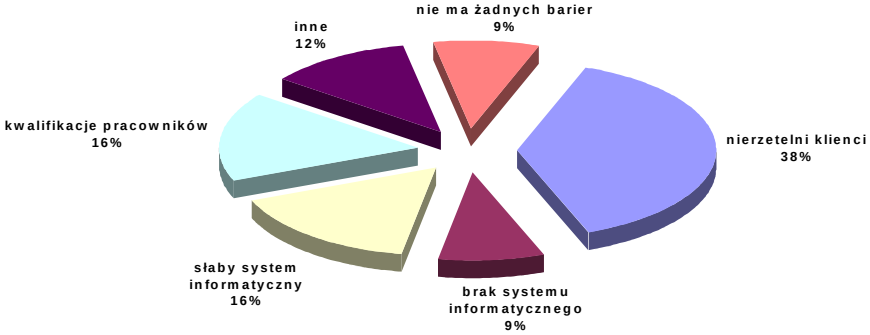
Wykres 3.9. Ocena efektywności zarządzania składnikami majątku obrotowego przez badane przedsiębiorstwa. *Źródło: opracowanie własne*



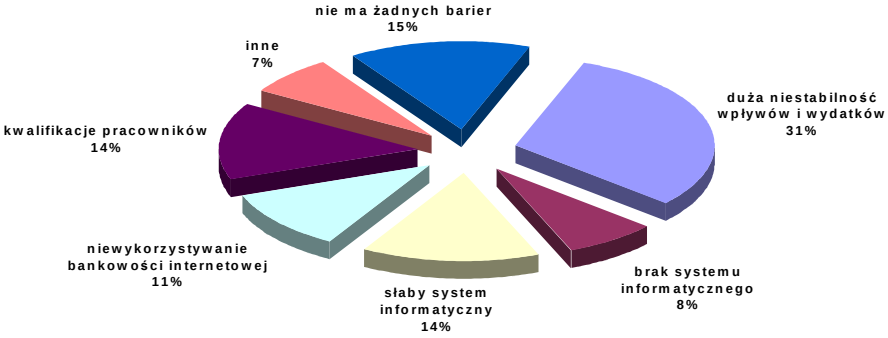
Wykres 3.10. Ocena możliwości poprawy efektywności zarządzania składnikami majątku obrotowego przez badane przedsiębiorstwa. *Źródło: opracowanie własne*



Wykres 3.11. Deklarowane bariery w poprawie efektywności zarządzania zapasami w badanych przedsiębiorstwach. *Źródło: opracowanie własne*



Wykres 3.12. Deklarowane bariery w poprawie efektywności zarządzania należnościami w badanych przedsiębiorstwach. *Źródło: opracowanie własne*



Wykres 3.13. Deklarowane bariery w poprawie efektywności zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami w badanych przedsiębiorstwach. *Źródło: opracowanie własne*

Zarządzanie majątkiem obrotowym ściśle się wiąże z zarządzaniem źródłami jego finansowania. Dlatego też część pytań ankiety dotyczyła identyfikacji możliwości przedsiębiorstw zarządzania tym obszarem. Ze względu na konieczność ograniczenia liczby pytań w ankiecie główny nacisk położono na zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz związane z nimi upusty proponowane przez dostawców. Z analizy odpowiedzi wynika, że w przypadku 15% przedsiębiorstw dostawcy nie proponują upustów. W pozostałych przedsiębiorstwach najczęściej dostawcy proponują upusty za ilość: 65%, następnie za lojalność: 53%, płatność przed terminem: 47% i płatność gotówkową 47%. W podobnej kolejności przedsiębiorstwa najczęściej korzystają z proponowanych upustów. Najczęściej realizowaną formą jest upust za:

- ilość – 75%,
- lojalność – 62%,
- płatność gotówką – 47%,
- płatność przed terminem – 35% (9% przedsiębiorstw nie korzysta z upustów, a 4% nie udzieliło odpowiedzi na to pytanie).

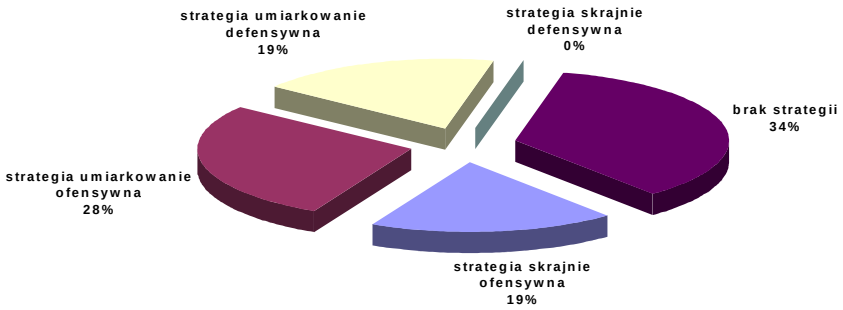
Na szczególną uwagę zasługuje upust za płatność przed terminem, z którego przedsiębiorstwa korzystają najrzadziej, mimo iż jest tak samo często oferowany jak upust za płatność gotówką. Powodem tego mogą być:

- nieatrakcyjne warunki (zbyt mały upust),
- trudności z płynnością finansową (w przypadku badanych przedsiębiorstwach argument ten jest o tyle nietrafny, iż sprawozdania finansowe wskazują, że zdecydowana większość przedsiębiorstw ma nadpłynność),
- trudności w ocenie, czy ta forma upustu jest atrakcyjna, związany z brakiem narzędzi.

Zdaniem autora, decyduje ostatnia z wymienionych przyczyn o niewielkiej popularności tej formy płatności.

Dla określenia potencjału, jaki tkwi w majątku obrotowym z punktu widzenia zarządzania wartością przedsiębiorstwa, istotne jest określenie deklarowanej i rzeczywistej strategii finansowania majątku obrotowego (wykres 3.14). Z ankiety wynika, że 34% badanych przedsiębiorstw nie ma docelowego sposobu finansowania majątku obrotowego (nie realizuje w sposób świadomy, przemyślany strategii finansowania majątku obrotowego). Strategię umiarkowanie ofensywną deklaruje 27% przedsiębiorstw (dominujący poziomu zobowiązań krótkoterminowych), a skrajnie ofensywną zgłasza 18% (wyłączny udział zobowiązań krótkoterminowych). Dla 18% przedsiębiorstw strategia umiarkowanie ofensywna (dominujący udział kapitałów stałych) jest docelowym sposobem finansowania majątku obrotowego. Żadne z ankietowanych przedsiębiorstw nie deklaruje strategii skrajnie ofensywnej (wyłączny udział kapitałów stałych)[252] jako docelowego sposobu finansowania majątku obrotowego, a 2% nie odpowiedziało na to pytanie.

[252] W praktyce strategia ofensywna jest niemożliwa.



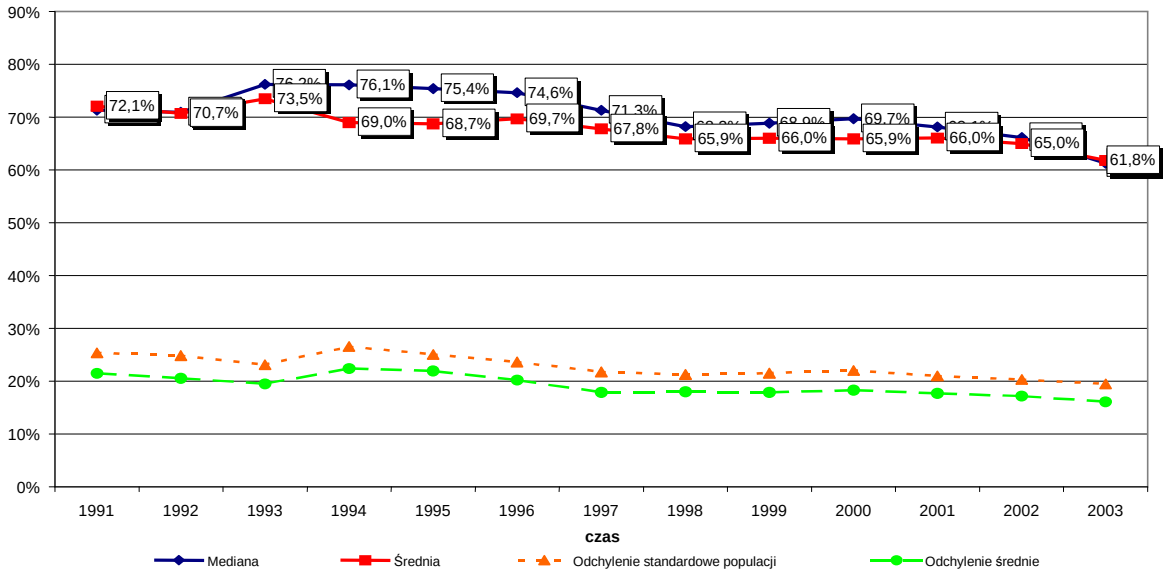
Wykres 3.14. Deklarowane docelowe strategie finansowania majątku obrotowego badanych przedsiębiorstwach. *Źródło: opracowanie własne*

Dotychczasowa syntetyczna ocena potencjału tkwiącego w majątku obrotowym, oparta na zawartych w ankietach deklaracjach kadry zarządzającej, wymaga konfrontacji z oceną efektów zarządzania majątkiem obrotowym przeprowadzoną na podstawie sprawozdań finansowych przedsiębiorstw. Dlatego też w dalszej części tego podrozdziału zidentyfikowane zostały rzeczywiste strategie zarządzania majątkiem oraz potencjał zmian możliwych do przeprowadzenia, które korzystnie wpływałyby na kreowaną wartość przedsiębiorstwa.

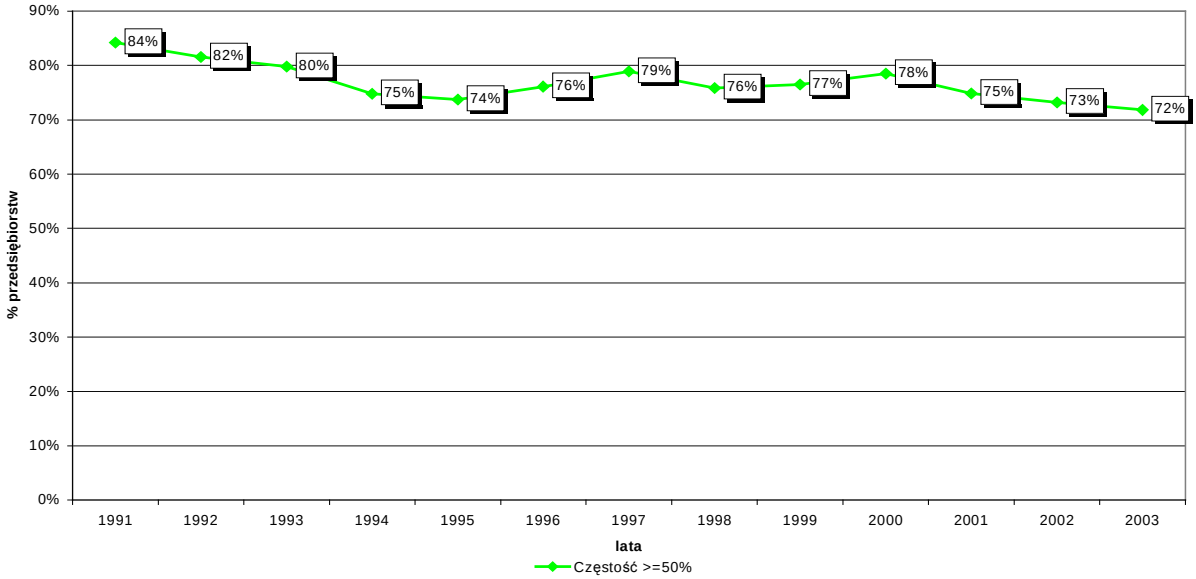
3.2.1.2. Wyniki badań sprawozdań finansowych

Udział majątku obrotowego w aktywach

Udział majątku obrotowego w aktywach badanych przedsiębiorstw był bardzo wysoki w latach 1991-2003 i wynosił średnio 67,8%. Średnia mediana w tym okresie jest jeszcze wyższa (70,6%). W badanym okresie daje się zauważyć wyraźna tendencja do stopniowego zmniejszania udziału majątku obrotowego w aktywach (rośnie natomiast udział majątku trwałego). W roku 1991 majątek obrotowy stanowił średnio aż 72,1% aktywów, w 1993 r. wzrósł do blisko 76,2%, a następnie systematycznie się zmniejszał i w 2003 r. osiągnął 61,8%. Przebieg zmian mediany jest zbliżony do średniej (wykres 3.15). Wysoki udział majątku obrotowego w aktywach wśród badanych przedsiębiorstw potwierdzają także inne parametry statystyczne. Częstość występowania udziału majątku obrotowego w aktywach na poziomie równym i wyższym od 50% wynosi 77% (wykres 3.16). Przebieg funkcji częstości potwierdza również tendencję iż sukcesywnie zmniejsza się liczba przedsiębiorstw z wysokim udziałem majątku obrotowego w aktywach. O typowości opisanego udziału majątku obrotowego w aktywach świadczą też niewielkie odchylenia standardowe populacji i odchylenia średnie (wykres 3.15).



Wykres 3.15. Udział majątku obrotowego w aktywach w badanych przedsiębiorstwach
Źródło: opracowanie własne



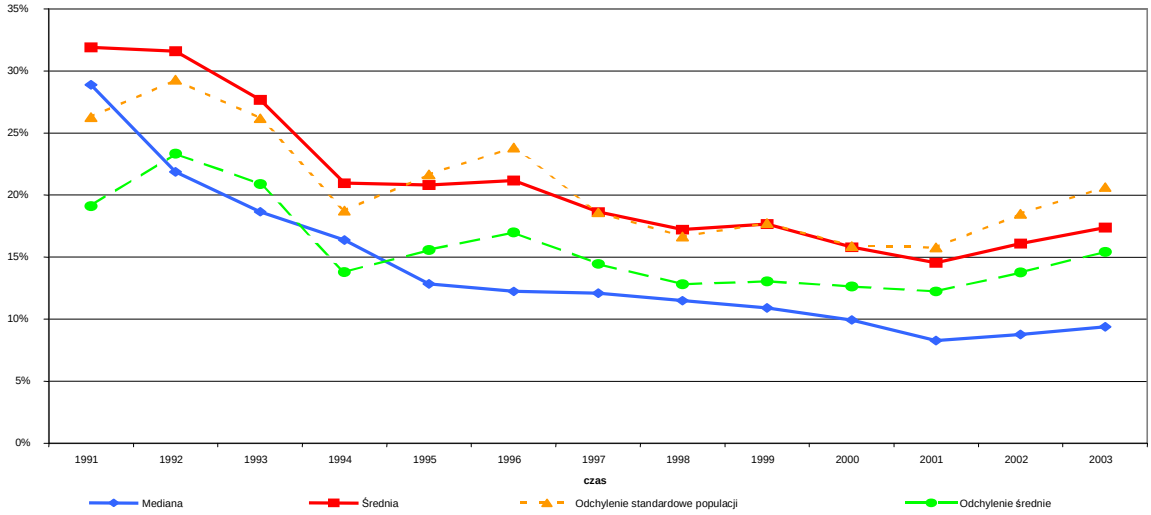
Wykres 3.16. Częstość występowania ponad 50% udziału majątku obrotowego w aktywach w badanych przedsiębiorstwach. *Źródło: opracowanie własne*

Struktura majątku obrotowego

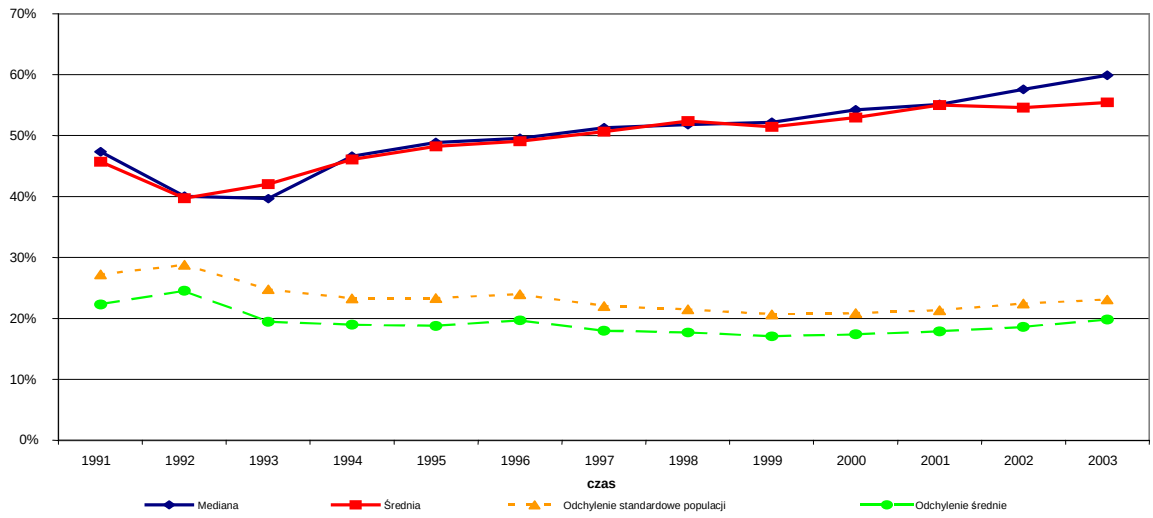
Największy udział w strukturze majątku obrotowego miały należności, ich średni udział w latach 1991-2003 wynosił 49,5%, mediana kształtowała się na podobnym poziomie (50,3%), następne w kolejności były zapasy (średnia 29,6%, mediana 26,3%), a dalej środki pieniężne i ich ekwiwalenty (średnia 20,9%, mediana 14,0%) - wykresy: 3.17, 3.18, 3.19.[253] Średni udział zapasów w majątku obrotowym jest dość stabilny jego poziom w latach

[253] Podawane są wielkości obliczane jako średnia ze średnich wielkości odsetek oraz średnich wielkości z median w badanym okresie.

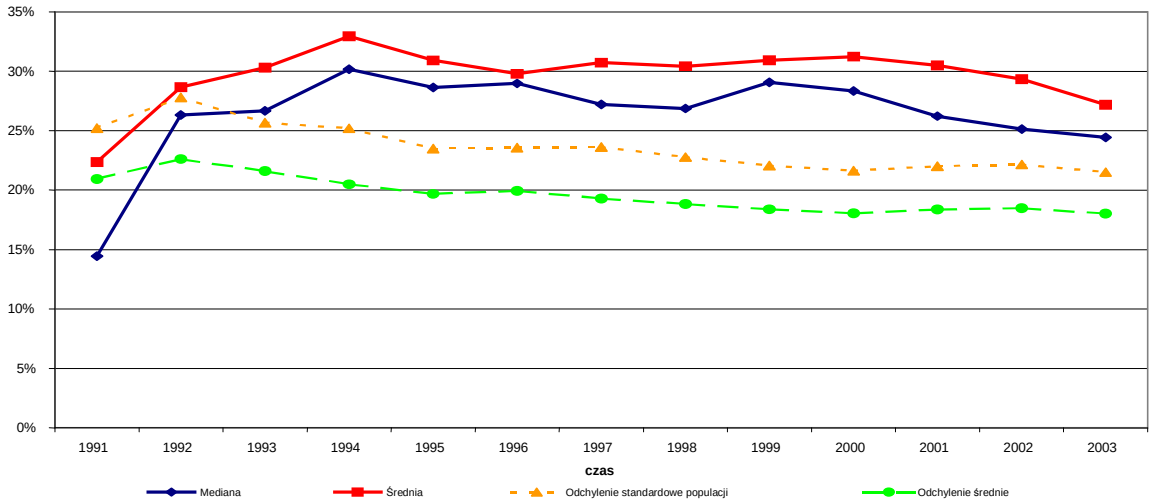
1992-2003 waha się w przedziale 27-33% (mediana 24-30%), od tego zakresu odbiegają jedynie dane 1991 r. (średnia 22%, mediana 14%). Znacznie większą zmienność wykazują należności oraz środki pieniężne i ich ekwiwalenty. Zakres wahań mediany oraz średniego udziału należności w aktywach zawiera się w przedziale 40-60%, natomiast w przypadku udziału środków pieniężnych kształtował się on w przedziale 14-32% dla średniej i 8-29% dla mediany. Wykresy udziału poszczególnych składników majątku obrotowego w majątku obrotowym wskazują na istnienie wyraźnej tendencji. Na przestrzeni lat 1991-2001 sukcesywnie zmniejszał się udział środków pieniężnych i ich ekwiwalentów, rósł natomiast udział należności przy dość stałym poziomie zapasów. W dwóch ostatnich latach badania można jednak zaobserwować wzrost udziału środków pieniężnych i ich ekwiwalentów oraz dalszy wzrost udziału należności kosztem udziału zapasów.



Wykres 3.17. Udział środków pieniężnych i ich ekwiwalentów w majątku obrotowym w badanych przedsiębiorstwach. *Źródło: opracowanie własne*



Wykres 3.18. Udział należności w majątku obrotowym w badanych przedsiębiorstwach
Źródło: opracowanie własne

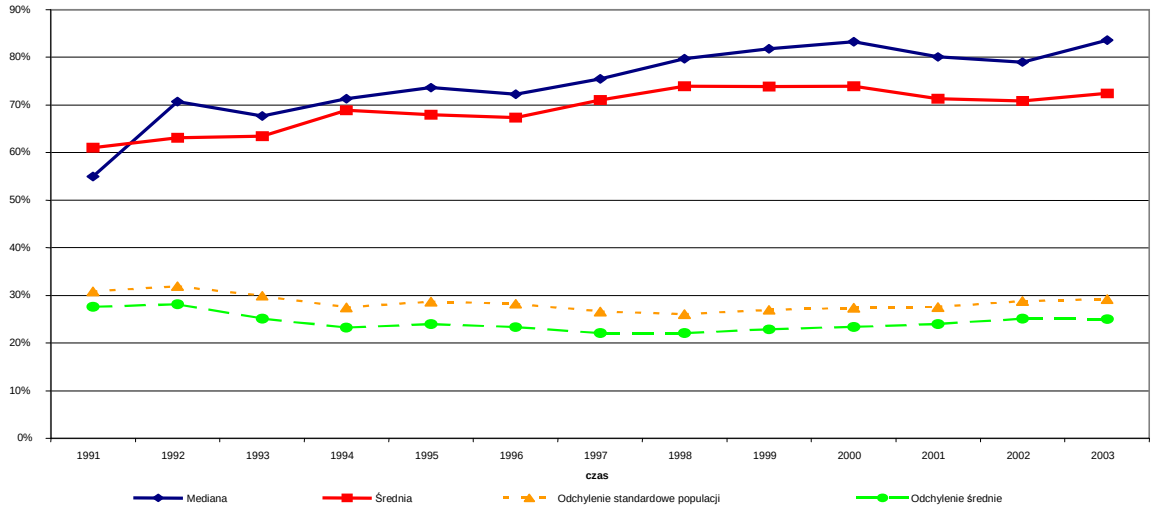


Wykres 3.19. Udział zapasów w majątku obrotowym w badanych przedsiębiorstwach
Źródło: opracowanie własne.

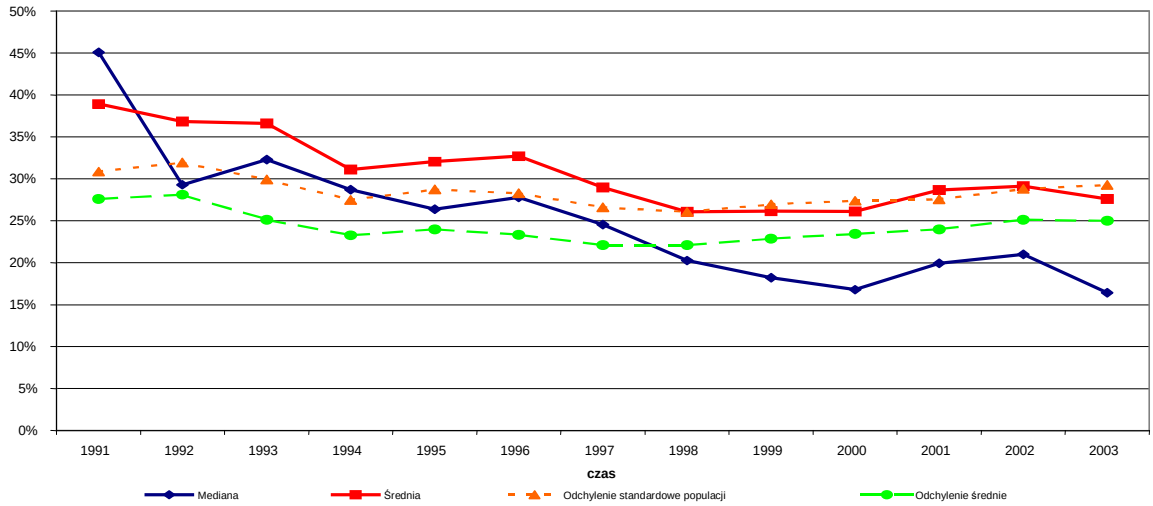
Struktura finansowania majątku obrotowego

Analizę źródeł finansowania majątku obrotowego oparto na dwóch kategoriach: zobowiązaniach krótkoterminowych przeciętnych i kapitałach stałych przeciętnych. Według tych kryteriów dominującym źródłem finansowania majątku obrotowego były zobowiązania krótkoterminowe, których średni udział w finansowaniu tego majątku w latach 1991-2003 wynosi 69,2% (średnia mediana 74,9%) – wykres 3.20. Drugim źródłem finansowania aktywów były kapitały stałe, których średni udział w latach 1991-2003 wyniósł 30,8% (średnia mediana 25,1%). W badanym okresie widoczna jest jednak stała tendencja zwiększania się udziału zobowiązań krótkoterminowych w finansowaniu majątku obrotowego (wzrost średniej z 61,1% w 1991 r. do 72,4% w 2003 r.) i zmniejszenia udziału kapitałów stałych (spadek z 38,9% w 1991 r. do 27,6% w 2003 r. dla średniej) w finansowaniu majątku obrotowego (wykres 3.21). W przebiegu mediany udziału poszczególnych źródeł finansowania wspomniane zmiany są jeszcze bardziej wyraziste, mediana udziału zobowiązań krótkoterminowych w finansowaniu majątku obrotowego wyniosła 54,9% w 1991 r. i 83,6% w 2003 r., a mediana udziału kapitałów stałych w finansowaniu majątku obrotowego wyniosła w 1991 r. 45,1% i 16,4% w 2003 roku.

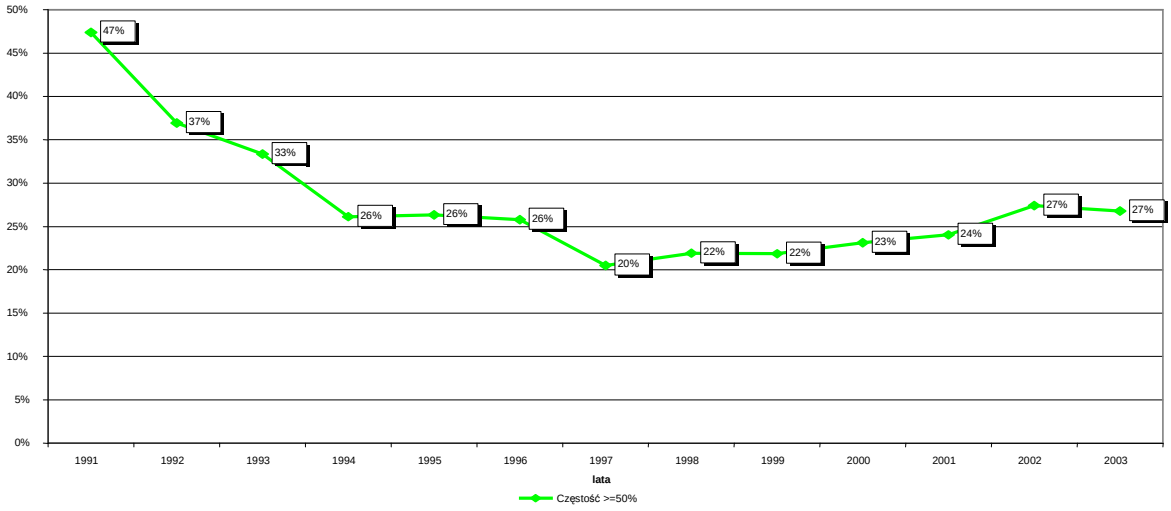
O tendencjach zachodzących w finansowaniu majątku obrotowego świadczy też to, że w 1991 r. 52% przedsiębiorstw miało ponad 30% udziału kapitałów stałych w finansowaniu majątku obrotowego, a 47% przedsiębiorstw miało ponad 50% udziału, w kolejnych latach liczba tych przedsiębiorstw stale spadała, osiągając minimum odpowiednio 32 i 20% w 1997 roku. Począwszy od 1998 r., nastąpiła zmiana tego trendu i liczba przedsiębiorstw, które finansują majątek obrotowy w co najmniej 30% z kapitałów stałych stale wzrasta do poziomu 37% w 2002 r. (a w 50% i więcej do 27% w 2003 r.) (wykres 3.22).



Wykres 3.20. Udział zobowiązań krótkoterminowych w finansowaniu majątku obrotowego w badanych przedsiębiorstwach. *Źródło: opracowanie własne*



Wykres 3.21. Udział kapitałów stałych w finansowaniu majątku obrotowego w badanych przedsiębiorstwach *Źródło: opracowanie własne*

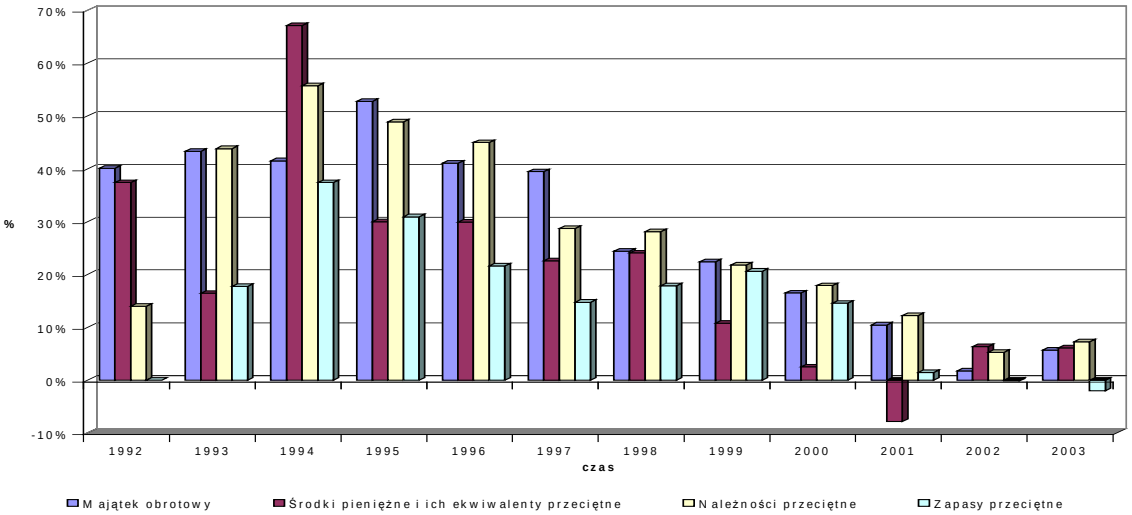


Wykres 3.22. Częstość występowania ponad 50% udziału kapitałów stałych w finansowaniu majątku obrotowego w badanych przedsiębiorstwach. *Źródło: opracowanie własne*

Dynamika zmian majątku obrotowego

Analiza zmian w majątku obrotowym i w źródłach jego finansowania pokazuje, że nominalna wartość majątku obrotowego ciągle wzrasta (wykres 3.23). Jednakże najbardziej spektakularne wzrosty (w granicach 40-50%) nastąpiły w latach 1991-1997; w kolejnych latach tempo przyrostu majątku obrotowego stale się zmniejszało, przy zmniejszającej się inflacji, osiągając w 2002 roku średnią wielkość 2%, a w 2003 r. 6%. Przyczyn tych zmian może być wiele, decydujące są z pewnością jednak dwa czynniki:

- zmienna wartość pieniądza w czasie (wysoka inflacja na początku lat dziewięćdziesiątych i jej systematyczny spadek w kolejnych latach),
- rozwój przedsiębiorstw (w pierwszych latach działalności przedsiębiorstwa szybko rosły, następnie przyszła faza, dojrzałości, w której ustabilizowała się sprzedaż i poziom majątku obrotowego).



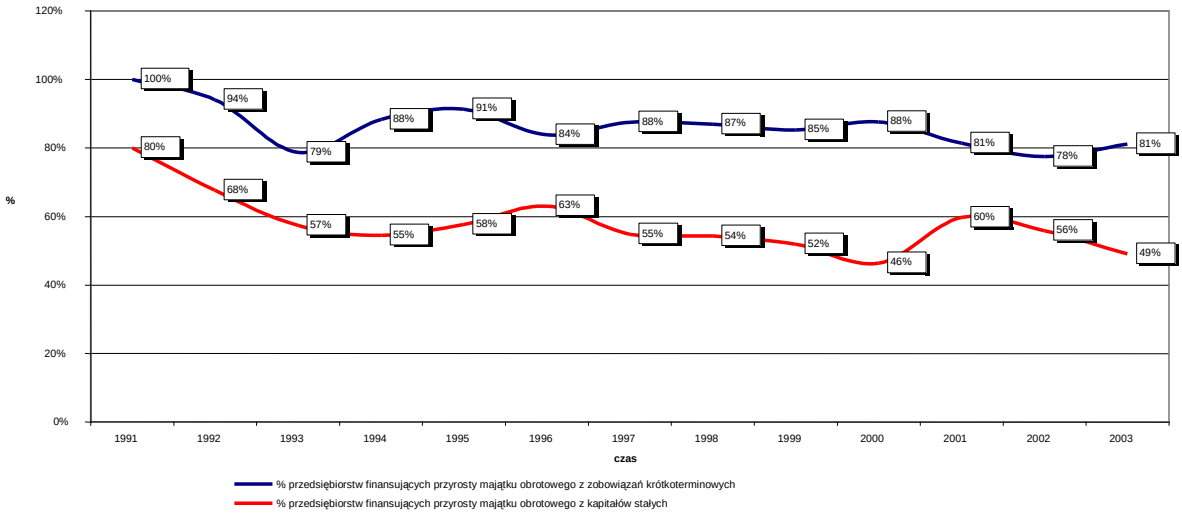
Wykres 3.23. Dynamika zmian mediany majątku obrotowego i jego składników w badanych przedsiębiorstwach. *Źródło: opracowanie własne*

Średni przyrost majątku obrotowego w badanym okresie wynosi 400,4%. W latach 1991-2003 nominalna wartość majątku wzrosła według mediany 17-krotnie (wg średniej 98 555 razy).

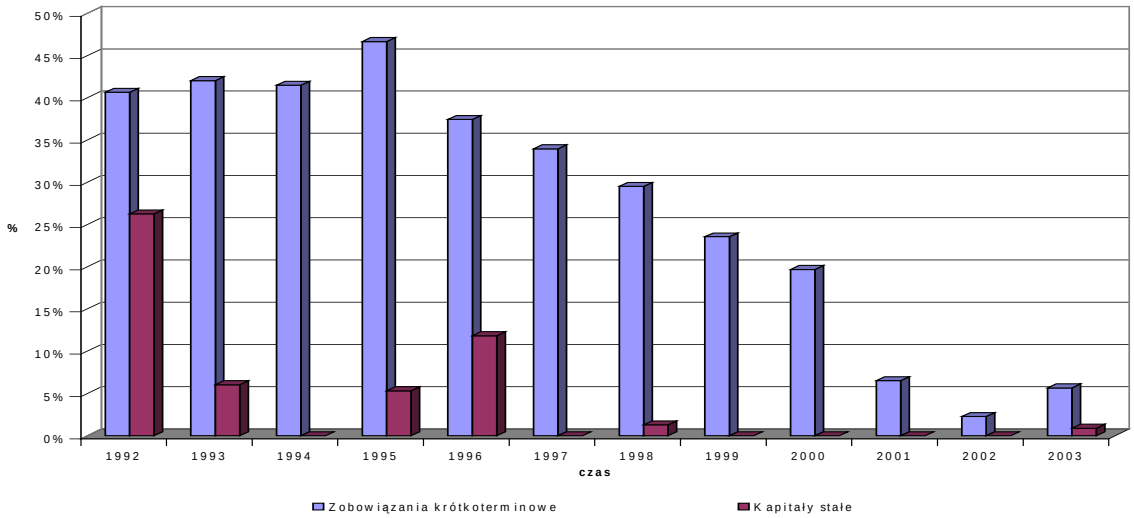
Dynamika zmian w źródłach finansowania majątku obrotowego

Przyrosty majątku obrotowego były finansowane zarówno z zobowiązań krótkoterminowych, jak i kapitałów stałych, często jednocześnie z obu źródeł. Wykres 3.24 pokazuje wyraźną tendencję zmniejszania się liczby przedsiębiorstw finansujących zmiany majątku obrotowego kapitałami stałymi (spadek z 80% w 1991 r. do 49% w 2003 roku). Natomiast w przeważającym okresie (od 1993 r. do 2003 r.) około 84% przedsiębiorstw finansowało przyrosty majątku obrotowego zobowiązaniami krótkoterminowymi. Kolejny

wykres 3.25 pokazuje (na przykładzie mediany), że znacznie większy udział w finansowaniu zmian majątku obrotowego mają zobowiązania krótkoterminowe.



Wykres 3.24. Udziały przedsiębiorstw finansujących zmiany majątku obrotowego kapitałami stałymi i zobowiązaniami krótkoterminowymi. *Źródło: opracowanie własne*



Wykres 3.25. Dynamika zmian mediany źródeł finansowania majątku obrotowego w badanych przedsiębiorstwach. *Źródło: opracowanie własne*

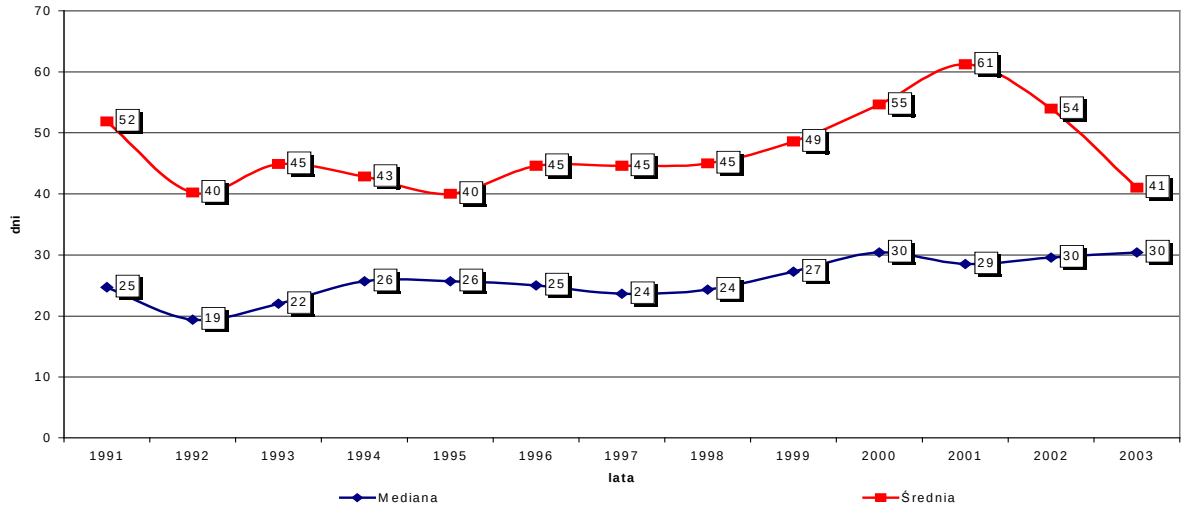
Obrót zapasów w dniach (rotacja zapasów)

Średni okres obrotu zapasów w badanym okresie wynosi 47 dni. Wskaźnik ten ulegał pewnym wahaniom (wykres 3.26). Zakres zmian średniego obrotu zapasów zawiera się w przedziale 40-61 dni. Przebieg mediany okresu obrotu zapasów w dniach charakteryzuje się mniejszą zmiennością. Funkcja ta ilustruje wyraźną wzrostową tendencję w latach 1992-2003 (wzrost z 19 do 30 dni). Przebieg mediany wskazuje na stały przyrost tego wskaźnika w ostatnich latach, co oznacza na pogorszenie gospodarowania zapasami. A zatem realizowanie danego poziomu sprzedaży wymaga większego zaangażowania źródeł finansowania zapasów. Z tymi tendencjami korespondują wyniki prezentowane na kolejnym

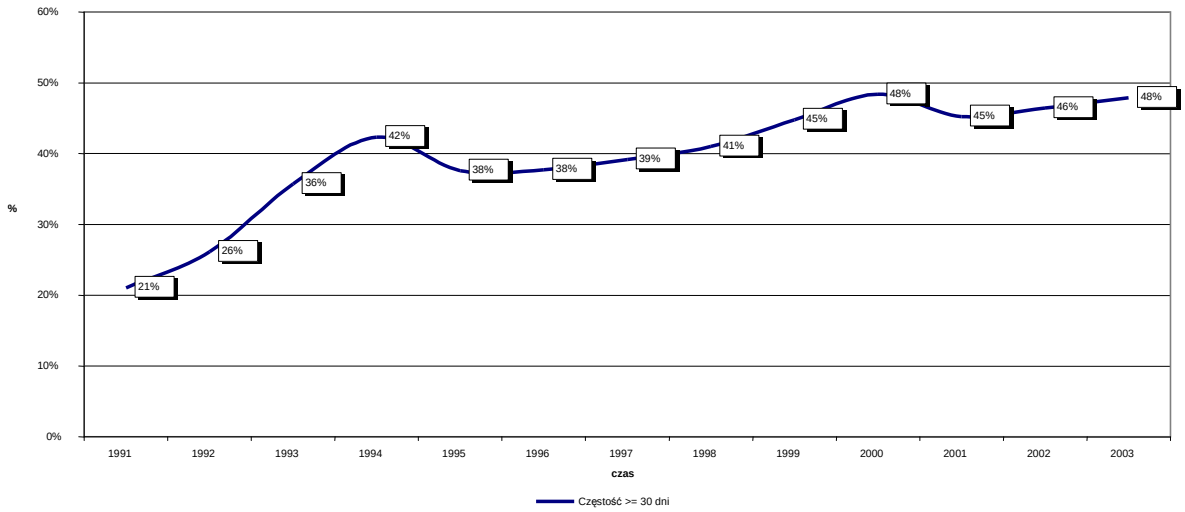
wykresie 3.27, który pokazuje, że systematycznie rośnie odsetek przedsiębiorstw, w których obrót zapasów wynosi 30 i więcej dni. W latach 1991 i 1992 odpowiednio 21 i 26% przedsiębiorstw miało obrót zapasów na poziomie 30 i więcej dni. W kolejnych 6 latach już około 40% przedsiębiorstw miało obrót zapasów na tym poziomie, a w 2000 i 2003 roku 48% przedsiębiorstw miało obrót zapasów o czasie trwania co najmniej 30 dni. Teoretycznie na pogorszenie tych wskaźników w ostatnich latach mogło mieć wpływ szereg czynników:

- chęć zdynamizowania sprzedaży i zwiększenie oferty dla klientów,
- niższe tempo wzrostu gospodarczego,
- nieefektywne metody zarządzania zapasami (jednym z ich przejawów mogą być: stare zapasy - niechęć służb magazynowych, jak i kadry zarządzającej do likwidowania i odpisywanie w koszty starych zapasów).

Z obserwacji autora wynika, że te dwa ostatnie czynniki powodują zawyżanie wartości zapasów.



Wykres 3.26. Obrót zapasów w badanych przedsiębiorstwach. *Źródło: opracowanie własne*



Wykres 3.27. Częstość występowania obrotu zapasów >= 30 dniom w badanych przedsiębiorstwach
Źródło: opracowanie własne

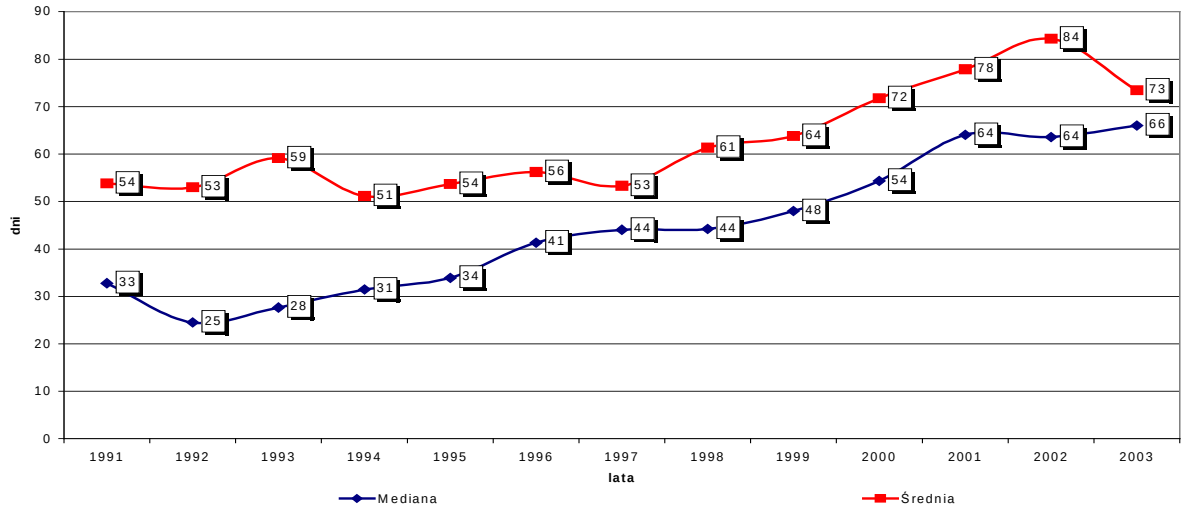
Obrót należności brutto w dniach

Średni okres obrotu należności brutto[254] w badanym okresie wynosił 63 dni. Przebieg średniej i mediany tego wskaźnika jest dość zbliżony w całym badanym okresie (wykres 3.28). Tendencje te pokazuje mediana, której wielkość w latach 1991-2003 oscylowała w granicach 24-66 dni. Począwszy od 1992 roku następuje systematyczny wzrost tej wielkości z 24 do 66 dni w 2003 roku. Kolejny wykres (wykres 3.29) potwierdza negatywne tendencje, systematycznie rośnie odsetek przedsiębiorstw, które czekają na uregulowanie należności przez 30 i więcej dni. Na początku lat dziewięćdziesiątych było ich tylko 34%, ale począwszy od 1992 r. stale ich przybywało. W efekcie od 2000 r. około 84% przedsiębiorstw oczekuje na uregulowanie należności 30 i więcej dni. Dodatkowym potwierdzeniem jest fakt, iż coraz więcej przedsiębiorstw czeka na zapłatę należności dwa i więcej miesięcy, w latach 1991 – 1996 było ich około 21%, w latach 1997-1999 - 30%, a w latach 2000-2003 około 57%. W roku 2003 aż 58% przedsiębiorstw czekało na zapłatę należności średnio nie mniej niż 2 miesiące. Teoretycznie na pogorszenie w ostatnich czterech latach wskaźnika obrotu należności (w dniach) mogło mieć wpływ szereg czynników:

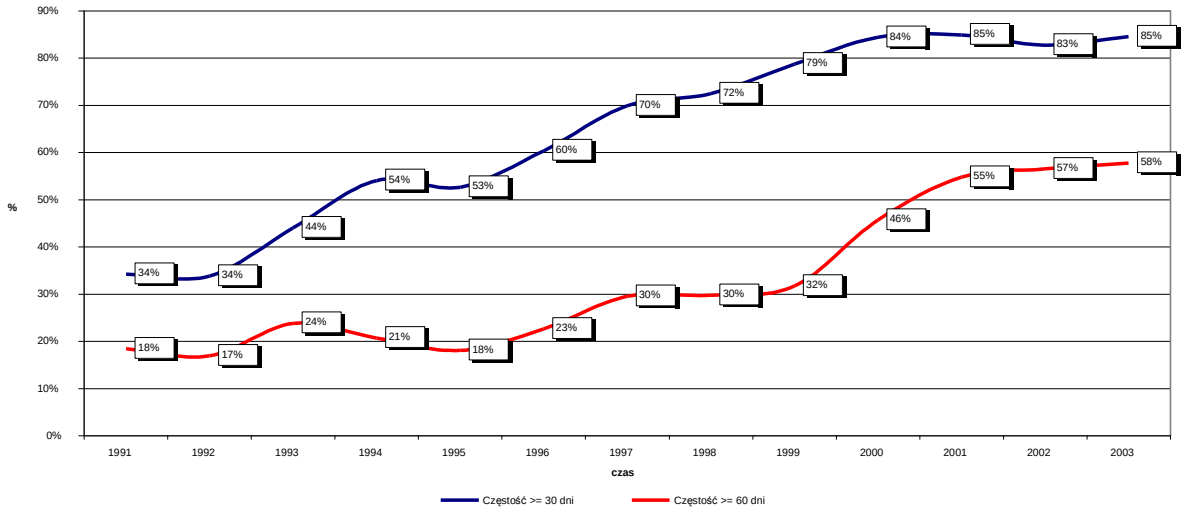
- chęć zdynamizowania sprzedaży i zliberalizowanie podejścia do oceny potencjalnych klientów,
- ukształtowanie się na rynku praktyki wydłużania terminów płatności,
- słabsze działanie służb windykacyjnych,
- niechęć zarządów przedsiębiorstw do tworzenia rezerw na należności i przez to nawarstwianie się należności przeterminowanych (gdyż włączane w ciężar pozostałych kosztów operacyjnych obniżają wynik, którym można się pochwalić przed właścicielami i kontrahentami).

Z obserwacji autora wynika jednak, że decydującymi czynnikami są coraz powszechniejsza wśród przedsiębiorstw praktyka (przejęta od supermarketów) wydłużania terminów płatności oraz także, choć w mniejszym stopniu, mocno przeterminowane należności, na które nie utworzono wcześniej rezerw.

[254] Należności brutto to suma należności ujętych w bilansie i tych, na które zostały utworzone rezerwy w ciężar pozostałych kosztów operacyjnych.



Wykres 3.28. Obrót należności w badanych przedsiębiorstwach. *Źródło: opracowanie własne*



Wykres 3.29. Częstość występowania obrotu należności (>= 30 i 60 dniom) w badanych przedsiębiorstwach. *Źródło: opracowanie własne*

Analiza rezerw na należności sugeruje, że w badanym okresie następuje stałe pogarszanie się jakości należności co ilustrują takie wskaźniki, jak[255]:

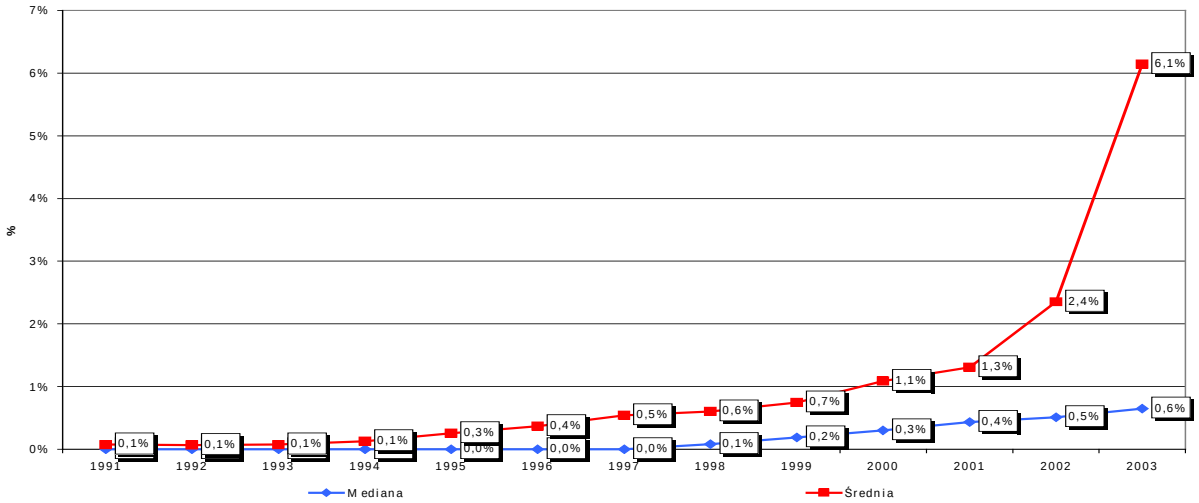
- rezerwy na należności przeciętne / sprzedaż przeciętną (wykres 3.30**)**,
- rezerwy na należności przeciętne / należności brutto przeciętne (wykres 3.31**)**.

Zilustrowane sytuacje nie oddają z pewnością pełnej skali niepewnych i nieściągalnych należności. Oba wykresy ilustrują wyraźnie wzrostowe tendencje wielkości rezerw zarówno w relacji do przeciętnej sprzedaży, jak i do należności brutto. Z analizy sprawozdań wynika, że wiele przedsiębiorstw nie tworzy rezerw na należności, aby nie obniżać wyniku finansowego. Nie bez znaczenia jest brak kontroli zewnętrznej (większość z tych

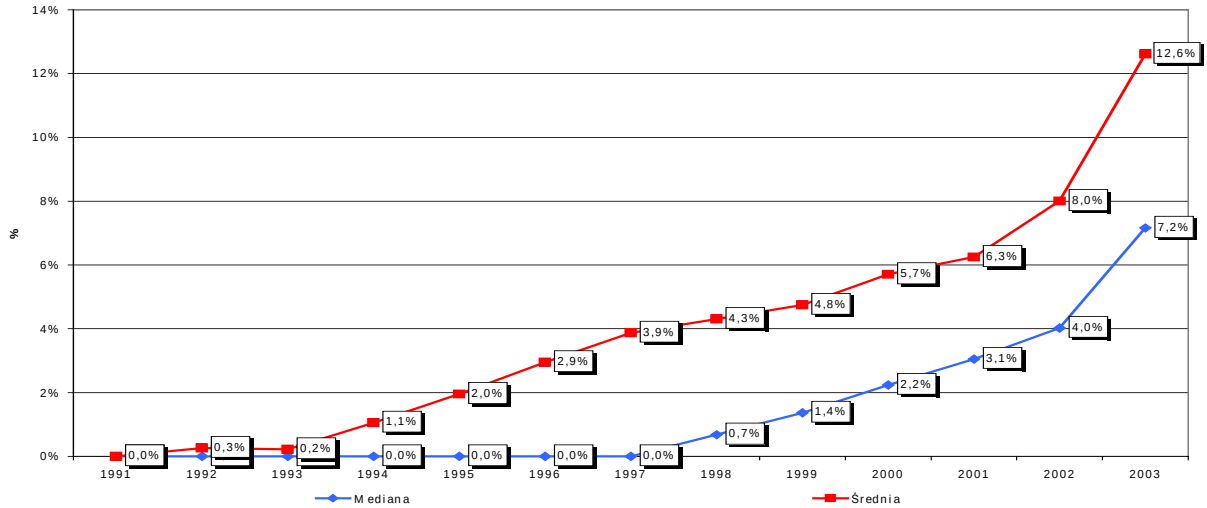
[255] Analiza ta oparta jest na informacjach o stanie rezerw na należności zawartych w informacjach dodatkowych przedsiębiorstw.

przedsiębiorstw nie podlega obowiązkowi badania sprawozdań przez biegłych rewidentów). O niskiej skłonności do tworzenia rezerw świadczą przykłady przedsiębiorstw, które ogłosiły upadłość. Sprawozdania finansowe pokazują wyraźnie, że po ogłoszeniu upadłości tworzone są znaczne rezerwy, najczęściej na należności mocno przeterminowane, na które odpisy powinny zostać dokonane kilka lat temu.

Podsumowując wytłumaczeniem zmian w rotacji należności jest fakt, iż przedsiębiorstwa we wczesnych latach dziewięćdziesiątych bardzo rzadko tworzyły rezerwy na należności (co powodowało nawarstwianie się przeterminowanych, często nieściągalnych należności), praktyka ta zaczęła się upowszechniać, często przy dużym oporze zarządu, w kolejnych latach.



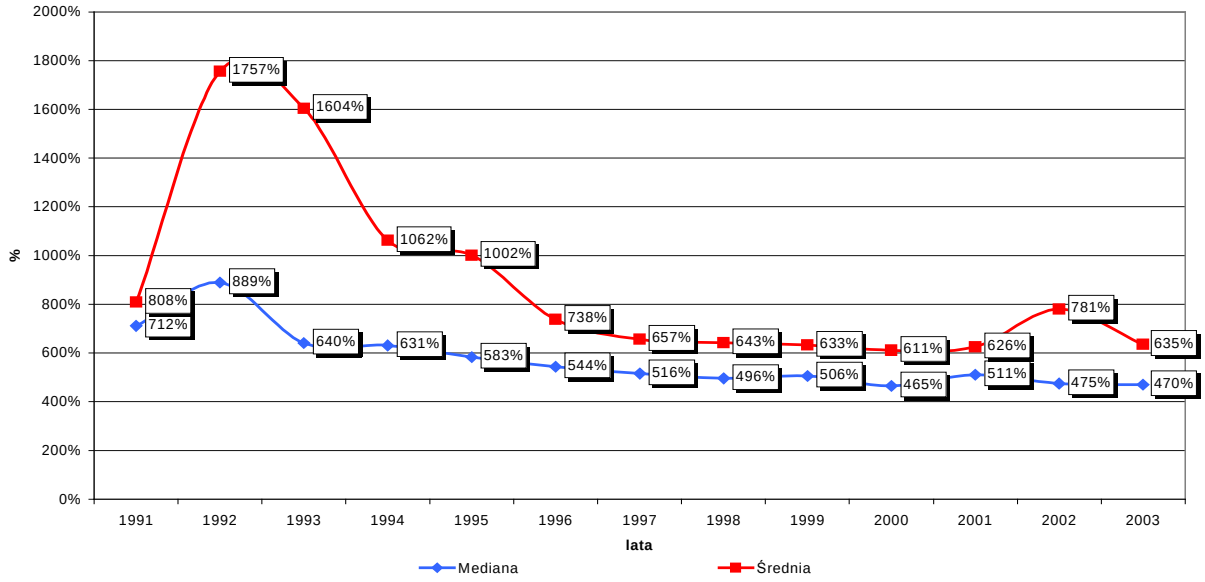
Wykres 3.30. Przeciętne rezerwy na należności do sprzedaży przeciętnej w badanych przedsiębiorstwach *Źródło: opracowanie własne*



Wykres 3.31. Przeciętne rezerwy na należności do należności brutto przeciętnych w badanych przedsiębiorstwach. *Źródło: opracowanie własne*

Pokrycie długu krótkoterminowego przychodami ze sprzedaży

Średni wskaźnik pokrycia długu krótkoterminowego przychodami ze sprzedaży kształtował się na poziomie 890% (wykres 3.32). Obserwacje średniej i mediany wskazują na wyraźną spadkową tendencję z poziomu około 1700% dla średniej i 770% dla mediany, w latach 1991-1992 do (odpowiednio) 630 i 470% w 2003 roku. Oznacza to, że zadłużenie krótkoterminowe przedsiębiorstw w badanym okresie wzrasta dwukrotnie szybciej niż przychody ze sprzedaży – czyli aby zrealizować daną wielkość sprzedaży, przedsiębiorstwa „potrzebują" dwa razy więcej zobowiązań krótkoterminowych niż w 1992 roku.



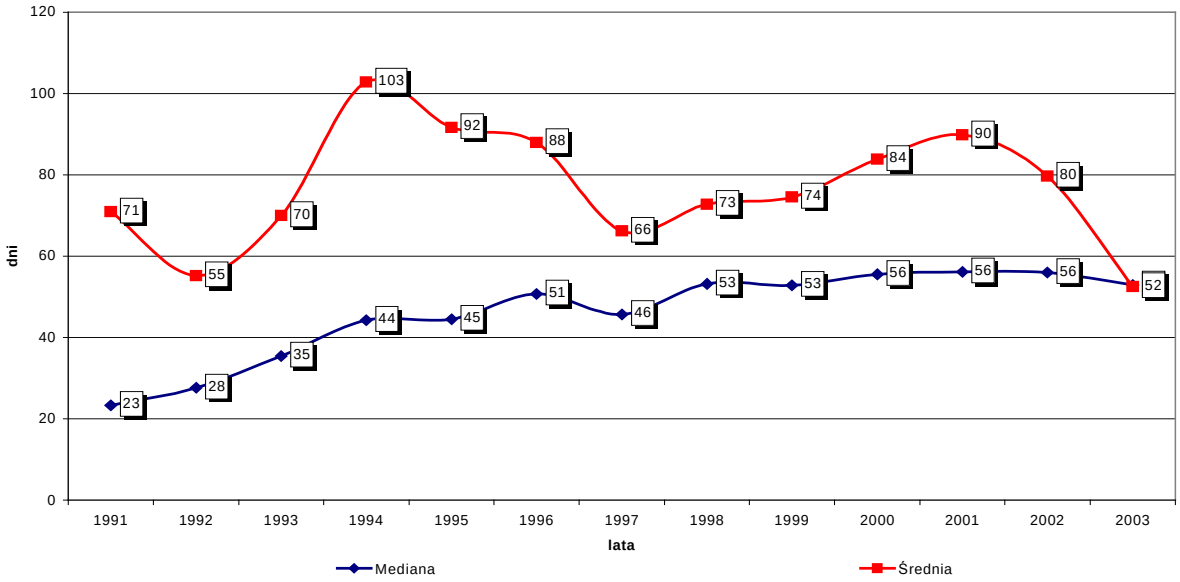
Wykres 3.32. Pokrycie długu krótkoterminowego przychodami ze sprzedaży w badanych przedsiębiorstwach. *Źródło: opracowanie własne*

Czas płacenia zobowiązań

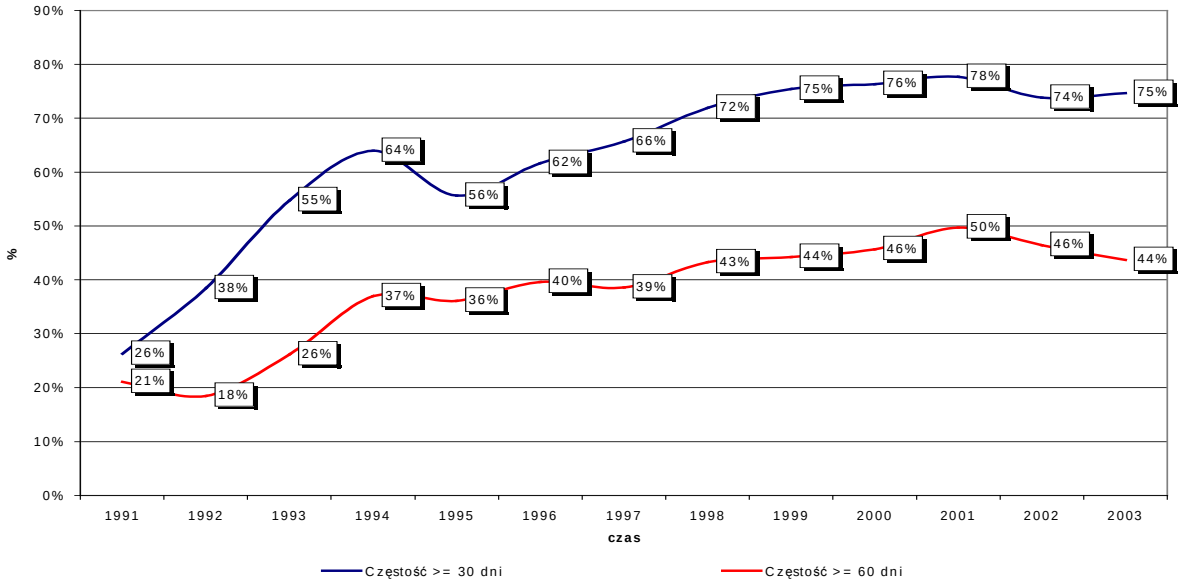
Średni okres regulowania zobowiązań w badanym okresie wynosi 77 dni (wykres 3.33). Przebieg funkcji średniego czasu płacenia zobowiązań charakteryzuje się dużą zmiennością. Klarowny obraz rysuje natomiast mediana, która wskazuje na systematyczne wydłużanie się czasu płacenia zobowiązań począwszy od 1991 r. kiedy to wynosił on 23 dni, do 2001 r. kiedy to osiągnął maksimum (56 dni), kolejne lata wskazują na zmianę tendencji na spadkową (53 dni w 2003 roku). Bardzo zbliżony przebieg mają funkcje częstości płacenia zobowiązań w czasie minimum 30 oraz co najmniej 60 dni (wykres 3.34). Funkcje te wskazują, że systematycznie zwiększa się odsetek przedsiębiorstw, które płacą za zobowiązania najwcześniej po 60 dniach. W ostatnich pięciu latach około 76% przedsiębiorstw płaciło za zobowiązania z tytułu dostaw i usług po minimum 30 dniach, a około 47% po minimum 60 dniach. Na wydłużenie okresu regulowania zobowiązań w badanym okresie mogło mieć wpływ szereg czynników:

- zatory płatnicze, które mogą być spowodowane wieloma czynnikami (np. recesją),
- jeżeli klienci nie płacą w terminie, to sprzedający starają się przenosić te opóźnienia na dostawców, a w związku z tym, że na większości rynków jest duża konkurencja, to wiele przedsiębiorstw nie egzekwuje wymaganych umownych terminów płatność i zbyt rygorystycznie,
- brak zachęt ze strony sprzedających do wcześniejszej spłaty (jedynie 47% przedsiębiorstw oferuje kontrahentom upusty za wcześniejszą płatność.

Wyniki ankiety oraz analiza cyklu operacyjnego pokazują, że te dwa ostatnie czynniki mają decydujący wpływ na wydłużenie okresu zapłaty za zobowiązania.



Wykres 3.33. Czas płacenia zobowiązań w badanych przedsiębiorstwach. *Źródło: opracowanie własne*



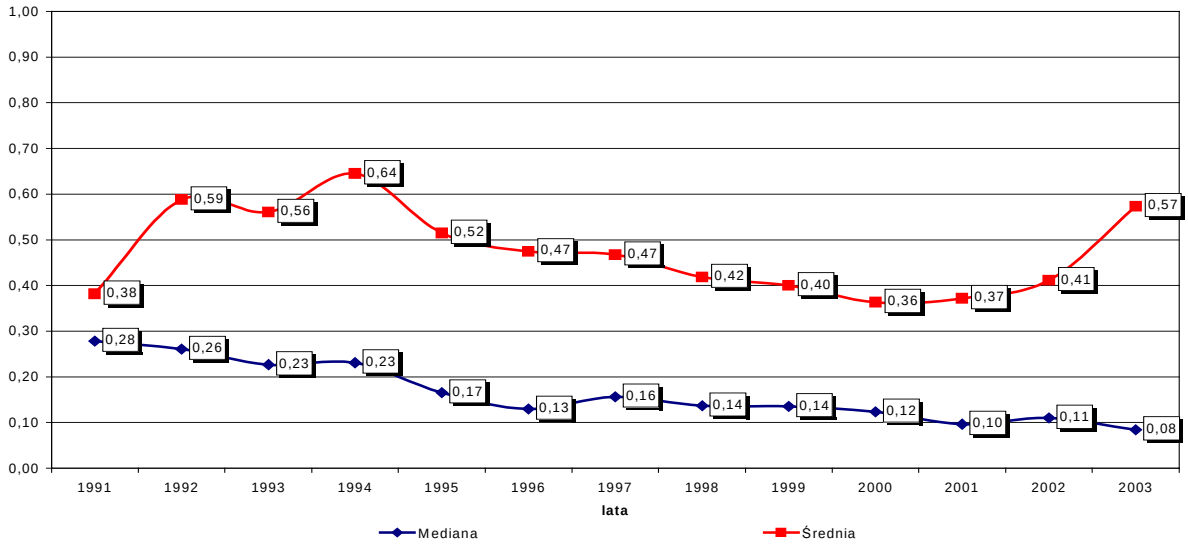
Wykres 3.34. Częstość występowania czasu płacenia zobowiązań (>= 30 i 60 dniom) w badanych przedsiębiorstwach. *Źródło: opracowanie własne*

Płynność przedsiębiorstwa

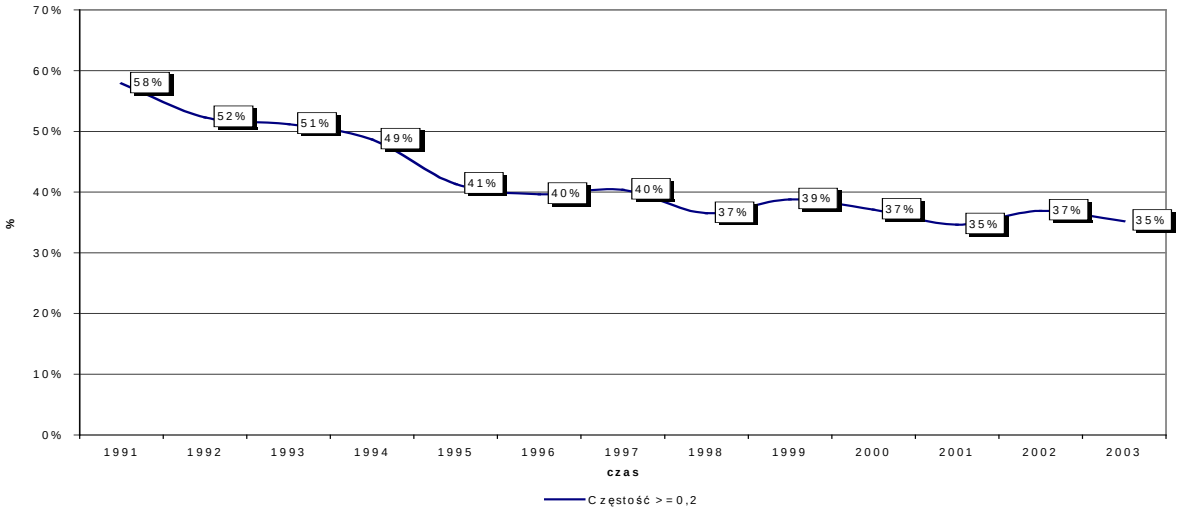
Analiza wskaźników płynności w latach 1991- 2003 wskazuje na stabilny poziom zdolności do regulowania zobowiązań badanych przedsiębiorstw. Wskaźnik płynności finansowej I stopnia (gotówkowej) wykazuje wysoką średnią wartość na poziomie 47%. W roku 1991 średnia wielkość tego wskaźnika oscylowała w okolicach 40%, następnie wzrosła (w latach 1992-1994) do 60%, w kolejnych sześciu latach nastąpiło zmniejszenie płynności I stopnia, osiągając poziom 37% w 2000 roku. W ostatnich trzech latach nastąpiła zmiana tendencji, w efekcie której średni poziom płynności wyniósł w 2003 roku 60% (wykres 3.35). Mediana tego wskaźnika wykazuje stałą tendencję spadkową, osiągając minimum w 2003 r. na poziomie 8%. W literaturze przedmiotu można spotkać się z zaleceniami, iż wskaźnik ten powinien zawierać się w przedziale 10-20%.[256] Zalecany niski poziom wskaźnika wynika z reguł zarządzania środkami pieniężnymi w przedsiębiorstwie, według których zasoby gotówkowe powinny być ograniczone do niezbędnego minimum, gdyż kapitał zaangażowany w działalność operacyjną jest dla większości przedsiębiorstw źródłem dochodów. W związku z tym można stwierdzić, że średnie wartości tego wskaźnika pokazują wysoką nadpłynność finansowa badanych przedsiębiorstw (mediana w całym badanym okresie oscyluje w obszarze 8-28%. Badania częstości występowania płynności natychmiastowej na poziomie powyżej 20% (zalecana górna granica tego parametru) pokazują, że w badanym okresie 42% przedsiębiorstw ma poziom tego wskaźnika wyższy niż 20% (wykres 3.36).

Wysokie stany środków pieniężnych i ich ekwiwalentów (obecnie w bilansie nazywanych inwestycjami krótkoterminowymi) miały uzasadnienie w okresie i w sytuacjach, gdy oprocentowanie np. lokat bankowych przynosiło większą stopę zwrotu niż działalność operacyjna przedsiębiorstwa. W latach 2001-2003 oprocentowanie bezpiecznych lokat spadło na tyle, że powinno stracić swą atrakcyjność na rzecz inwestycji w rozwój działalności operacyjnej. Tak też się dzieje, następuje zmniejszenie rezerw środków pieniężnych i ich ekwiwalentów. Sytuacja ta powoduje, że zmniejsza się bezpieczeństwo finansowe, ale z drugiej strony zmniejsza się też wielkość mało efektywnych lub nieefektywnych lokat, które nie sprzyjają kreowaniu wartości przedsiębiorstwa, jak i wartości dla właścicieli.

[256] T. Waśniewski, W. Skoczylas, *Teoria i praktyka analizy finansowej w przedsiębiorstwie*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2002, s. 439.



Wykres 3.35. Wskaźnik płynności I stopnia w badanych przedsiębiorstwach. *Źródło: opracowanie własne*

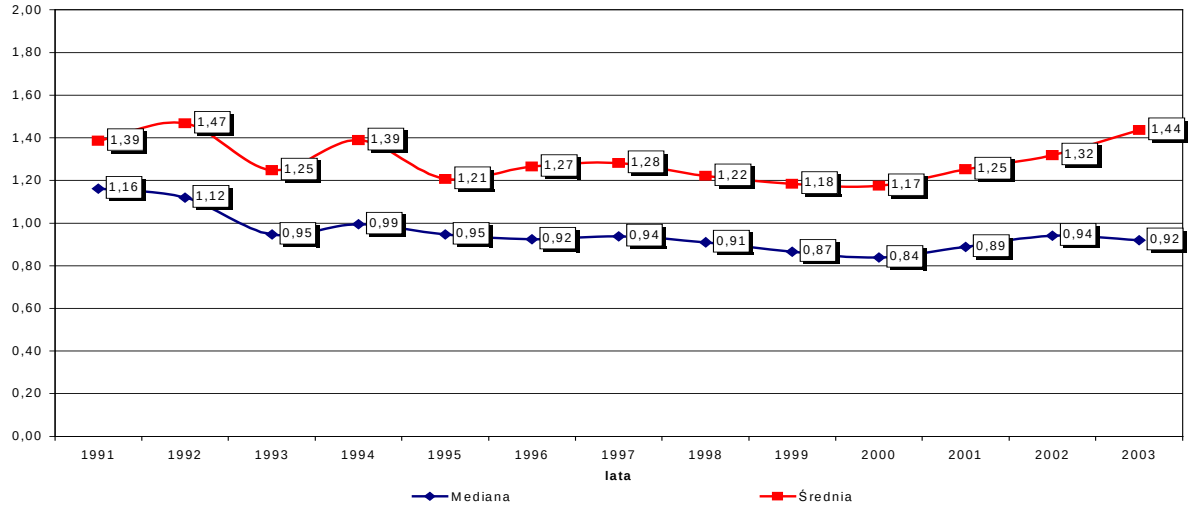


Wykres 3.36. Częstość występowania wskaźnik płynności I stopnia (na poziomie >= 20%) w badanych przedsiębiorstwach. *Źródło: opracowanie własne*

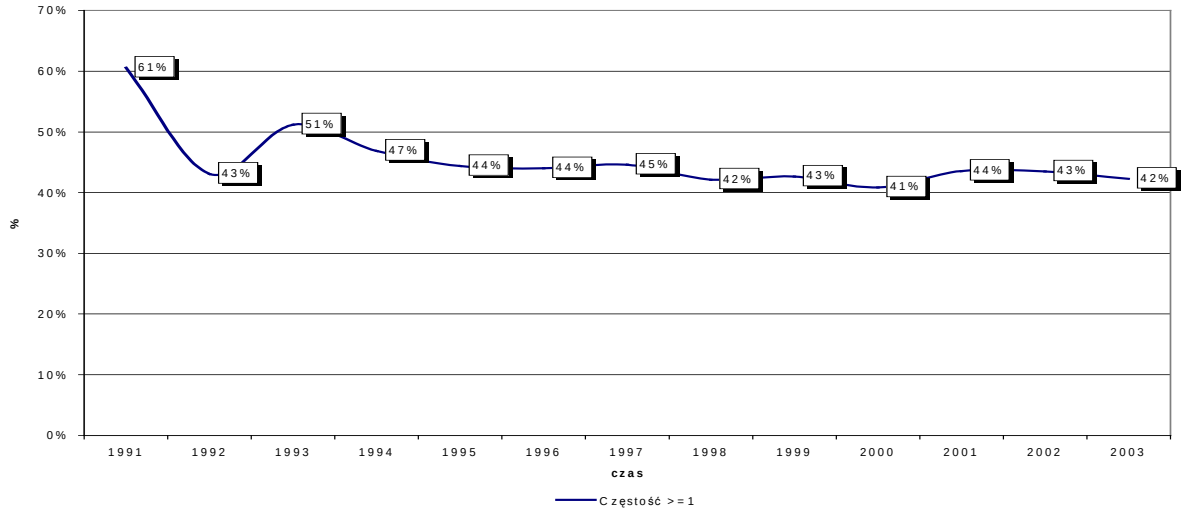
Kolejny wskaźnik płynności finansowej II stopnia (ang. *quick ratio)* przyjmuje również wysoką średnią wartość w badanym okresie: 129% (mediana 95%). W latach 1991-1994 jego wartość oscylowała w okolicach 135%. Począwszy od 1995 r. do 2000 r. następował stały spadek tego wskaźnika do poziomu 117% (wykres 3.37). Natomiast od 2001 r. można zaobserwować tendencję wzrostową, której wynikiem jest najwyższy od 9 lat poziom tego wskaźnika (140% w 2003 roku). Mediana tego parametru jedynie w latach 1991 i 1992 osiągnęła wartości większe niż 100%. W latach 1992-2003 jej wielkość oscylowała między 80 a 100%. W literaturze wielkość tego wskaźnika w granicach 100% uważana jest za wzorową, ponieważ świadczy o zdolności przedsiębiorstwa do pokrywania w krótkim czasie wymagalnych zobowiązań.[257] Wysoki poziom tego wskaźnika wskazuje na nieoperacyjne

[257] Tamże, s. 440.

gromadzenie środków pieniężnych i ich ekwiwalentów oraz występowanie wysokiego stanu należności, z których znaczna część może być przeterminowana. Badanie częstości pokazało, że w latach 1991-2000 średnio 45% przedsiębiorstw ma wskaźnik szybkiej płynności na poziomie przekraczającym zalecaną wielkość 100% (wykres 3.38).



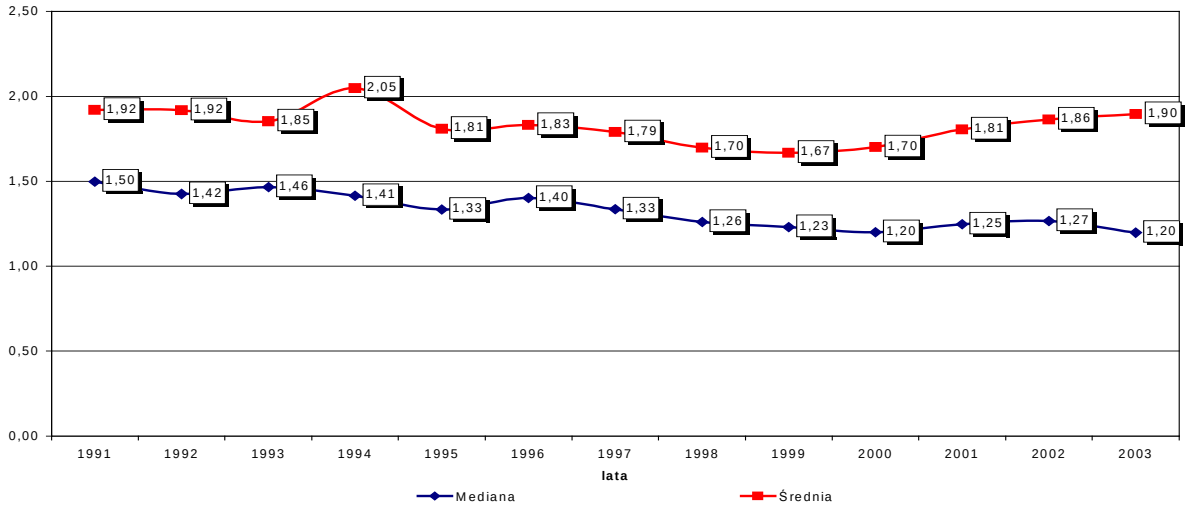
Wykres 3.37. Wskaźnik płynności II stopnia w badanych przedsiębiorstwach. *Źródło: opracowanie własne*



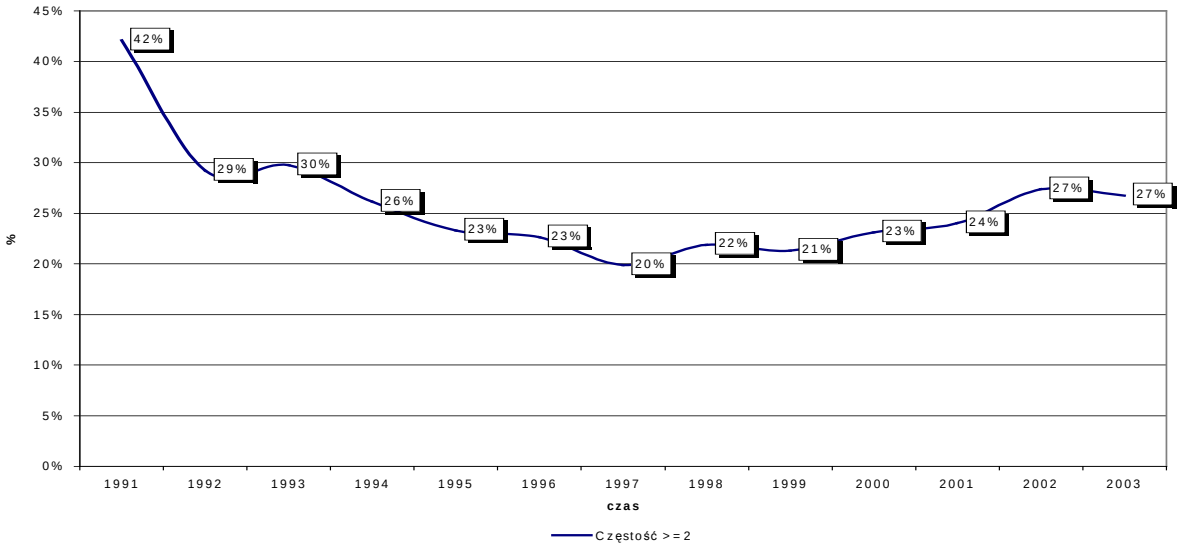
Wykres 3.38. Częstość występowania wskaźnik płynności II stopnia na poziomie >= 100% w badanych przedsiębiorstwach. *Źródło: opracowanie własne*

Następny wskaźnik III stopnia płynności (ang. *current ratio),* podobnie jak wcześniej opisane wskaźniki płynności, przyjmuje wysoką średnią wartość na poziomie 183% (mediana 133%). W badanym okresie jej przebieg jest zbliżony do wskaźników płynności I i II stopnia. W latach 1991-1994 jego średnia wielkość wynosiła około 195% (wykres 3.39). Od roku 1995 jego średnia wartość uległa systematycznemu zmniejszeniu i najniższy poziom osiągnęła w 1999 r. – 167%. W następnych latach można zaobserwować jego stałą zwyżkę aż do poziomu 190% w 2003 roku. Według literatury przedmiotu wartość tego parametru

powinna oscylować w granicach 120–200%.[258] Stabilniejszy przebieg ma mediana, co wskazuje, że mamy do czynienia ze stałym zmniejszaniem się wskaźnika płynności III stopnia ze 150% w 1991 r. do 120% w 2003 roku. W obliczu sprzecznych sygnałów generowanych przez średnią i medianę sprawdzono częstość występowania w badanej populacji płynności wyższej, równej 200%. Badanie częstości wskazuje, że od 1997 r. do 2003 roku rośnie odsetek przedsiębiorstw (wzrost z 20 do 27%), których płynność bieżąca kształtuje się powyżej zalecanej górnej wartości (wykres 3.40). Analiza tego wskaźnika pokazuje, że blisko ponad jedna czwarta badanych przedsiębiorstw utrzymuje nadmierną płynność (III stopień), co ma niekorzystny wpływ zarówno na rentowność przedsiębiorstwa, jak i na kreowaną przez przedsiębiorstwo wartość dla właścicieli.



Wykres 3.39. Wskaźnik płynności III stopnia w badanych przedsiębiorstwach. *Źródło: opracowanie własne*



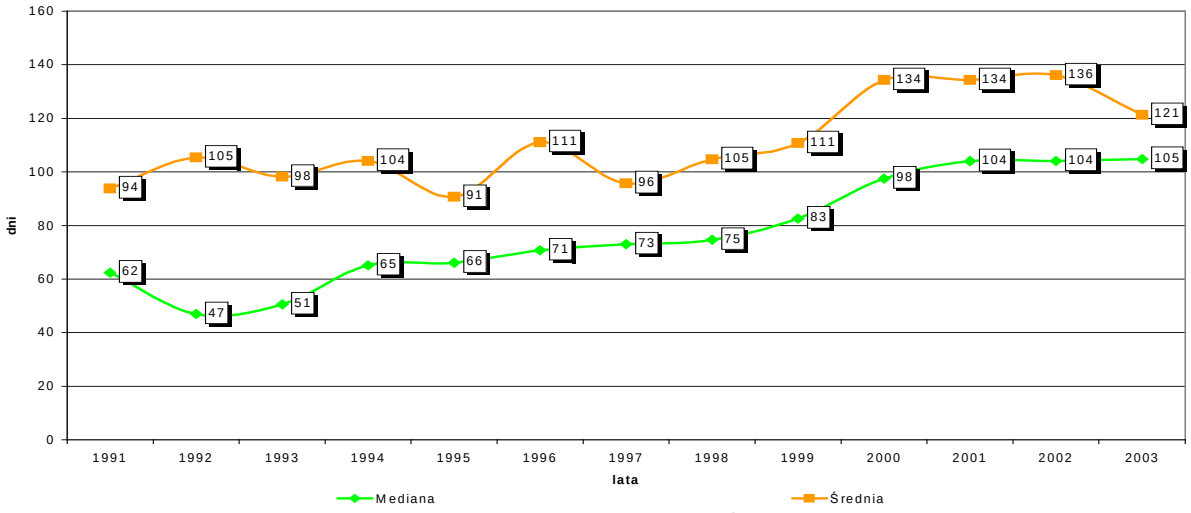
Wykres 3.40. Częstość występowania wskaźnik płynności III stopnia (na poziomie >= 200%) w badanych przedsiębiorstwach. *Źródło: opracowanie własne*

[258] Tamże, s. 441.

Jakkolwiek w literaturze podaje się zalecenia (normatywy) lub sugestie co do arbitralnego wnioskowania na ich podstawie, to jednak, zdaniem autora należy podchodzić z dużą rezerwą do normatywów, gdyż niestosowanie ich w praktyce nie musi oznaczać utraty płynności lub nadpłynność.

Cykl operacyjny

Cykl operacyjny[259] określa liczbę dni, jakie upływają od momentu nabycia materiałów, towarów do realizacji wpływów gotówkowych ze sprzedaży produktów lub towarów. Oczywiście im czas ten jest krótszy, tym mniejsze zasoby kapitałowe zmuszone jest angażować przedsiębiorstwo, co ma niebagatelny wpływ na kreowaną przez przedsiębiorstwo wartość. W badanych przedsiębiorstwach średnia wartość cyklu operacyjnego wynosi 111 dni. Wynika stąd, że średnio przedsiębiorstwa potrzebują trzy i pół miesiąca, aby odzyskać środki zainwestowane w zapasy i należności. W okresie od 1991 r. do 1996 r. średni cykl ulegał znacznym zmianom (wykres 3.41). Od roku 1997 do 2002 r. wyraźna jest wzrostowa tendencja, dopiero w 2003 r. nastąpiło skrócenie cyklu operacyjnego. Stabilniej prezentuje się mediana, która wskazuje jednoznacznie na pogarszanie się sytuacji przedsiębiorstw w tym obszarze. Od roku 1992 przebieg mediany ma stałą tendencję wzrostową (wzrost z 47 do 105 dni w 2003 roku).



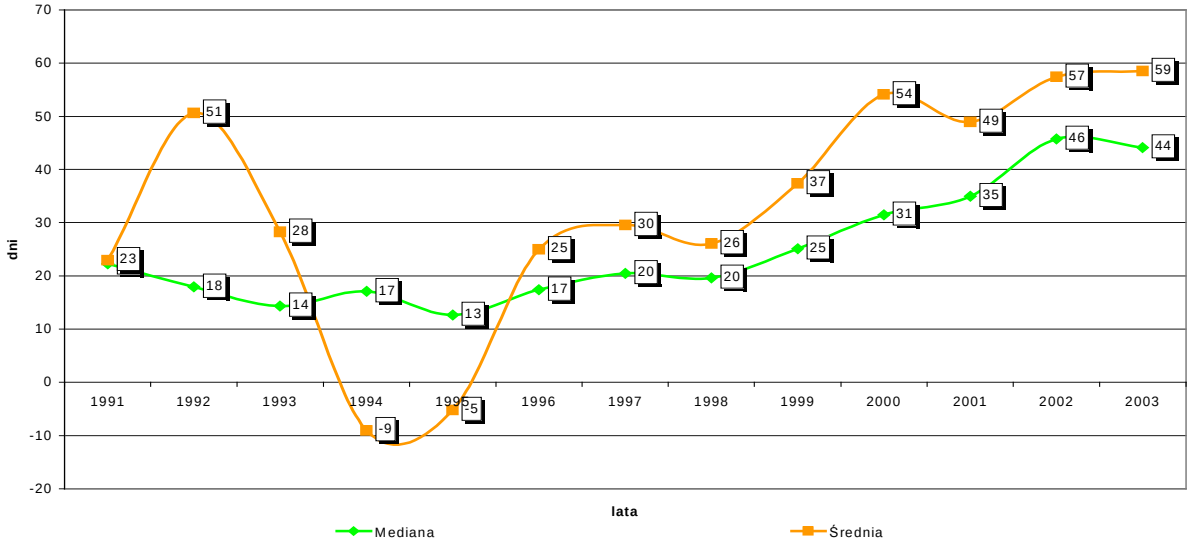
Wykres 3.41. Cykl operacyjny w badanych przedsiębiorstwach. *Źródło: opracowanie własne*

[259] Patrz rozdział 2.

Cykl środków pieniężnych (cykl konwersji gotówki)

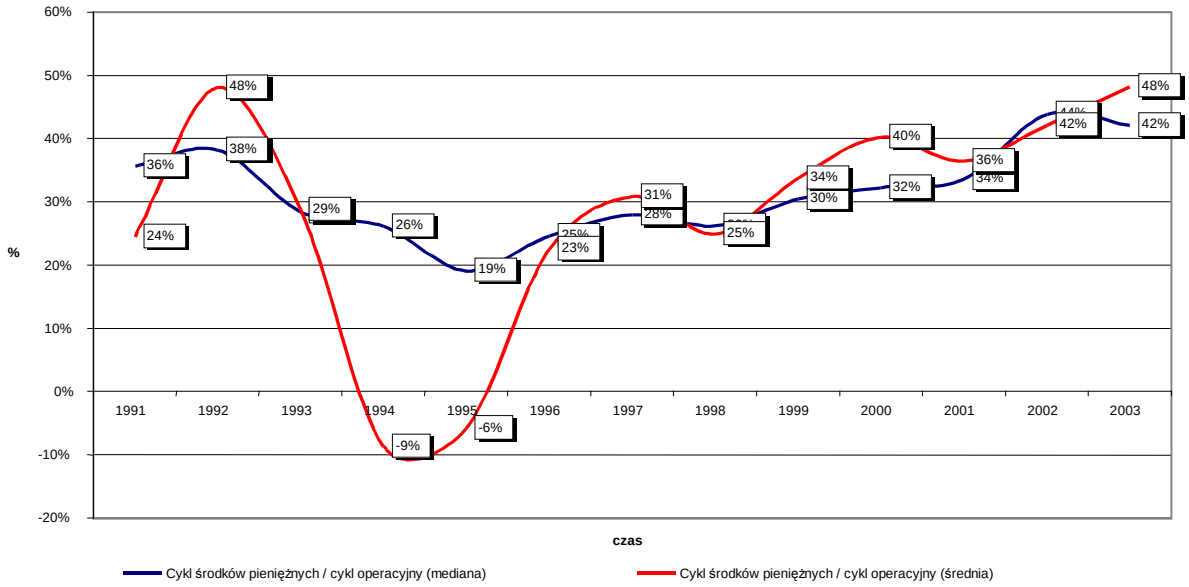
Średnia wartość cyklu środków pieniężnych[260] wynosi 33 dni. W latach 1991-1995 średni cykl środków pieniężnych, podobnie jak cykl operacyjny, ulegał znacznym wahaniom. W latach 1994-1995 średni cykl środków pieniężnych był ujemny, co oznacza, że przeciętnie w badanych przedsiębiorstwach zobowiązania z tytułu dostaw finansowały w całości cykl operacyjny i w części inne aktywa. Od roku 1994 widoczna staje się tendencja wzrostowa, średni poziom cyklu środków pieniężnych wzrósł z minus 9 dni w 1994 r. do 59 dni w 2003 roku. (wykres 3.42). Spokojniejszy przebieg ma mediana cyklu środków pieniężnych, która w 1991 r. wynosiła 23 dni, a następnie zmniejszyła się, osiągając minimum w 1995 r. – 13 dni. W kolejnych okresach można obserwować już tylko stały wzrost tego parametru – aż do poziomu 44 dni w 2003 roku.

Jeśli porównać średnie wielkości cyklu środków pieniężnych i cyklu operacyjnego, okazuje się, że w latach 1991-2003 średnio 72% czasu cyklu operacyjnego było finansowane z zobowiązań z tytułu dostaw i usług (w przypadku mediany było to 69%). Jak wynika z obserwacji mediany (wykres 3.43), na początku lat dziewięćdziesiątych około 63% czasu cyklu operacyjnego przerzucane było na dostawców; w 1995 r. aż 80% tego czasu obciążało dostawców, ale już od następnego roku tendencja ta uległa zmianie. Dostawcy w coraz mniejszym zakresie finansowali cykl operacyjny (w 2003 r. już tylko w 58%). Świadczyć to może o coraz mniejszych możliwościach przerzucenia wydłużającego się czasu oczekiwania na gotówkę z tytułu cyklu operacyjnego na dostawców, w związku z czym przedsiębiorstwa są zmuszone poszukiwać innych źródeł finansowania cyklu operacyjnego.



Wykres 3.42. Cykl środków pieniężnych w badanych przedsiębiorstwach. *Źródło: opracowanie własne*

[260] Patrz rozdział 2.



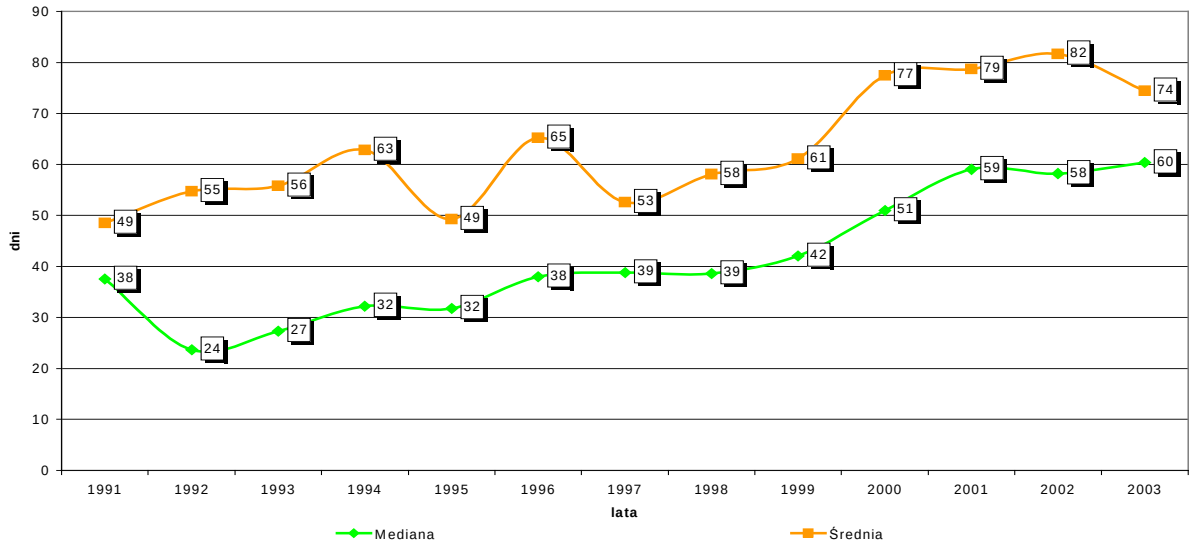
Wykres 3.43. Cykl środków pieniężnych w relacji do cyklu operacyjnego w badanych przedsiębiorstwach.
Źródło: opracowanie własne

Wskaźnik upłynniania oraz produktywności majątku obrotowego

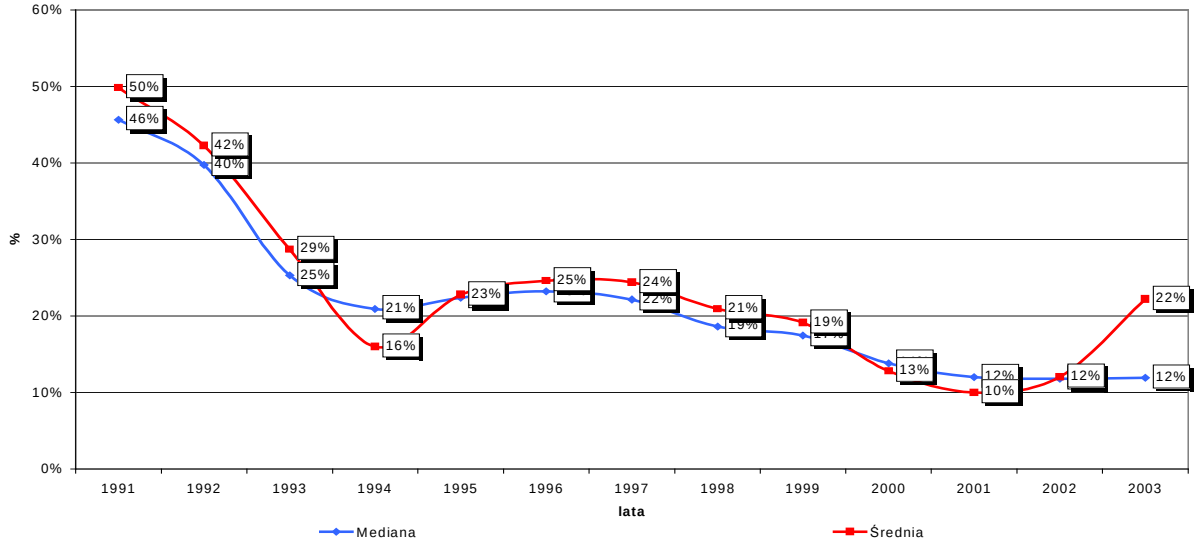
Wskaźnik upłynniania[261] to cykl operacyjny, którego składniki (okres rotacji zapasów i należności) są ważone wartościowym stanem tych pozycji. Przebieg mediany tego wskaźnika pokazuje, że od 1992 r. następuje stopniowe wydłużanie tego okresu: z 24 do 60 dni w 2003 roku (wykres 3.44). Podobną tendencję można zaobserwować dla wielkości średnich: od 1991 r. do 2003 r. nastąpiło wydłużenie czasu upłynnienia z 48 dni do 74 dni. Te wskazania determinują konieczność angażowania coraz większych środków na finansowanie majątku obrotowego.

Dotychczas zaobserwowane negatywne zjawiska mają odzwierciedlenie także w produktywności majątku obrotowego, którego wskaźnik uległ znacznemu pogorszeniu w badanym okresie (wykres 3.45). W roku 1991 jego średnia wartość wyniosła 50% (mediana 46%), a w 2001 r. spadła do 10% (mediana 12%). W dwóch ostatnich latach nastąpił wzrost średniej (12% w 2002 r. i 22% 2003 r.), mediana w tym okresie ustabilizowała się na poziomie 12%. Zmiany tego wskaźnika odzwierciedlają zapotrzebowanie na kapitał w obrocie. Zaobserwowana tendencja spadkowa wskazuje, że zapotrzebowanie na kapitał w obrocie rośnie szybciej niż sprzedaż, czyli realizacja sprzedaży wymaga z każdym rokiem co większego majątku obrotowego i tym samym większych źródeł jego finansowania, co ma negatywny wpływ na kreowanie wartości przedsiębiorstwa.

[261] Patrz rozdział 2.



Wykres 3.44. Wskaźnik upłynnienia w badanych przedsiębiorstwach. *Źródło: opracowanie własne*



Wykres 3.45. Produktywność majątku obrotowego w badanych przedsiębiorstwach. *Źródło: opracowanie własne*

Strategie zarządzania majątkiem obrotowym i źródłami jego finansowania

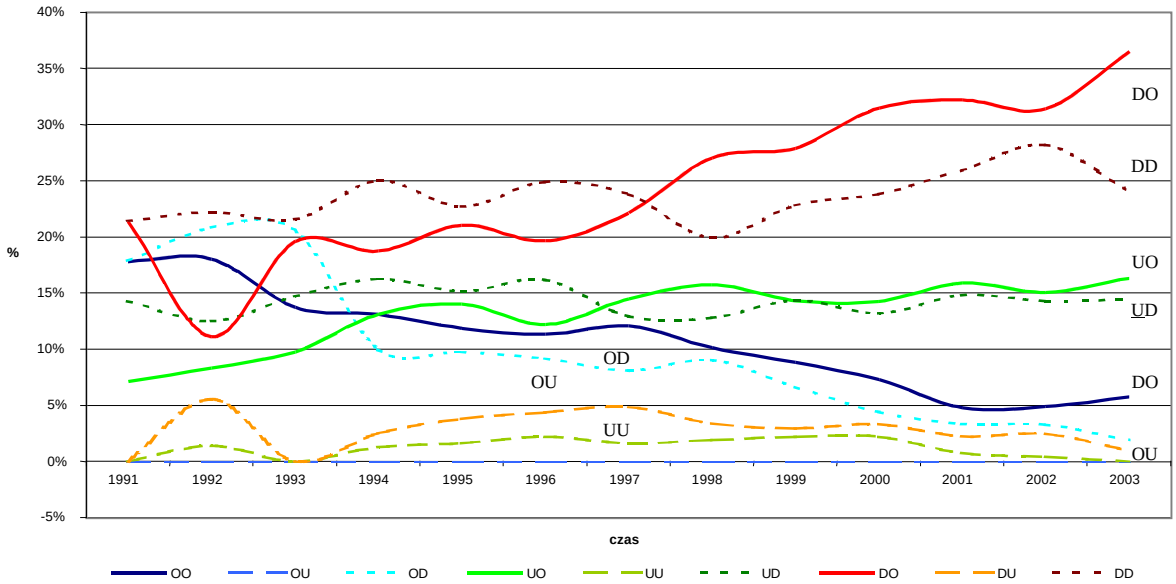
Na podstawie o przyjętej w tabeli 3.1 metodyki dokonano klasyfikacji badanych przedsiębiorstw ze względu na realizowaną w nich strategię zarządzania majątkiem obrotowym i źródłami jego finansowania. Wynika z niej, że średnio w badanym okresie w obszarze zarządzania majątkiem obrotowym przeważają strategie defensywne – 50% (29% stanowią strategie umiarkowane, a 21% ofensywne), a w obszarze zarządzania źródłami finansowania majątku obrotowego strategie ofensywne – 49% (46% stanowią strategie defensywne, a 5% umiarkowane). Faktycznie realizowane strategie zarządzania majątkiem obrotowym odbiegają od deklarowanych w ankietach. Należy przypomnieć, iż z deklaracji przedsiębiorstw wynika, że za docelową strategię zarządzania źródłami finansowania majątku

obrotowego wybrana została strategia ofensywna (łącznie 71% wskazań tych przedsiębiorstw, które deklarują posiadanie strategii w tym obszarze). Zdecydowanie mniej, bo 29% wskazań w ankiecie, ma strategia defensywna, która średnio w badanym okresie była realizowana przez 46% przedsiębiorstw. Spośród kombinacji zawartych w tabeli 3.3, średnio w badanym okresie najczęściej realizowane były strategie oznaczone symbolami DO – 25% i DD – 24%, następnie UD - 14%, UO – 13%, OO – 11% i OD – 10%, marginalny udział miały DU – 3% i UU – 1%, żadnego zaś przedsiębiorstwa nie zaszeregowano do kombinacji OU. Pełen rozkład strategii realizowanych w latach 1991-2003 oddaje wykres 3.46. Na kolejnym wykresie (3.47) pogrupowano realizowane strategie według kryterium wpływu na kreowaną wartość przedsiębiorstwa. Z klasyfikacji tej wynika, że średnio w badanym okresie przeważają strategie, które nie sprzyjają kreowaniu wartości przedsiębiorstwa – 39% (strategie DD, DU, UD), 38% stanowią te strategie pośrednie (strategie UU, OD, DO), których wpływ na wartość nie jest jednoznaczny, a 22% strategii sprzyja kreacji wartości przedsiębiorstwa (strategie OO, OU, UO). Analizując wykres 3.47, można zaobserwować następujące tendencje: na przestrzeni lat 1991-2003 rośnie udział strategii nie sprzyjających kreowaniu wartości przedsiębiorstwa, spada udział strategii pośrednich, a udział strategii sprzyjających kreowaniu wartości utrzymuje się na dość stałym poziomie.

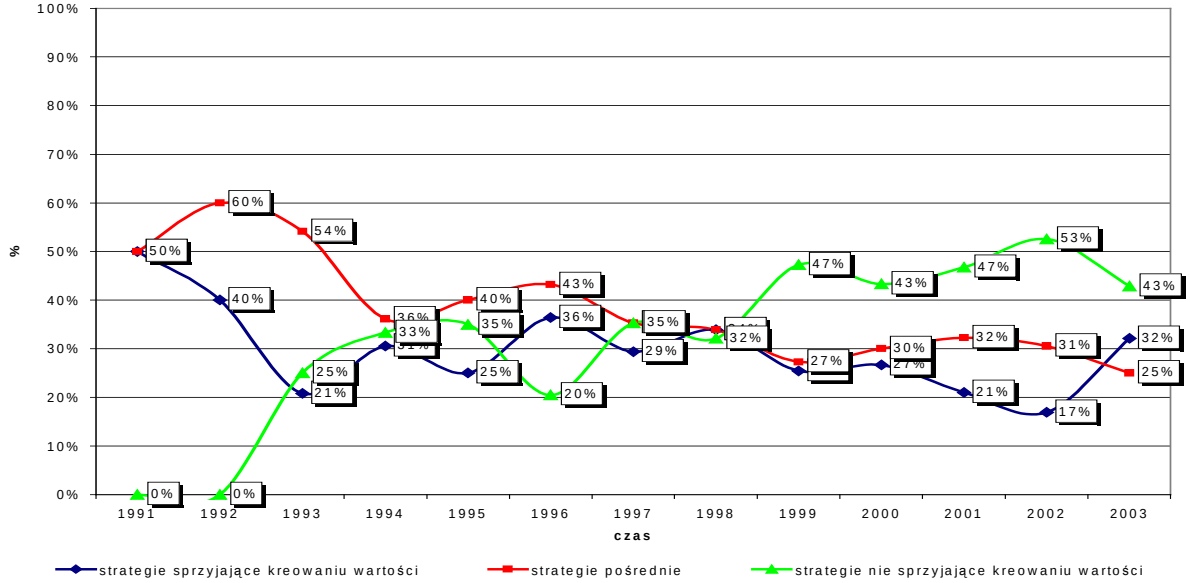
Tabela 3.3. Wpływ realizowanych kombinacji strategii zarządzania majątkiem obrotowym i źródłami jego finansowania na efekt kreacji wartości przedsiębiorstwa oraz płynność finansową

		Strategie zarządzania strukturą finansowania majątku obrotowego		
		Defensywna	Umiarkowana	Ofensywna
Strategie zarządzania majątkiem obrotowym: Defensywna		**DD** Najniższy efekt kreacji wartości przedsiębiorstwa Umiarkowane ryzyko utraty płynności finansowej	**DU** Niski efekt kreacji wartości przedsiębiorstwa Niskie ryzyko utraty płynności finansowej	**DO** Umiarkowany efekt kreacji wartości przedsiębiorstwa Najniższe ryzyko utraty płynności finansowe
Strategie zarządzania majątkiem obrotowym: Umiarkowana		**UD** Niski efekt kreacji wartości przedsiębiorstwa Wysokie ryzyko utraty płynności finansowej	**UU** Umiarkowany efekt kreacji wartości przedsiębiorstwa Umiarkowane ryzyko utraty płynności finansowej	**UO** Wysoki efekt kreacji wartości przedsiębiorstwa Niskie ryzyko utraty płynności finansowej
Strategie zarządzania majątkiem obrotowym: Ofensywna		**OD** Umiarkowany efekt kreacji wartości przedsiębiorstwa Największe ryzyko utraty płynności finansowej	**OU** Wysoki efekt kreacji wartości przedsiębiorstwa Wysokie ryzyko utraty płynności finansowej	**OO** Najwyższy efekt kreacji wartości przedsiębiorstwa Umiarkowane ryzyko utraty płynności finansowej

Źródło: opracowanie własne



Wykres 3.46. Zmiany w kombinacjach strategii zarządzania majątkiem obrotowym i źródłami jego finansowania w badanych przedsiębiorstwach. *Źródło: opracowanie własne*



Wykres 3.47. Zmiany w trzech głównych grupach kombinacji strategii zarządzania majątkiem obrotowym i źródłami jego finansowania w badanych przedsiębiorstwach. *Źródło: opracowanie własne*

Tabela 3.4. Różnice między wynikami przeprowadzonych badań, a danymi statystycznymi z GUS-u

	Przeprowadzone badania na 191 przedsiębiorstwach	Dane statystyczne z GUS	Wyjaśnienie
Udział majątku obrotowego w aktywach	**jest wysoki około 65% i wykazuje tendencję spadową**	**jest niski około 36% i nie wykazuje większych zmian**	**Inna struktura przedsiębiorstw, w badaniach przeważały przedsiębiorstwa produkcyjne i usługowe, istniejące od 8 lat, mało było przedsiębiorstw handlowych i byłych przedsiębiorstw państwowych**
Struktura majątku obrotowego	**rośnie udział należności**	**częste fluktuacje, w ostatnich 3 latach zmniejsza się udział należności**	**j.w.**
Obrót zapasów w dniach	**Wg mediany negatywna tendencja w całym okresie, wg średniej poprawa od 2002 roku**	**negatywna tendencja do 1999. zmiana tendencji od 2000 r.**	**Inna struktura przedsiębiorstw, w badaniach nie było przedsiębiorstw, które sprzedają towary, produkty w detalu za gotówkę, a pod względem ilościowym jest ich bardzo dużo w polskiej gospodarce**

Obrót należności w dniach	**Wg mediany negatywna tendencja w całym okresie, wg średniej poprawa od 2003 roku**	**Negatywna tendencja do 1999. zmiana tendencji od 2000 r.**	**j.w. oraz inna metodyka liczenia w przeprowadzonych badaniach uwzględniono należności z bilansu oraz należności, na które utworzono rezerwy, w danych GUS brak danych o należnościach, na które utworzono rezerwy**
Cykl operacyjny	**wg mediany negatywna tendencja w całym okresie, wg średniej poprawa od 2003 roku**	**Negatywna tendencja do 2001r. zmiana tendencji od 2002 r.**	**j.w.**

Źródło: opracowanie własne

Podsumowanie

Syntetyczne ujęcie badanych przedsiębiorstw pokazuje, że w badanym okresie (lata 1991-2003) systematycznie zmniejsza się udział majątku obrotowego w aktywach.[262] Jeszcze wyraźniejsze zmiany można zaobserwować w źródłach finansowania aktywów: na przestrzeni badanego okresu wyraźnie zwiększył się udział zobowiązań krótkoterminowych, spadł natomiast kapitałów stałych. Zmiany można również zaobserwować w strukturze majątku obrotowego. Ogólne tendencje w latach 1991-2001 były następujące rósł udział należności w majątku obrotowym, natomiast spadł udział środków pieniężnych i ich ekwiwalentów przy dość stałym udziale zapasów. W ostatnich dwóch latach można było zaobserwować zmiany tych tendencji: wciąż rośnie udział należności i ich ekwiwalentów w majątku obrotowym, wzrasta też udział środków pieniężnych przy spadającym udziale zapasów. Stopniowe zmiany zachodziły także w strukturze źródeł finansowania majątku obrotowego. W ostatnich trzech latach można zaobserwować zmianę tendencji w finansowaniu majątku obrotowego, nastąpił bowiem wzrost udziału kapitałów stałych i spadek zobowiązań krótkoterminowych. Tłumaczyć to można zachowawczym podejściem kadry zarządzającej przedsiębiorstw, które cenią sobie bezpieczeństwo finansowe i starają się utrzymywać wysoki poziom droższych kapitałów stałych w finansowaniu majątku obrotowego.

Z analizy efektów zarządzania majątkiem obrotowym w badanych przedsiębiorstwach wynika kilka pozytywnych i szereg negatywnych zjawisk. Do pozytywnych efektów zarządzania majątkiem obrotowym można zaliczyć:

1) zwiększający się udział zobowiązań krótkoterminowych w finansowaniu majątku obrotowego kosztem kapitałów stałych (zmiana droższego źródła finansowania na tańsze),
2) rosnący udział rezerw w stosunku do należności brutto oraz do przeciętnej sprzedaży, (z obserwacji autora wynika, że efekt ten jest w mniejszym stopniu spowodowany zwiększaniem się należności wątpliwych, a w większej – skłonności do ich wykazywania).

[262] W tabeli 3.4 przedstawiono główne różnice między wynikami przeprowadzonych badań a danymi z GUS-u.

Niepokoją natomiast następujące zjawiska:

1) wydłużający się obrót zapasów – w ostatnich czterech latach 47% przedsiębiorstw dokonywało obrotu zapasów w czasie nie krótszym niż 30 dni,
2) wydłużający się obrót należności – w ostatnich trzech latach 84% przedsiębiorstw czeka na zapłatę należności, co najmniej 30 dni, a 57% co najmniej 60 dni,
3) w ostatnich sześciu latach około 75% przedsiębiorstw płaci za zobowiązania z tytułu dostaw i usług średnio nie wcześniej niż po 30 dniach, a około 46% nie wcześniej niż po 60 dniach,
4) od 1997 r. rośnie liczba przedsiębiorstw, które mają nadpłynność z punktu widzenia wskaźnika płynności III stopnia (bieżąca),
5) od początku lat dziewięćdziesiątych stale wydłuża się cykl operacyjny,
6) od początku lat dziewięćdziesiątych stale wydłuża się cykl środków pieniężnych,
7) od początku lat dziewięćdziesiątych stale wydłuża się okres upłynnienia majątku obrotowego,
8) od początku lat dziewięćdziesiątych stale zmniejsza się produktywność majątku obrotowego.

3.2.2. Identyfikacja i ocena efektów zarządzania wartością przedsiębiorstwa

3.2.2.1. Wyniki uzyskane na podstawie badań ankietowych oraz badań sprawozdań finansowych

Dane z ankiety pokazują, że 16% ankietowanych przedsiębiorstw deklaruje, iż nadrzędnym celem istnienia (funkcjonowania) przedsiębiorstwa jest wzrost wartości przedsiębiorstwa. Dalsze badania pokazały jednak, że ponad 93% przedsiębiorstw nie szacuje kosztu kapitału własnego i nie wykorzystuje go w zarządzaniu przedsiębiorstwem, a przez 80% przedsiębiorstw kapitał własny uważany jest za najtańsze źródło finansowania działalności przedsiębiorstwa. Wynika z tego, że to ukierunkowanie na kreację wartości przedsiębiorstwa jest bardzo słabe, a świadomość zarządzania wartością istnieje w fazie myślowej, ale nie w rzeczywistości (co pokazują sprzeczne wyniki ankiety).[263] Warto więc się przyjrzeć czy badane przedsiębiorstwa powiększają swoją wartość. Obliczając parametry

[263] Zobacz też opis wyników badań w zakresie celu funkcjonowania przedsiębiorstw – rozdział 3.2.1.1.

mierzące efekt kreacji wartości przedsiębiorstwa, przyjęto we wszystkich okresach premię za ryzyko na poziomie 8%, co zostało już uzasadnione w punkcie dotyczącym metodyki badań. Dodatkowo za tą wielkością przemawia fakt, że w ankiecie średnia z dwóch przedziałów, za którymi opowiedziało się najwięcej (25%) ankietowanych przedsiębiorstw (33% przedsiębiorstw z tych, które udzieliły odpowiedzi), wynosi właśnie 8%. Pełne informacje o przekonaniach przedsiębiorstw co do satysfakcjonującej premii za ryzyko właścicieli zaprezentowano w tabeli 3.4.

Tabela 3.5. Poziomy premii za ryzyko wskazane przez przedsiębiorstwa

Poziom premii za ryzyko	Wskazania i ich brak w całej populacji	Wskazania
6 – 8 pkt %	16%	21%
2 – 4 pkt %	13%	16%
Do 2 pkt %	11%	14%
10 – 15 pkt %	11%	14%
8 – 10 pkt %	9%	12%
4 – 6 pkt %	7%	9%
15 – 20 pkt %	6%	7%
> 20 pkt %	5%	7%
Brak odpowiedzi	22%	X
Razem	**100%**	**100%**

Źródło: opracowanie własne

Najczęściej ankietowani deklarują, że celem nadrzędnym ich funkcjonowania jest generowanie zysku (26%). Podobna część przedsiębiorstw (20%) uważa, że właściciele oczekują zysków. Jak pokazują wyniki badań, przedsiębiorstwa starają się spełnić te oczekiwania. W badanym okresie większość badanych przedsiębiorstw generuje zyski, średnio 24% przedsiębiorstw częściej osiągało stratę netto niż zysk netto. Oczywiście to, że przedsiębiorstwa generują zyski, nie przesądza o tym, że są to wielkości satysfakcjonujące właścicieli, ale nie było to przedmiotem badań.

W roku 1991 aż 95% badanych przedsiębiorstw wypracowało dodatni wynik finansowy (tabela 3.5). Kolejne dwa lata prezentują się już słabiej: 75% w 1992 roku, a 69% w 1994 roku wypracowało zysk. Następne dwa lata to trend wzrostowy, w efekcie w 1996 jedynie 15% przedsiębiorstw odnotowało stratę. W kolejnym roku nastąpiła zmiana trendu i coraz mniej przedsiębiorstw mogło poszczycić się dodatnim wynikiem. Najsłabiej wypadł 2002 r., kiedy to 32% miało stratę netto, w 2003 r. nastąpiła lekka poprawa (29% miało stratę). Ogólnie ocena przedsiębiorstw objętych analizą z punktu widzenia zysku netto wypada dobrze, w badanym okresie średnio 76% przedsiębiorstw uzyskiwało dodatni wynik finansowy netto.

Tabela 3.6. Częstość wystąpienia dodatnich i ujemnych wartości zysku/straty netto

	Zysk/strata netto												
rok	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
% przedsiębiorstw o dodatniej wartości parametru	95%	75%	73%	69%	81%	85%	77%	72%	75%	72%	74%	68%	71%
% przedsiębiorstw o ujemnej wartości parametru	5%	25%	28%	31%	19%	15%	23%	28%	25%	28%	26%	32%	29%

Źródło: opracowanie własne

Znacznie gorzej wyglądają wyniki analizy przedsiębiorstw z punktu widzenia parametrów stosowanych w koncepcji *VBM*. Obliczenia najpopularniejszego miernika *EVA* wskazują, że przy założeniu, iż premia za ryzyko inwestowania w kapitał własny przedsiębiorstwa, którego koszt jest niezbędny do obliczenia *WACC*, wynosi 8% (tabela 3.6), średnio 51% przedsiębiorstw generuje dodatnią wartość tego parametru (przy premii równej 6% dodatnią wartość parametru *EVA* osiąga 52%, a przy 10% premii 50% przedsiębiorstw). Przy 8% premii za ryzyko najwięcej przedsiębiorstw miało dodatnią *EVA* w 1991 r. – 73%, a najniższą w 2000 r. zaledwie 35%, ponad dwukrotnie mniej niż zysk.

Tabela 3.7. Częstość wystąpienia dodatnich i ujemnych wartości parametru *EVA* przy trzech poziomach premii za ryzyko

rok	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
	EVA przy premii za ryzyko na poziomie 6%												
% przedsiębiorstw o dodatniej wartości parametru	73%	63%	54%	45%	52%	58%	52%	47%	50%	36%	44%	49%	56%
% przedsiębiorstw o ujemnej wartości parametru	27%	37%	46%	55%	48%	42%	48%	53%	50%	64%	56%	51%	44%
	EVA przy premii za ryzyko na poziomie 8%												
% przedsiębiorstw o dodatniej wartości parametru	73%	61%	54%	45%	50%	57%	47%	47%	49%	35%	43%	48%	51%
% przedsiębiorstw o ujemnej wartości parametru	27%	39%	46%	55%	50%	43%	53%	53%	51%	65%	57%	52%	49%
	EVA przy premii za ryzyko na poziomie 10%												
% przedsiębiorstw o dodatniej wartości parametru	73%	59%	54%	45%	49%	57%	46%	46%	47%	33%	42%	47%	50%
% przedsiębiorstw o ujemnej wartości parametru	27%	41%	46%	55%	51%	43%	54%	54%	53%	67%	58%	53%	50%

Źródło: opracowanie własne

Jeszcze słabiej wygląda ocena badanych przedsiębiorstw z punktu widzenia parametru *CVA* (tabela 3.7), według którego w latach 1991-2003 średnio 47% przedsiębiorstw generowało dodatnią jego wartość przy premii za ryzyko równej 8% (przy premii równej 6% dodatnią wartość parametru *CVA* osiąga 50%, a przy 10% premii 47% przedsiębiorstw). Najwięcej przedsiębiorstw miało dodatnią *CVA* w 1996 r. – 57% (zysk miało wtedy 93%), a najniższą w 2000 roku zaledwie 33% (zysk miało wtedy 80%).

Tabela 3.8. Częstość wystąpienia dodatnich i ujemnych wartości parametru *CVA* przy trzech poziomach premii za ryzyko

Rok	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
CVA przy premii za ryzyko na poziomie 6%													
% przedsiębiorstw o dodatniej wartości parametru	50%	52%	48%	46%	50%	59%	52%	46%	54%	38%	46%	51%	56%
% przedsiębiorstw o ujemnej wartości parametru	50%	48%	53%	54%	50%	41%	48%	54%	46%	62%	54%	49%	44%
CVA przy premii za ryzyko na poziomie 8%													
% przedsiębiorstw o dodatniej wartości parametru	50%	52%	45%	45%	48%	57%	48%	44%	51%	33%	44%	48%	49%
% przedsiębiorstw o ujemnej wartości parametru	50%	48%	55%	55%	52%	43%	52%	56%	49%	67%	56%	52%	51%
CVA przy premii za ryzyko na poziomie 10%													
% przedsiębiorstw o dodatniej wartości parametru	50%	50%	45%	43%	46%	55%	45%	42%	49%	31%	42%	46%	49%
% przedsiębiorstw o ujemnej wartości parametru	50%	50%	55%	57%	54%	45%	55%	58%	51%	69%	58%	54%	51%

Źródło: opracowanie własne

Średni odsetek przedsiębiorstw, których *SVA* przyjmuje wartość dodatnią przy premii za ryzyko na poziomie 8%, wynosi 50,9% (tabela 3.8) (przy premii równej 6%, dodatnią wartość parametru *SVA* osiąga 51,4%, a przy 10% premii 50,8% przedsiębiorstw). Najwięcej przedsiębiorstw miało dodatnią *SVA* w 1991 r. – 68% (zysk miało wtedy 90%), a najniższą w 2000 r. zaledwie 42% (zysk miało wtedy 80%).

Tabela 3.9. Częstość wystąpienia dodatnich i ujemnych wartości parametru *SVA* przy trzech poziomach premii za ryzyko

Rok	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
SVA przy premii za ryzyko na poziomie 6%													
% przedsiębiorstw o dodatniej wartości parametru	73%	48%	45%	56%	47%	58%	45%	49%	49%	43%	51%	53%	51%
% przedsiębiorstw o ujemnej wartości parametru	27%	52%	55%	44%	53%	42%	55%	51%	51%	57%	49%	47%	49%
SVA przy premii za ryzyko na poziomie 8%													
% przedsiębiorstw o dodatniej wartości parametru	68%	48%	45%	56%	47%	58%	45%	49%	49%	42%	51%	53%	51%
% przedsiębiorstw o ujemnej wartości parametru	32%	52%	55%	44%	53%	42%	55%	51%	51%	58%	49%	47%	49%
SVA przy premii za ryzyko na poziomie 10%													
% przedsiębiorstw o dodatniej wartości parametru	68%	48%	45%	56%	47%	58%	45%	49%	49%	41%	50%	53%	51%
% przedsiębiorstw o ujemnej wartości parametru	32%	52%	55%	44%	53%	42%	55%	51%	51%	59%	50%	47%	49%

Źródło: opracowanie własne

Średni odsetek przedsiębiorstw, których *CFROI* jest większy niż *WACC* przy premii za ryzyko na poziomie 8%, wynosi 47% (tabela 3.9) (przy premii równej 6%, odsetek przedsiębiorstw, których *CFROI* jest większy niż *WACC* osiąga 48%, a przy 10% premii 46% przedsiębiorstw). Najwięcej przedsiębiorstw miało wyższy *CFROI* niż *WACC* w 1991 r. – 59% (zysk miało wtedy 77%), a najniższy w 2003 r. zaledwie 25% (zysk miało wtedy 63%).

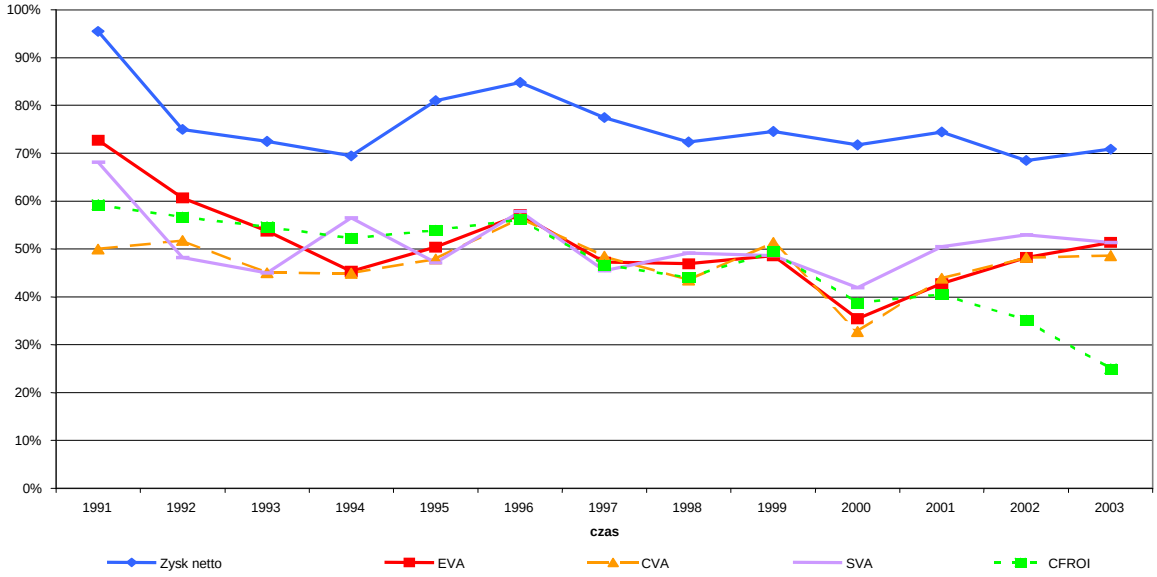
Tabela 3.10. Częstość wystąpienia wartości parametru *CFROI* wyższych lub niższych od wartości *WACC* przy trzech poziomach premii za ryzyko

rok	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
CFROI wyższych lub niższych od wartości *WACC* przy premii za ryzyko na poziomie 6%													
% przedsiębiorstw o dodatniej wartości parametru	59%	57%	55%	52%	55%	57%	48%	45%	51%	39%	41%	36%	28%
% przedsiębiorstw o ujemnej wartości parametru	41%	43%	45%	48%	45%	43%	52%	55%	49%	61%	59%	64%	72%
CFROI wyższych lub niższych od wartości *WACC* przy premii za ryzyko na poziomie 8%													
% przedsiębiorstw o dodatniej wartości parametru	59%	57%	55%	52%	54%	56%	47%	44%	49%	39%	41%	35%	25%
% przedsiębiorstw o ujemnej wartości parametru	41%	43%	45%	48%	46%	44%	53%	56%	51%	61%	59%	65%	75%

CFROI wyższych lub niższych od wartości *WACC* przy premii za ryzyko na poziomie 10%													
% przedsiębiorstw o dodatniej wartości parametru	59%	57%	55%	52%	54%	55%	46%	44%	49%	39%	39%	33%	22%
% przedsiębiorstw o ujemnej wartości parametru	41%	43%	45%	48%	46%	45%	54%	56%	51%	61%	61%	67%	78%

Źródło: opracowanie własne

Z porównania wyników zawartych w tabelach 3.6–3.9 wynika, że na początku lat dziewięćdziesiątych ze względu na wysoką inflację, a przez to wysokie oprocentowanie bezpiecznych lokat, wpływ zmian premii za ryzyko inwestowania w kapitał własny przedsiębiorstwa był żaden lub miał charakter marginalny na odsetek przedsiębiorstw, których wartość parametrów *EVA*, *CVA*, *SVA* i *CFROI* jest dodatnia. Dopiero z początkiem nowego wieku, kiedy inflacja i oprocentowanie bezpiecznych lokat wyraźnie spadły, zmiany wielkości premii za ryzyko w sposób istotny wpłynęły na odsetek przedsiębiorstw, których wartość parametrów *EVA*, *CVA*, *CFROI* jest dodatnia.[264] Wyjątkiem tu jest parametr *SVA*, który również w tym okresie wykazał się niewielką wrażliwością na zmiany premii za ryzyko. Średnio w badanym okresie zmiany w poziomie premii za ryzyko rzędu 4 punktów procentowych miały niewielki wpływ na odsetek przedsiębiorstw, których wartość parametrów *EVA*, *CVA*, *SVA* i *CFROI* jest dodatnia. Przeprowadzona analiza wrażliwości wpływu premii za ryzyko na wartość parametrów *EVA*, *CVA*, *SVA* i *CFROI* wykazała, że nie ma ona wpływu na wnioski na temat kreacji wartości przez badane przedsiębiorstwa.



Wykres 3.48. Częstość wystąpienia dodatnich wielkości parametrów *EVA, CVA, SVA, CFROI* przy premii za ryzyko na poziomie 8% oraz dodatniego wyniku finansowego netto. *Źródło: opracowanie własne*

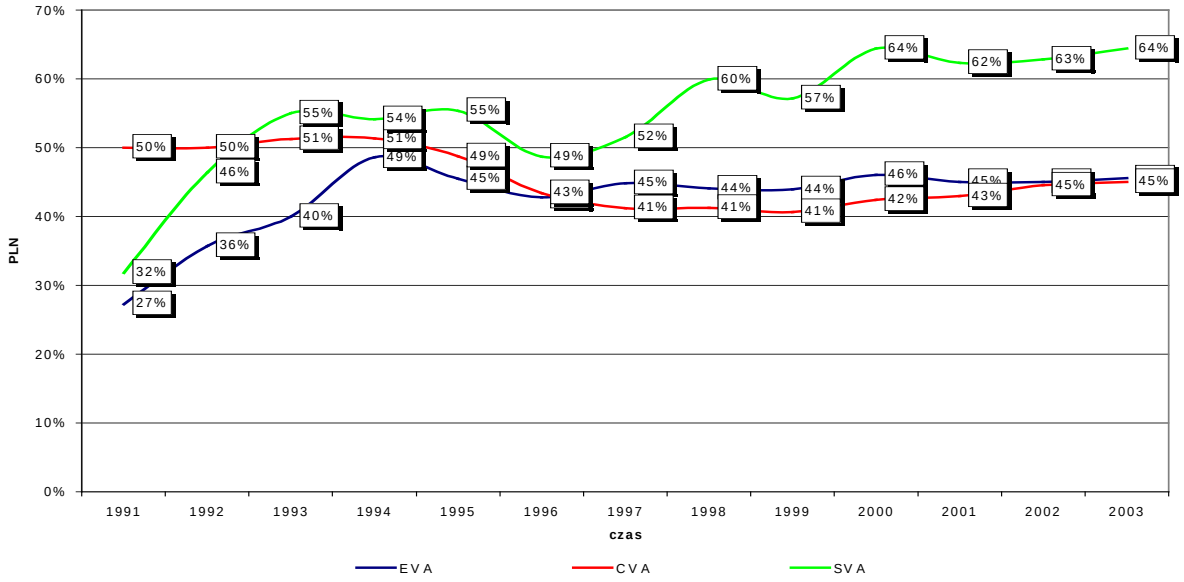
[264] Stała wielkość premii za ryzyko wynika z przyjętej przez autora metodyki, która oparta została na studiach literatury i wynikach badań ankietowych. Jednakże warta rozważenia jest zmienna wartość premii za ryzyko w okresach, kiedy następują istotne zmiany inflacji i oprocentowania bezpiecznych lokat.

Jeśli oceniać przedsiębiorstwa w badanym okresie z punktu widzenia osiąganego zysku, to przeciętnie 20% przedsiębiorstw ma straty. Jednak w analizowanym okresie sytuacja się zmieniała i pokrywała się ze stanami koniunktury w całej polskiej gospodarce. Wyraźną ogólną tendencję zmniejszania się liczby przedsiębiorstw generujących dodatni wynik finansowy ilustruje wykres 3.48, wyjątkiem są tu lata 1995 i 1996. Bardzo podobną tendencję, z tym że przy znacznie gorszych parametrach, można zaobserwować w przypadku parametrów *EVA, CVA, SVA* i *CFROI*..W latach 1991-93 w aspekcie tych czterech parametrów zmniejszała się liczba przedsiębiorstw generujących wartość, w 1994 r. ta sytuacja się pogłębiła, wyjątkiem jest tu parametr *SVA*, który wykazywał odwrotną tendencję. W roku 1995 nastąpiła poprawa sytuacji i tutaj także inaczej wygląda ocena sytuacji z perspektywy *SVA*. Następny rok przynosi zgodną pozytywną ocenę sytuacji przez wszystkie parametry (wzrost do około 57%). W roku 1997 wyraźnie następują negatywne zmiany – wszystkie cztery parametry sygnalizują zmniejszenie odsetka przedsiębiorstw powiększających swoją wartość (spadek do około 48%). Przez dwa kolejne lata utrzymuje się poziom z 1997 roku. Przełomowy okazał się 2000 r., kiedy to następuje dalsze pogorszenie sytuacji przedsiębiorstw, średnio już tylko 37% przedsiębiorstw tworzy wartość (z punktu widzenia koncepcji *VBM*). Kolejny rok przynosi nieznaczną poprawę sytuacji (wzrost do poziomu 44%). Ocena ostatnich dwóch lat nie jest jednoznaczna: parametry *EVA, CVA, SVA* wskazują na poprawę sytuacji (wzrost do 50%), z kolei *CFROI* pokazuje dalsze pogorszenie sytuacji (spadek do 35% w 2002 r. i 25% w 2003 roku).

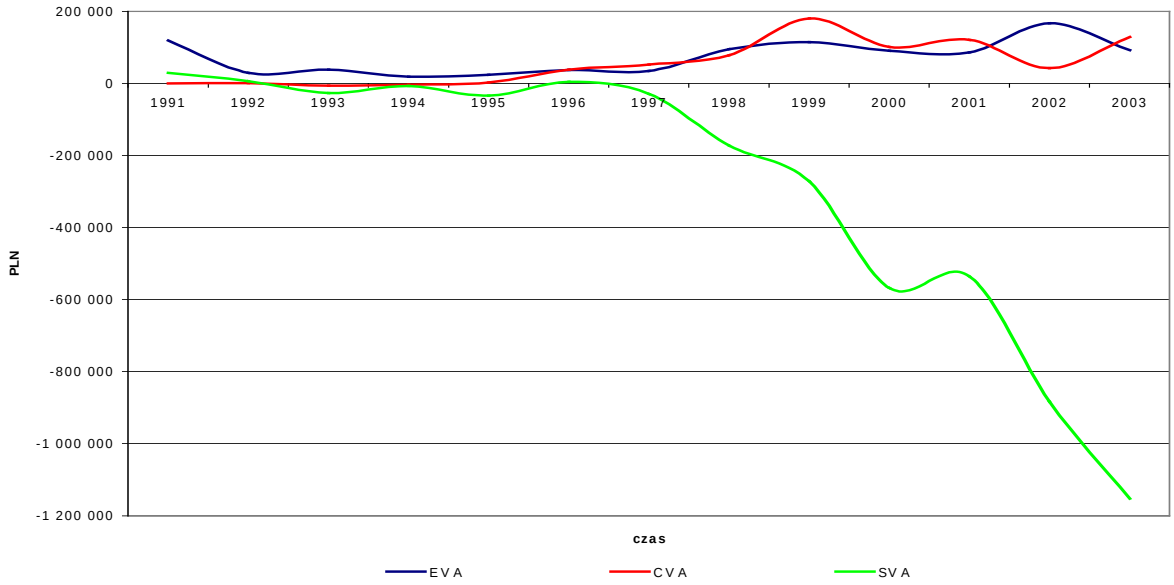
Sytuacja przedsiębiorstw rysuje się bardzo dobrze z punktu widzenia księgowego wyniku finansowego netto. Gorszy obraz wyłania się przy spojrzeniu na wyniki finansowe przedsiębiorstw przez pryzmat mierników kreacji wartości przedsiębiorstwa. Średnia częstość występowania efektu kreacji wartości przedsiębiorstwa obliczanego za pomocą parametrów EVA, *CVA, SVA* i *CFROI* wskazuje, że nieznaczna większość (51%) przedsiębiorstw częściej zmniejsza niż zwiększa swoją wartość. Jeżeli założymy, że ujemne i dodatnie wartości się wyrównują w badanym przedziale czasu, to można uznać, że wartość polskich przedsiębiorstw spada. Ta przesłanka pozwala przypuszczać, że czwarta hipoteza pracy zostanie udowodniona. Jednakże, aby uzyskać pewność, należy dokonać porównania na koniec 2003 r. skumulowanych efektów kreowanej wartości z uwzględnieniem zmiennej wartości pieniądza w czasie. Do tego celu zostały wykorzystane wartości parametrów *EVA, CVA* i *SVA*.[265] Wykres 3.49 ilustruje wyniki badania częstości występowania ujemnych,

[265] Parametr *CFROI* zostanie z tych obliczeń wyłączony ze względu na jego postać procentową.

skumulowanych, realnych wartości obliczanych dla parametrów *EVA*, *CVA*, *SVA*. Z obliczeń wynika, że w przypadku parametru *SVA* występuje niepokojąca tendencja, rośnie bowiem odsetek przedsiębiorstw, których skumulowane realne wartości *SVA* przyjmują wartość ujemną (w 1991 r. było ich 32%, w 1997 r. 52%, a w latach 2000-2003 utrzymywała się na poziomie około 63%). Wzrostową tendencję, choć na niższym poziomie, wykazuje również parametr *EVA*. W roku 1991 27% przedsiębiorstw miało ujemną skumulowaną realną wartość parametru *EVA*, w 1994 r. było ich już 49%, a w ostatnich dziewięciu latach odsetek ten utrzymywał się na podobnym poziomie: 45%. Zgoła odmienną tendencję wykazuje parametr *CVA*, według którego w latach 1991-1994 około 51% przedsiębiorstw wykazywało ujemne skumulowane realne wartości parametru *CVA*, a w ostatnich ośmiu latach 43%. Podsumowując, parametry *EVA* i *CVA* wskazują zgodnie, że w ostatnich dziewięciu latach przeważały przedsiębiorstwa, których skumulowane realne wartości parametrów *EVA* i *CVA* były dodatnie. Ocenę tę potwierdza także przebieg mediany skumulowanych realnych wartości parametrów *EVA*, *CVA* (wykres 3.50). W związku z powyższym można stwierdzić, że przeważa częstość występowania dodatnich skumulowanych realnych wartości dwóch z trzech parametrów (*EVA*, *CVA* i *SVA*) liczonych dla poszczególnych przedsiębiorstw (w ostatnich ośmiu latach około 66% przedsiębiorstw miało dodatnią skumulowaną realną wartość parametrów *EVA* i *CVA*).



Wykres 3.49. Częstość wystąpienia ujemnych wielkości skumulowanej realnej wielkości parametru *EVA*, *CVA*, *SVA* przy premii za ryzyko na poziomie 8%. *Źródło: opracowanie własne*



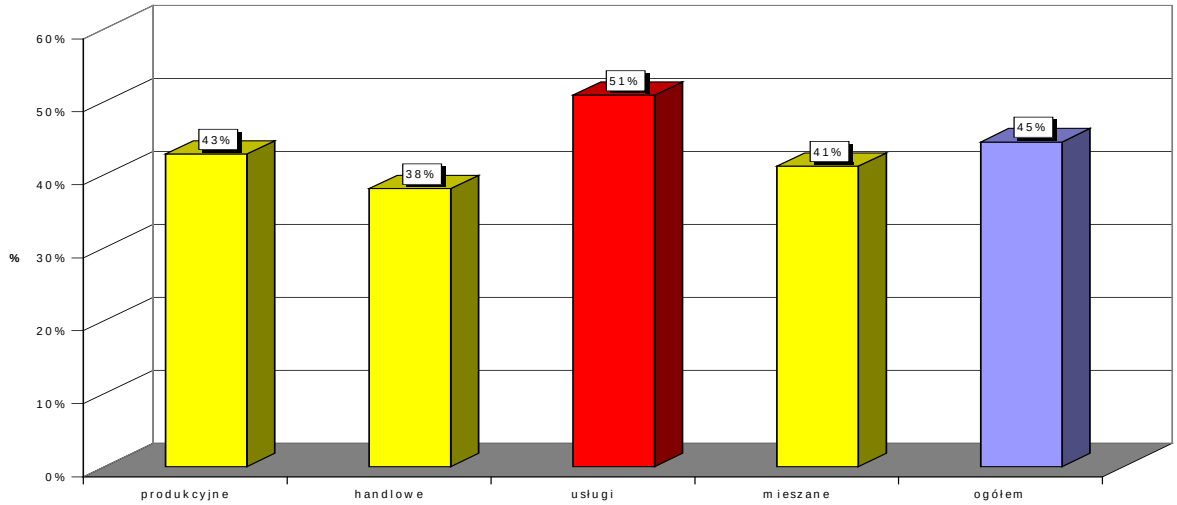
Wykres 3.50. Mediany skumulowanych wartości realnych parametrów *EVA*, *CVA*, *SVA* przy premii za ryzyko na poziomie 8%. *Źródło: opracowanie własne*

3.2.2.2. Wpływ realizowanych strategii zarządzania majątkiem obrotowym na wartość przedsiębiorstwa

Wykorzystując wartości skumulowane parametrów *EVA*, *CVA* i *SVA*, podzielono badaną populację przedsiębiorstw na trzy grupy. Do pierwszej grupy zaliczono te przedsiębiorstwa, które nie powiększają swojej wartości, do drugiej te, które swą wartość zwiększają, a do trzeciej zaliczono te przedsiębiorstwa, co do których trudno jednoznacznie stwierdzić, że kreują bądź niszczą wartość przedsiębiorstw. Podział ten posłużył do sprawdzenia czy występują istotne różnice w obszarze zarządzania majątkiem obrotowym oraz źródłami jego finansowania między przedsiębiorstwami z pierwszej i drugiej grupy.

Charakterystyka przedsiębiorstw, które nie kreują wartości

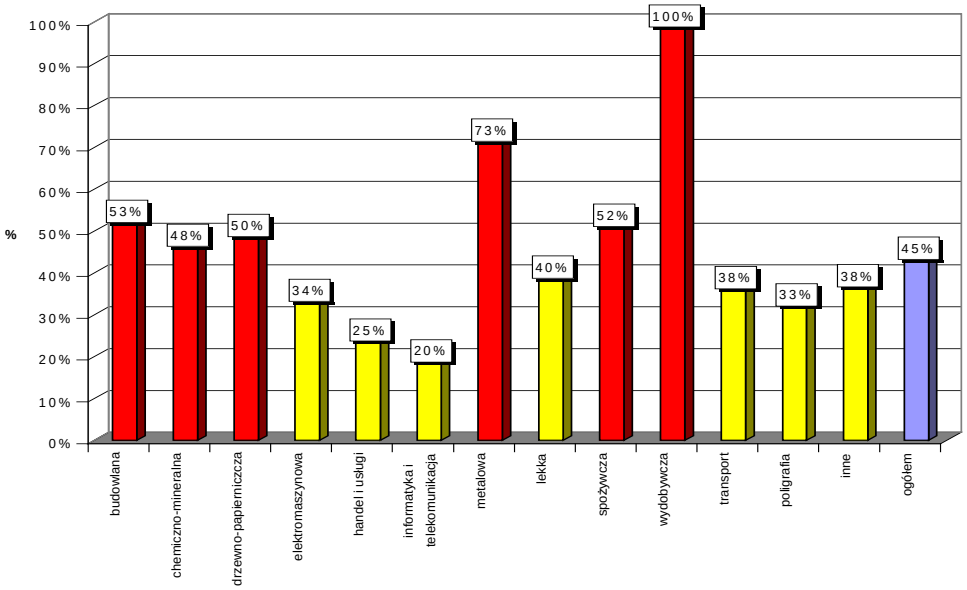
W kolejnym etapie badań wyodrębniono z próby badawczej te przedsiębiorstwa, których dwa z trzech parametrów *EVA*, *CVA*, *SVA* (przy 8% premii za ryzyko) wykazują ujemne skumulowane, realne wartości na koniec 2003 roku (pierwsza grupa). Kryterium to spełniało 45% przedsiębiorstw (85 ze 191 przedsiębiorstw). Struktura przedsiębiorstw, które nie kreują wartości ze względu na rodzaj prowadzonej działalności (wykres 3.51) wykazuje znaczne zróżnicowanie, jedynie przedsiębiorstwa usługowe negatywnie (ponad średnią) wyróżniają się z tej populacji.



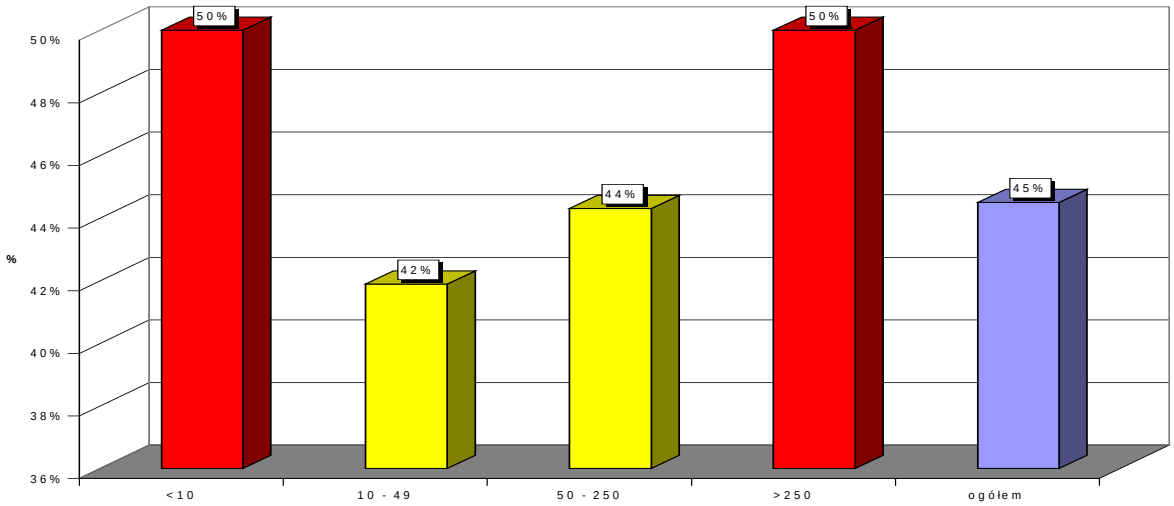
Wykres 3.51. Struktura przedsiębiorstw, które nie kreują wartości ze względu na rodzaj prowadzącej działalności. *Źródło: opracowanie własne*

Obserwacja przedsiębiorstw, które nie kreują wartości ze względu na branżę, wykazuje, że wszystkie przedsiębiorstwa z branży wydobywczej wykazują ujemne skumulowane, realne wartości dwóch z trzech parametrów *EVA, CVA, SVA* na koniec 2003 roku (wykres 3.52). Słabo prezentują się również takie branże, jak metalowa (73%), drzewno-papiernicza (57%), budowlana (53%) i spożywcza (52%). Najlepiej w tym ujęciu wypadają takie branże jak: poligraficzna (0%), informatyczna i telekomunikacyjna (20%), handel i usługi (25%), elektromaszynowa (34%).

Według kryterium zatrudnienia najwięcej kłopotów z kreowaniem wartości mają przedsiębiorstwa zatrudniające powyżej 250 osób. Wykres 3.53 wskazuje, że im mniejsze przedsiębiorstwo pod względem zatrudnienia, tym osiąga lepsze efekty w zakresie kreacji wartości przedsiębiorstwa.



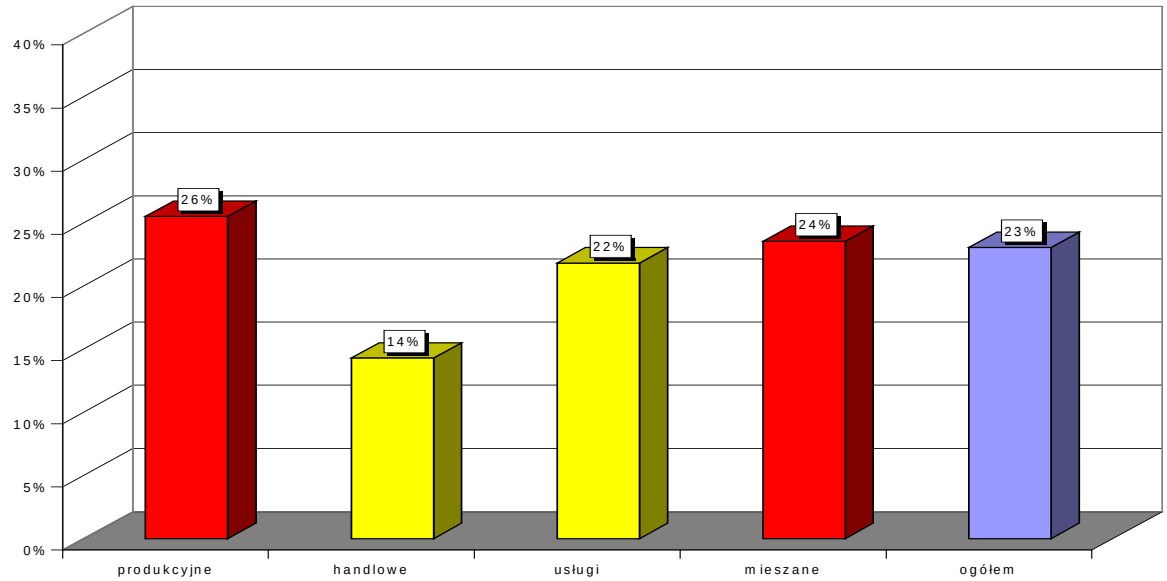
Wykres 3.52. Struktura przedsiębiorstw, które nie kreują wartości ze względu na branżę działalności. *Źródło: opracowanie własne*



Wykres 3.53. Struktura przedsiębiorstw, które nie kreują wartości ze względu liczbę zatrudnionych. *Źródło: opracowanie własne*

Charakterystyka przedsiębiorstw, które kreują wartość

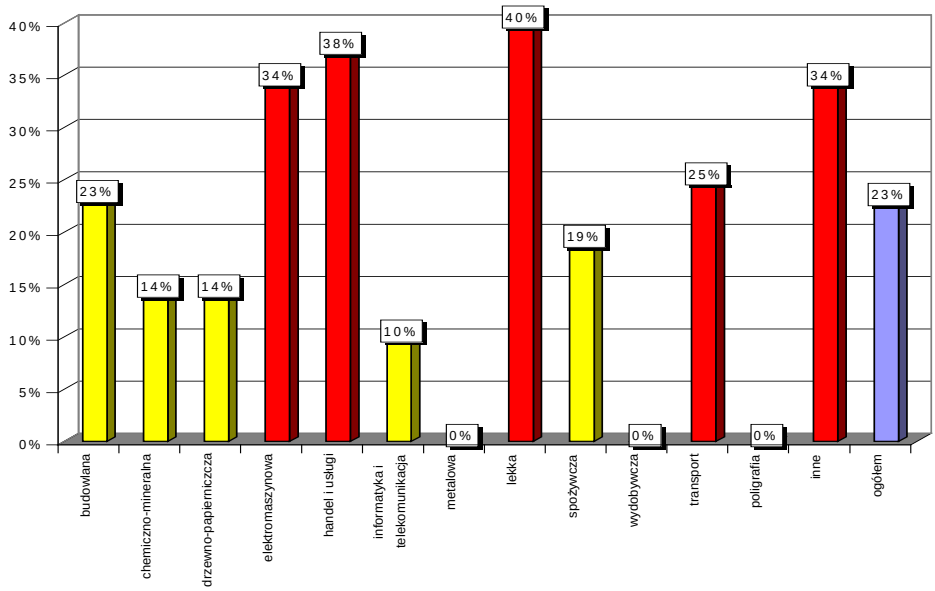
W następnym etapie badań wyodrębniono z próby badawczej te przedsiębiorstwa, których trzy z trzech parametrów *EVA*, *CVA*, *SVA* wykazują dodatnie skumulowane, realne wartości na koniec 2003 r. (druga grupa). Kryterium to spełniało 23% przedsiębiorstw (44 ze 191 przedsiębiorstw). Pozostałe 32% to przedsiębiorstwa, których nie można jednoznacznie zaklasyfikować, gdyż co najmniej jeden z trzech parametrów przyjmuje wartość ujemną (trzecia grupa). Struktura przedsiębiorstw, które kreują wartości ze względu na rodzaj prowadzonej działalności (wykres 3.50), wskazuje pewne zróżnicowanie, powyżej średniej wyróżniają się przedsiębiorstwa produkcyjne i mieszane, poniżej średniej są przedsiębiorstwa handlowe i usługowe.



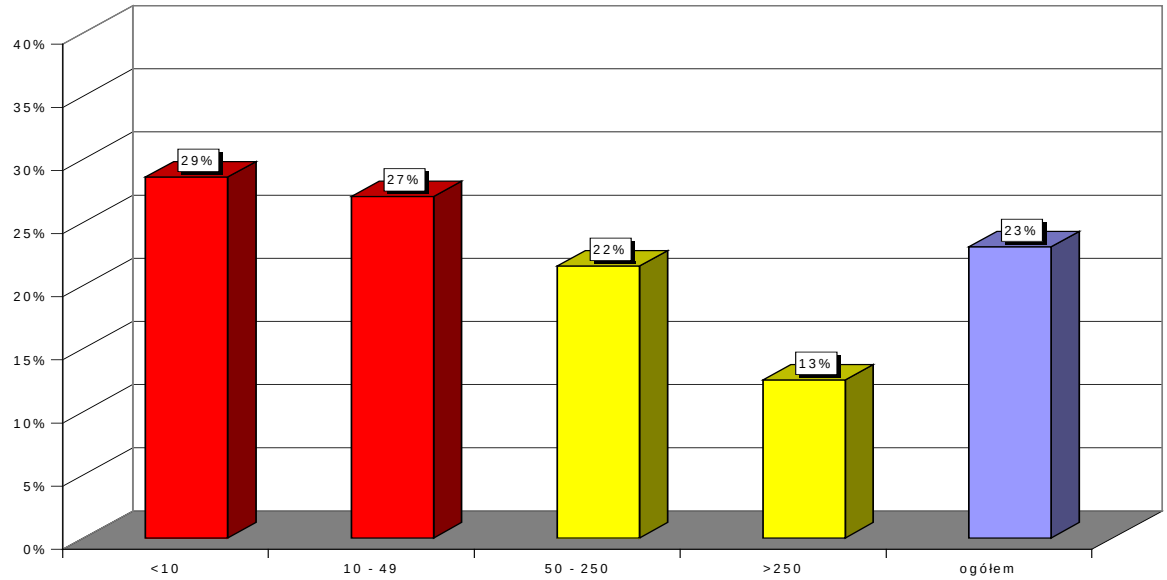
Wykres 3.54. Struktura przedsiębiorstw, które kreują wartość ze względu na rodzaj prowadzącej działalności. *Źródło: opracowanie własne*

Wśród przedsiębiorstw, które kreują wartość ze względu na branżę, wszystkie z branż: lekkiej, elektromaszynowej, handlowo-usługowej, transportowej, oraz niesklasyfikowane wykazują dodatnie skumulowane, realne wartości trzech parametrów *EVA*, *CVA*, *SVA* na koniec 2003 roku (wykres 3.55). Słabiej prezentują się takie branże, jak: budowlana, chemiczno mineralna, drzewno-papiernicza, spożywcza, informatyczna i telekomunikacyjna. Najgorzej wygląda sytuacja w następujących branżach: metalowa, wydobywcza, poligrafia, w których żadne z przedsiębiorstw z punktu widzenia przyjętych założeń nie zwiększa swojej wartości.

Według kryterium zatrudnienia najlepiej prezentują się przedsiębiorstwa zatrudniające poniżej 10 osób oraz zatrudniające od 10 do 49 osób. Nieznacznie poniżej średniej wypadły przedsiębiorstwa zatrudniające od 50 250 pracowników, a największe kłopoty z powiększaniem wartości mają przedsiębiorstwa zatrudniające powyżej 250 osób. Wykres 3.56 pokazuje, że im mniejsze przedsiębiorstwo pod względem zatrudnienia, tym osiąga lepsze efekty w zakresie kreacji wartości przedsiębiorstwa.



Wykres 3.55. Struktura przedsiębiorstw, które kreują wartość ze względu na branżę. *Źródło: opracowanie własne*



Wykres 3.56. Struktura przedsiębiorstw, które kreują wartość ze względu liczbę zatrudnionych. *Źródło: opracowanie własne*

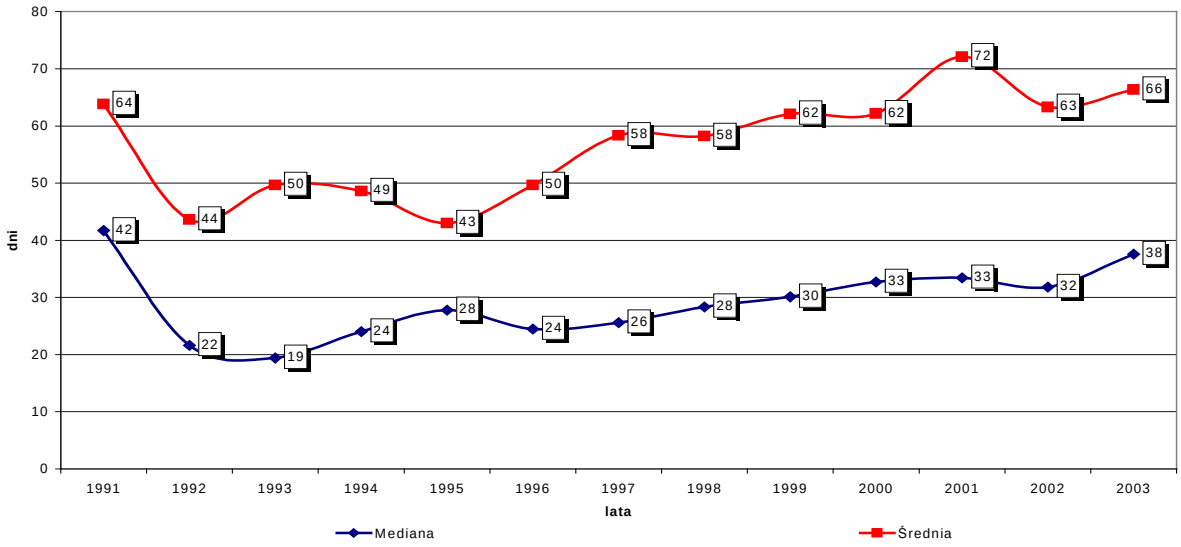
Porównanie efektów zarządzania majątkiem obrotowym przedsiębiorstw, które powiększają swoją wartość, z przedsiębiorstwami, których wartość się zmniejsza

Tworzenie wartości przedsiębiorstwa jest wypadkową szeregu czynników, jednym z nich jest zarządzanie majątkiem obrotowym i źródłami jego finansowania.[266] Nie musi on mieć charakteru decydującego o wartości (choć w skrajnych przypadkach jest to możliwe), może jednak przechylać szalę w jedną lub w drugą stronę albo zdecydowanie poprawić lub pogorszyć sytuację w tym obszarze. Przeprowadzona analiza wskazuje, że wśród wyselekcjonowanych 85 przedsiębiorstw (pierwsza grupa) efekty zarządzania majątkiem obrotowym pogłębiają kłopoty tych przedsiębiorstw w obszarze kreowania wartości. Szereg wskaźników wykazuje bowiem wartości istotnie słabsze niż średnie i mediany w drugiej grupie przedsiębiorstw.

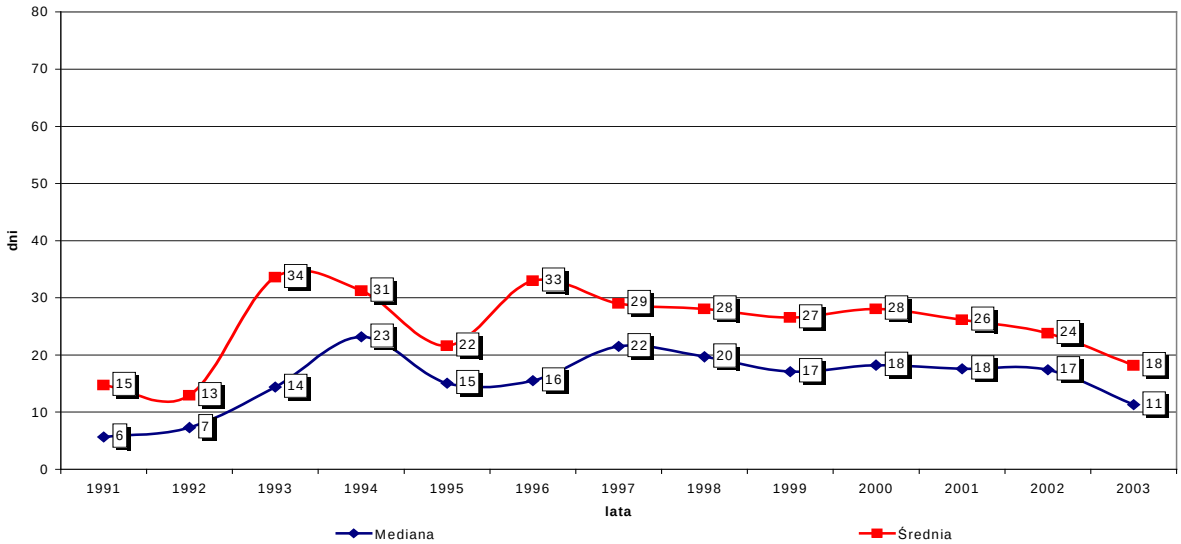
Średni okres obrotu zapasów przedsiębiorstw, które nie kreują wartości (57 dni), jest znacznie większy niż w całej badanej populacji i ponaddwukrotnie większy niż w przedsiębiorstwach, które powiększają swoją wartość (25 dni) (wykresy 3.57-3.58). Zakres zmian średniego obrotu zapasów przedsiębiorstw, które nie powiększają swojej wartości zawiera się w przedziale 43-72 dni. Przebieg średniej i mediany okresu obrotu zapasów w dniach wskazuje na wyraźną wzrostową tendencję, począwszy od 1992 roku. Przyrost tego wskaźnika począwszy od 1992, wskazuje na pogorszenie gospodarowania zapasami w stopniu znacznie wyższym niż dla badanej całej populacji. Znacznie lepiej wygląda sytuacja w przedsiębiorstwach zwiększających swoją wartość. Zakres zmian średniego obrotu zapasów tych przedsiębiorstw zawiera się w przedziale 13-34 dni. Przebieg średniej i mediany okresu

[266] Szerzej na ten temat w rozdziale 1.

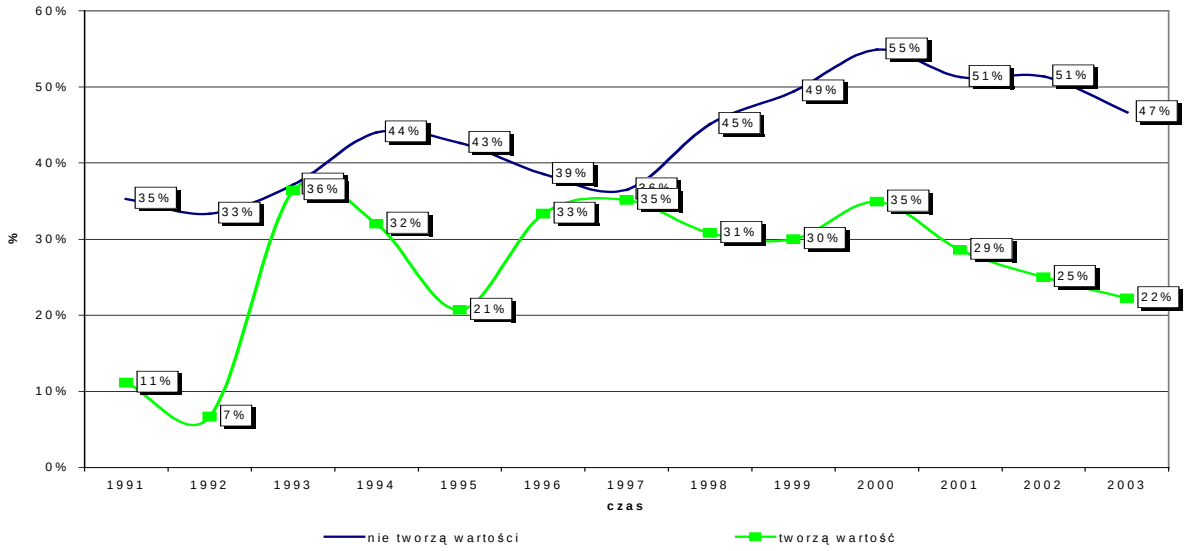
obrotu zapasów w dniach wskazuje na spadkową tendencję począwszy od 1993 roku. Zmniejszenie wartości tego wskaźnika począwszy od 1993 r., wskazuje na poprawę gospodarowania zapasami. Z tymi tendencjami korespondują wyniki prezentowane na kolejnym wykresie 3.59, który pokazuje, że w tej grupie średnio jest mniejszy odsetek przedsiębiorstw, w których obrót zapasów wynosi 30 i więcej dni (średnio u 27%) niż w przypadku przedsiębiorstw, które nie powiększają swojej wartości (średnio u 44%).



Wykres 3.57. Obrót zapasów w przedsiębiorstwach nie generujących wartości. *Źródło: opracowanie własne*

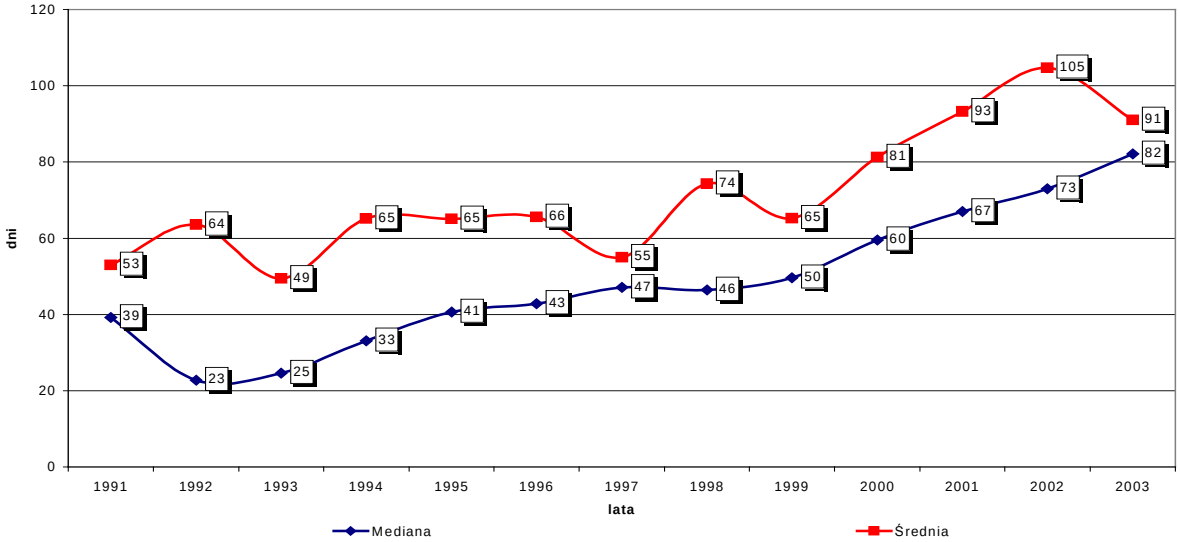


Wykres 3.58. Obrót zapasów w przedsiębiorstwach generujących wartość. *Źródło: opracowanie własne*

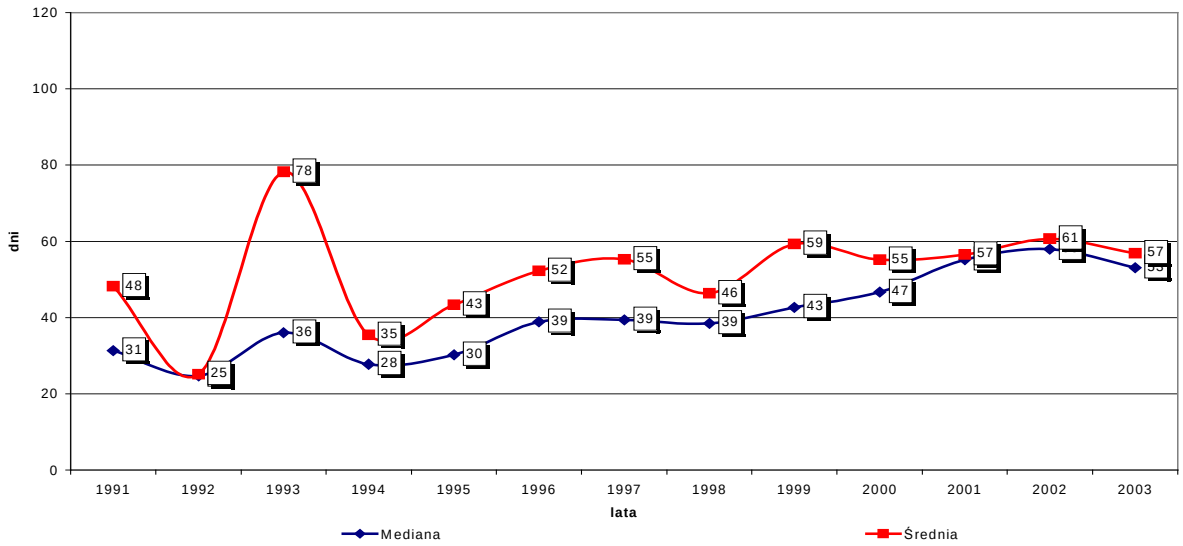


Wykres 3.59. Częstość występowania obrotu zapasów (>= 30 dniom) w przedsiębiorstwach, które generują i nie generują wartości. *Źródło: opracowanie własne*

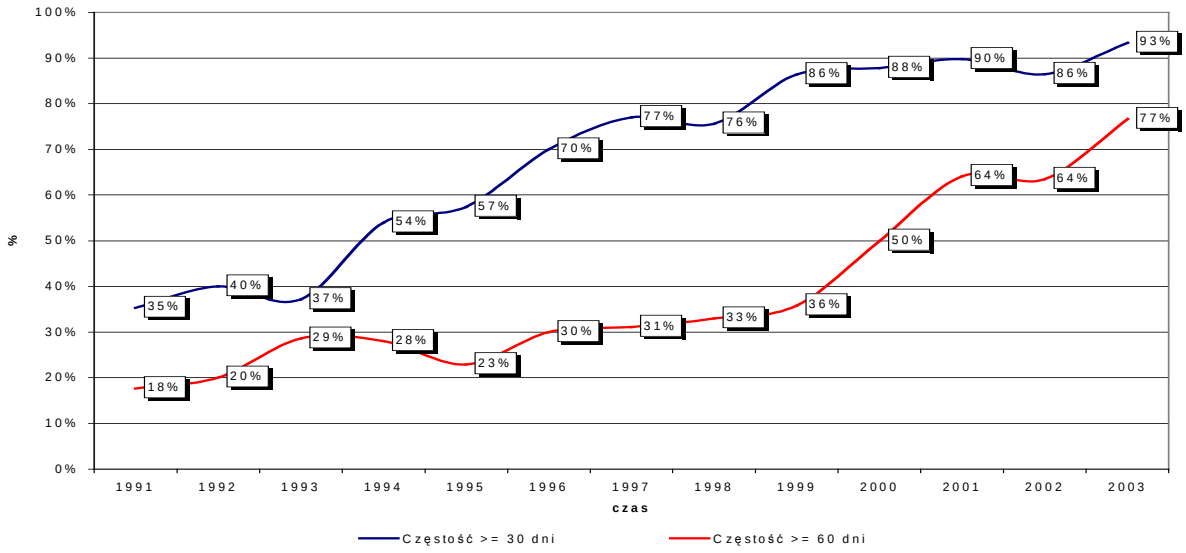
Średni okres obrotu należności brutto w dniach w przedsiębiorstwach, które nie tworzą wartości, wynosił 71 dni (jest wyższy niż w całej populacji - 63 dni) i jest znacznie wyższy niż w przedsiębiorstwach, które powiększają swoją wartość (52 dni). Z wykresów 3.60 i 3.61 wynika, że wydłużenie okresu obrotu należnościami występuje w obu grupach od roku 1994 r., z tym, że w przedsiębiorstwach, które kreują swoją wartości w ostatnich trzech latach, nastąpiło wyraźne wyhamowanie tej tendencji zarówno w przypadku średniej, jak i mediany. Kolejne wykresy (3.62 i 3.63) potwierdzają dotychczasowe wnioski. Porównanie obu grup przedsiębiorstw wskazuje, że w drugiej grupie jest znacznie mniej tych, które czekają na uregulowanie należności okres co najmniej 30 dni (średnio 62%, w pierwszej grupie 68%), oraz znacznie mniej tych, które czekają co najmniej 60 dni (średnio 23%, w pierwszej grupie 39%).



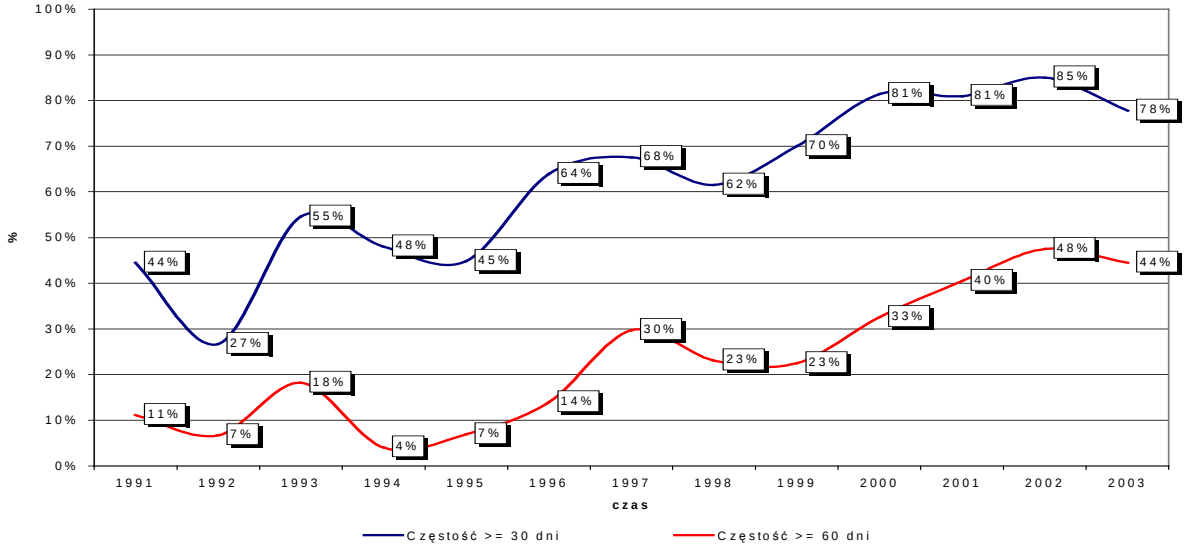
Wykres 3.60. Obrót należności w przedsiębiorstwach nie generujących wartości. *Źródło: opracowanie własne*



Wykres 3.61. Obrót należności w przedsiębiorstwach generujących wartość. *Źródło: opracowanie własne*

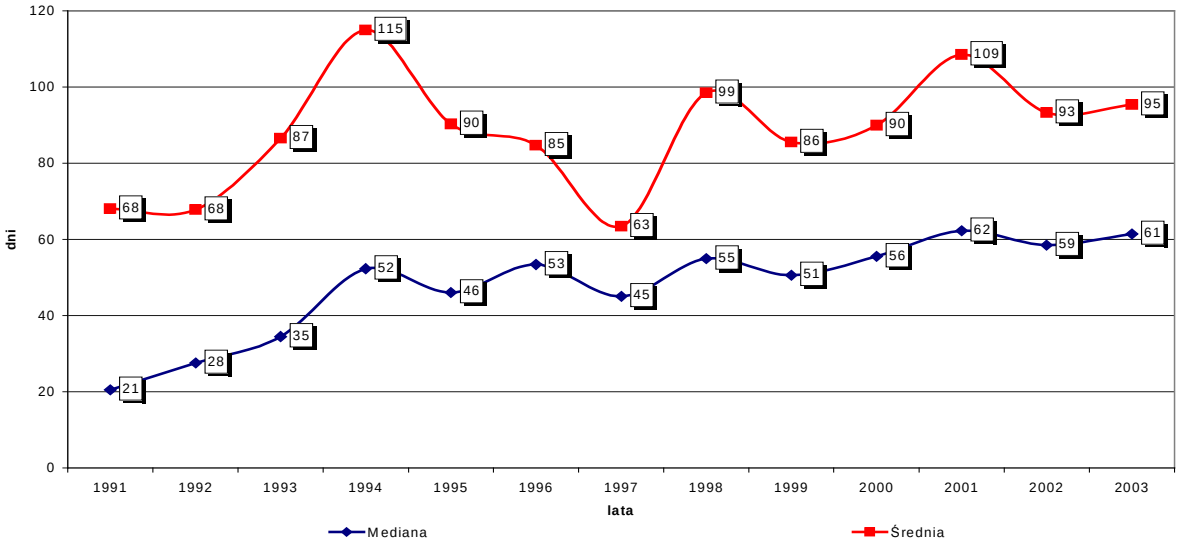


Wykres 3.62. Częstość występowania obrotu należności (>= 30 i 60 dniom) w przedsiębiorstwach nie generujących wartości. *Źródło: opracowanie własne*

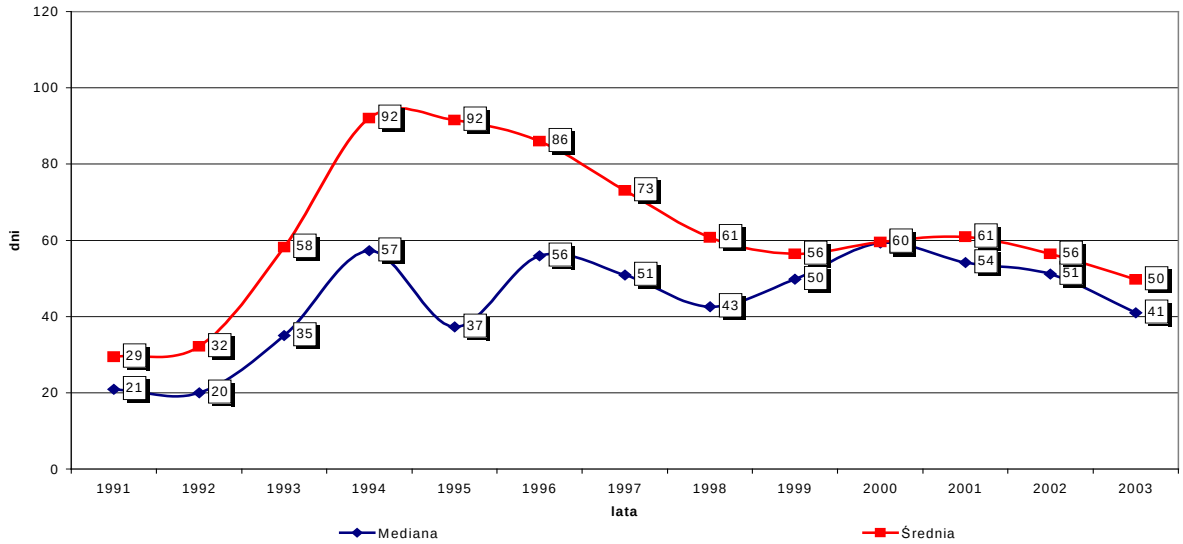


Wykres 3.63. Częstość występowania obrotu należności (>= 30 i 60 dniom) w przedsiębiorstwach generujących wartość. *Źródło: opracowanie własne*

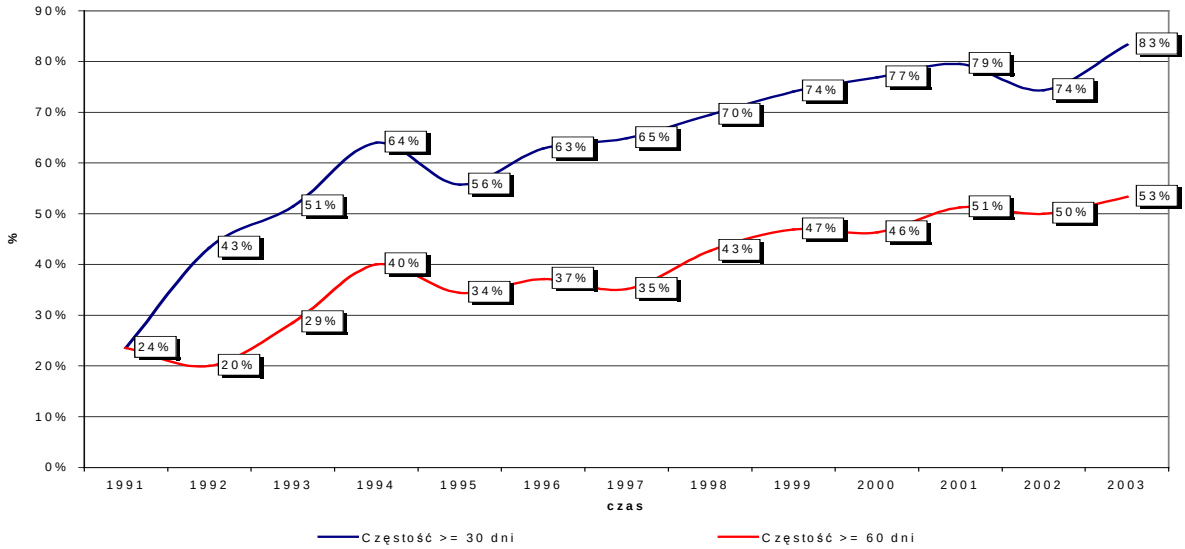
Przedsiębiorstwa nie tworzące wartości dłużej niż przedsiębiorstwa powiększające swoją wartość nie regulują swoich zobowiązań (wykres 3.64 i 3.65). Średni okres regulowania zobowiązań w dniach w pierwszej wynosi 88 dni i jest wyższy niż w całej populacji (62 dni). W konsekwencji częstości płacenia zobowiązań w czasie nie krótszym niż 30 dni oraz po okresie minimum 60 dni jest większa w pierwszej niż w drugiej grupie.



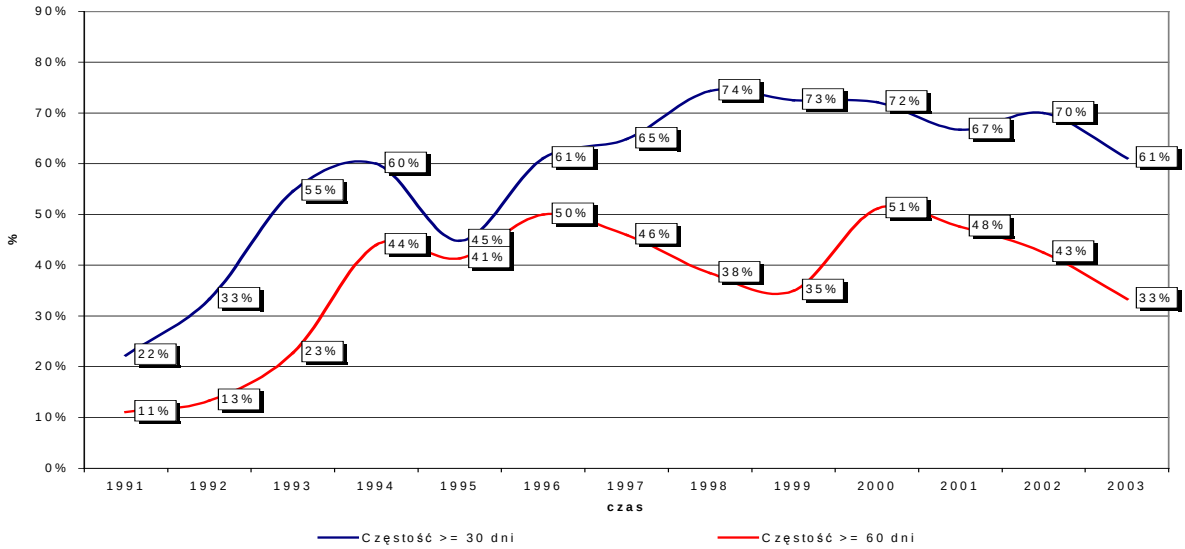
Wykres 3.64. Czas płacenia zobowiązań w przedsiębiorstwach nie generujących wartości. *Źródło: opracowanie własne*



Wykres 3.65. Czas płacenia zobowiązań w przedsiębiorstwach generujących wartość. *Źródło: opracowanie własne*

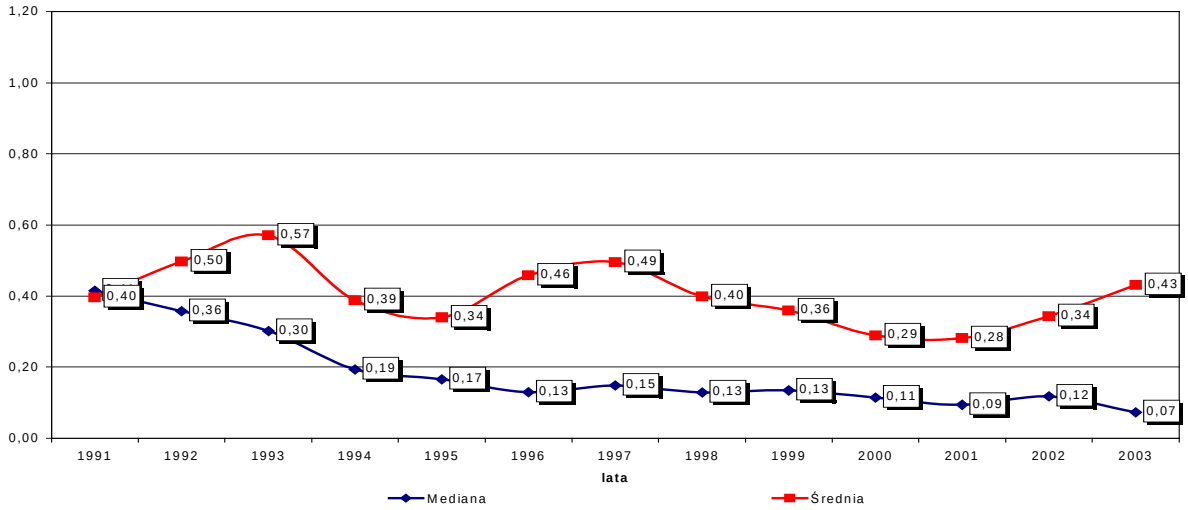


Wykres 3.66. Częstość występowania czasu płacenia zobowiązań (>= 30 i 60 dniom) w przedsiębiorstwach nie generujących wartości. *Źródło: opracowanie własne*

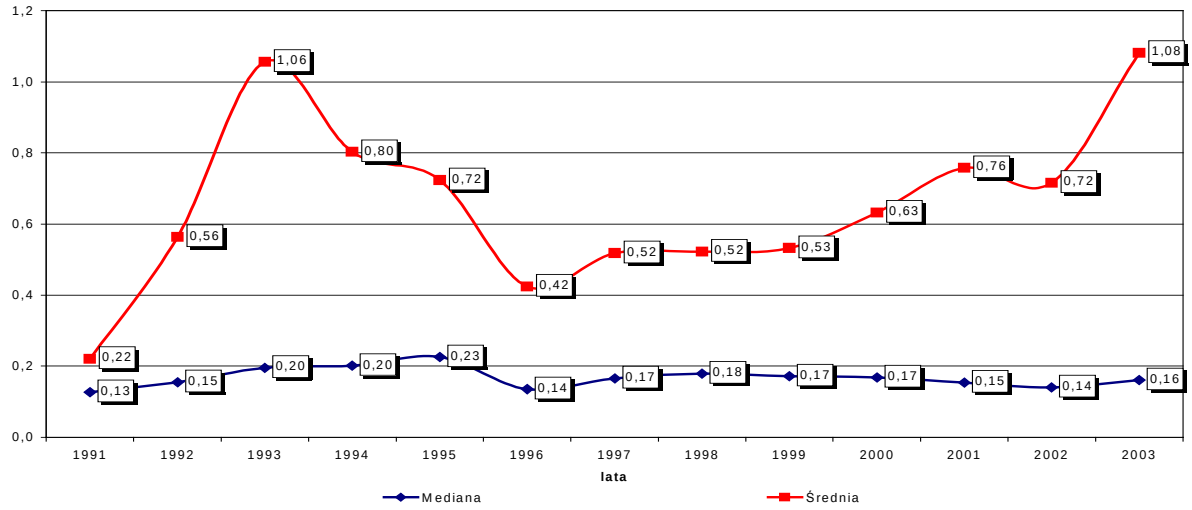


Wykres 3.67. Częstość występowania czasu płacenia zobowiązań (>= 30 i 60 dniom) w przedsiębiorstwach generujących wartość. *Źródło: opracowanie własne*

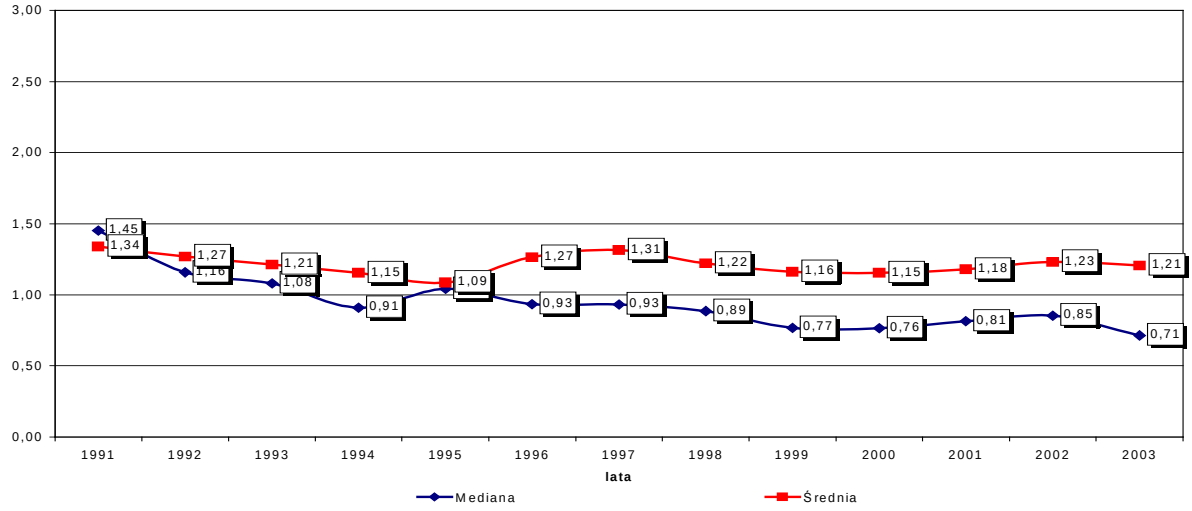
W przedsiębiorstwach nie powiększających swojej wartości średnia płynności I stopnia (wykresy 3.68-3.69) jest o blisko 40% niższa niż w drugiej grupie (mediana w obu grupach przeciętnie kształtuje się na podobnym poziomie). Płynność II stopnia w pierwszej grupie przedsiębiorstw jest niższa o 22%, a płynność III stopnia o 9% niższa niż w drugiej grupie, co koresponduje z dotychczasowymi wnioskami. Wskaźniki płynności kształtują się na zbliżonym podobnym poziomie jak w całej badanej populacji (wykresy 3.70-3.73).



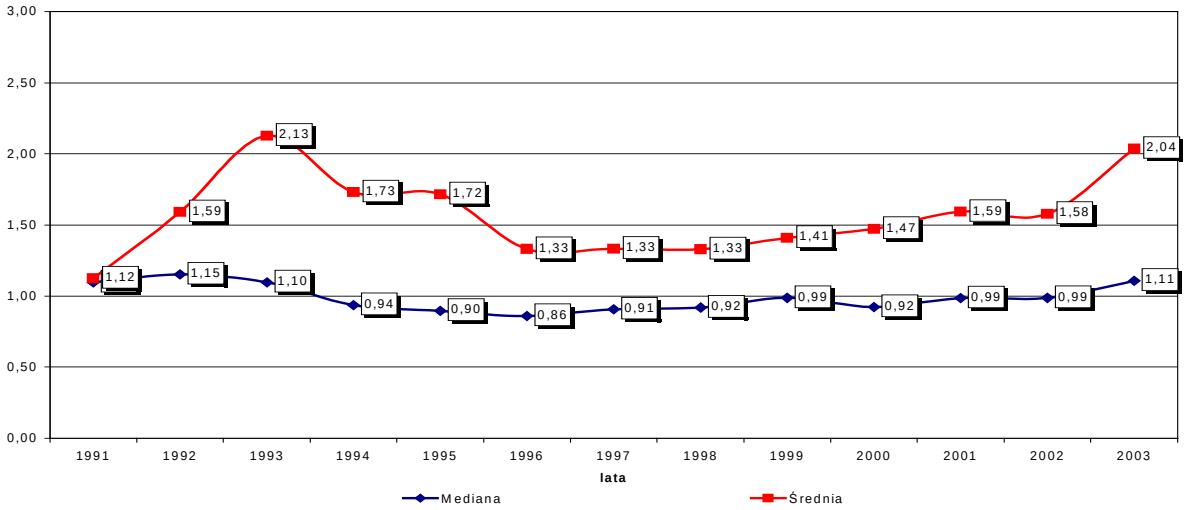
Wykres 3.68. Wskaźnik płynności I stopnia w przedsiębiorstwach nie generujących wartości. *Źródło: opracowanie własne*



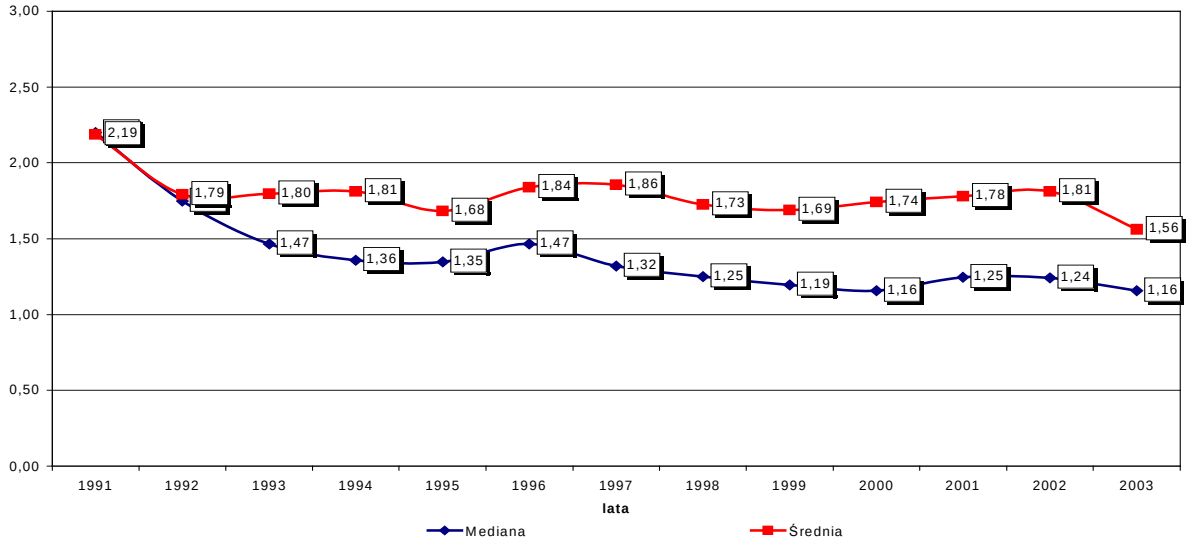
Wykres 3.69. Wskaźnik płynności I stopnia w przedsiębiorstwach generujących wartość. *Źródło: opracowanie własne*



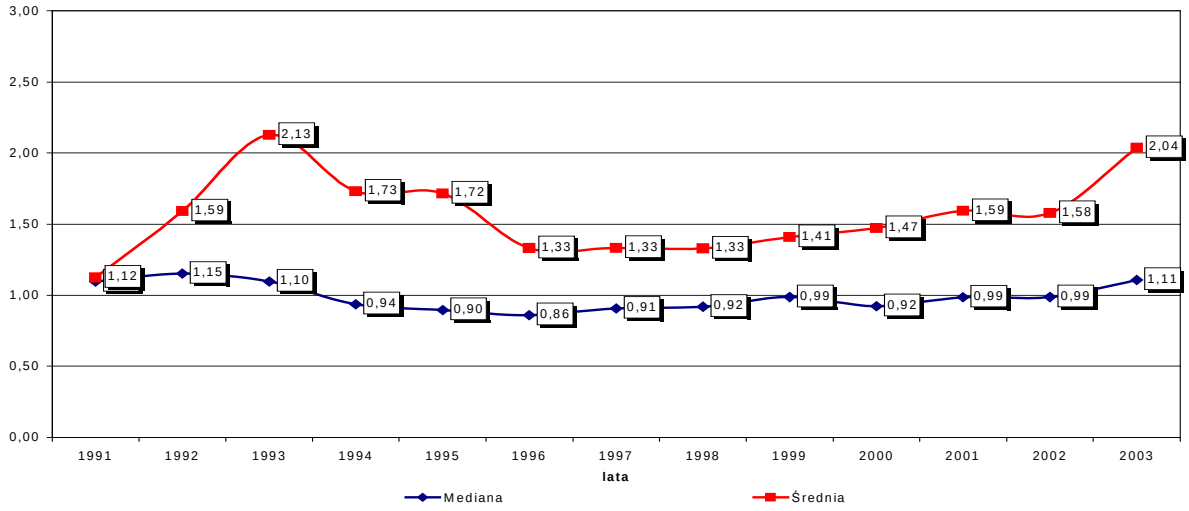
Wykres 3.70. Wskaźnik płynności II stopnia w przedsiębiorstwach nie generujących wartości. *Źródło: opracowanie własne*



Wykres 3.71. Wskaźnik płynności II stopnia w przedsiębiorstwach generujących wartość. *Źródło: opracowanie własne*

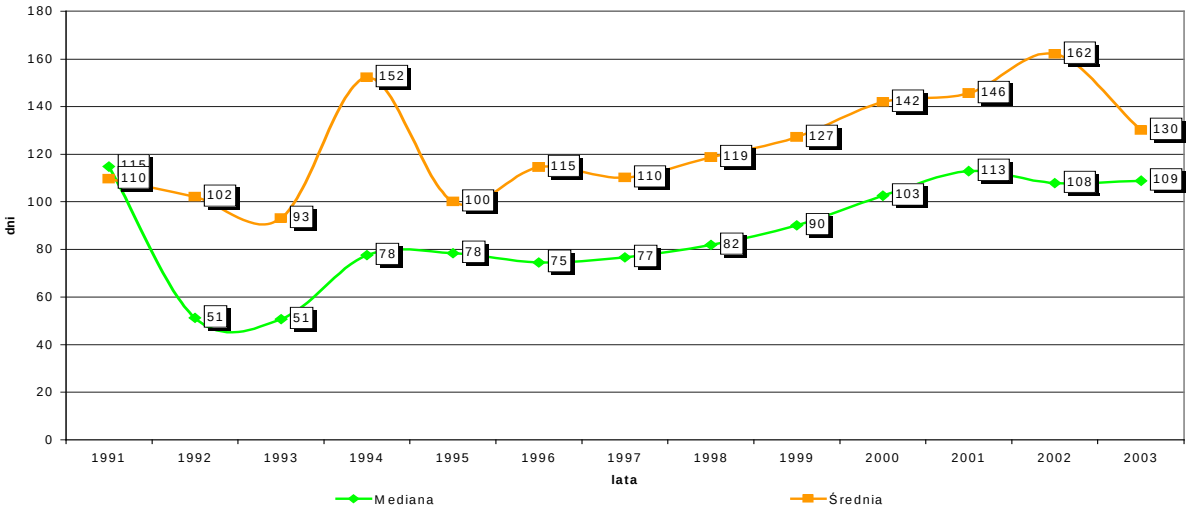


Wykres 3.72. Wskaźnik płynności III stopnia w przedsiębiorstwach nie generujących wartości. *Źródło: opracowanie własne*

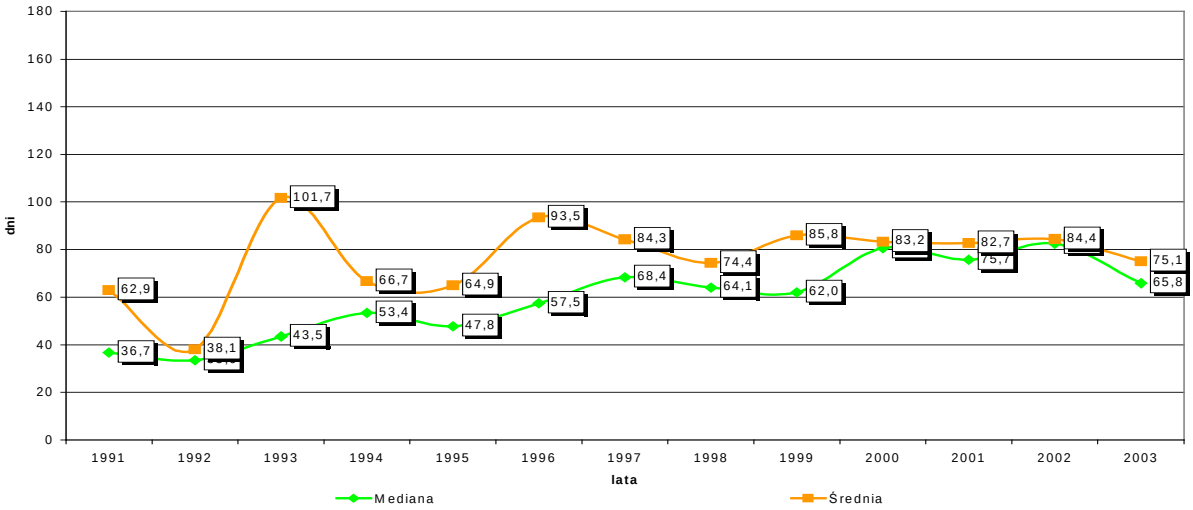


Wykres 3.73. Wskaźnik płynności III stopnia w przedsiębiorstwach generujących wartość. *Źródło: opracowanie własne*

Przedsiębiorstwa nie tworzące wartości mają dłuższy cykl operacyjny niż przedsiębiorstwa, które powiększają swoją wartość (wykresy 3.74-3.75). W przedsiębiorstwach z pierwszej grupy średni czas trwania cyklu operacyjnego wynosi 124 dni i jest o 61% dłuższy niż w drugiej grupie (77 dni). Z wykresu 3.74 wynika, że w najgorszym 2002 r., przedsiębiorstwa nie generujące wartości potrzebowały średnio aż pół roku, aby odzyskać środki zainwestowane w zapasy i należności. Przebieg mediany prezentuje się lepiej niż średniej, lecz i tak przeciętna mediana w pierwszej grupie jest o miesiąc dłuższa niż w drugiej grupie przedsiębiorstw.



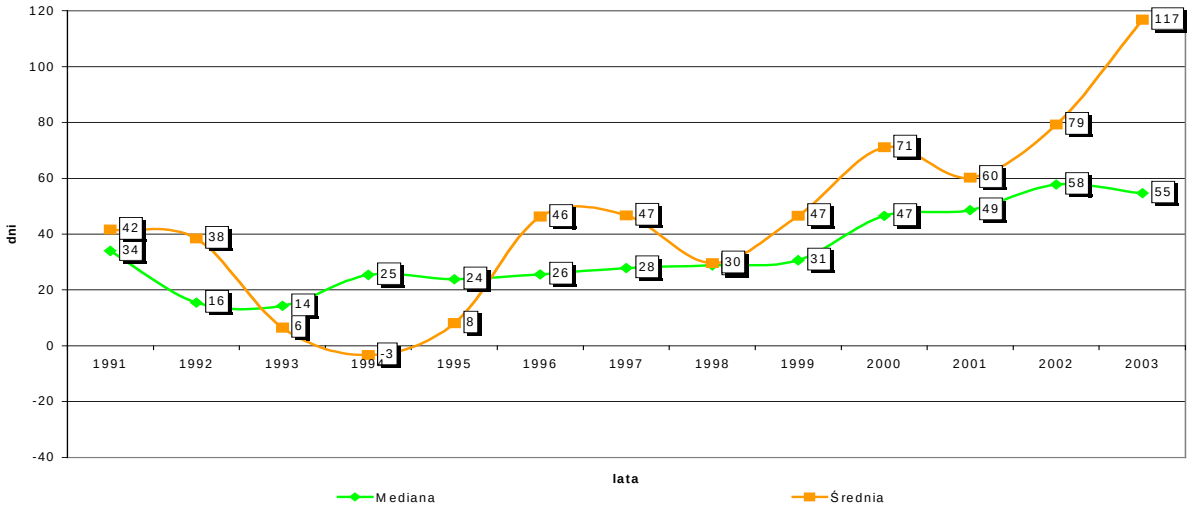
Wykres 3.74. Wskaźnik cyklu operacyjnego w przedsiębiorstwach nie generujących wartości. *Źródło: opracowanie własne*



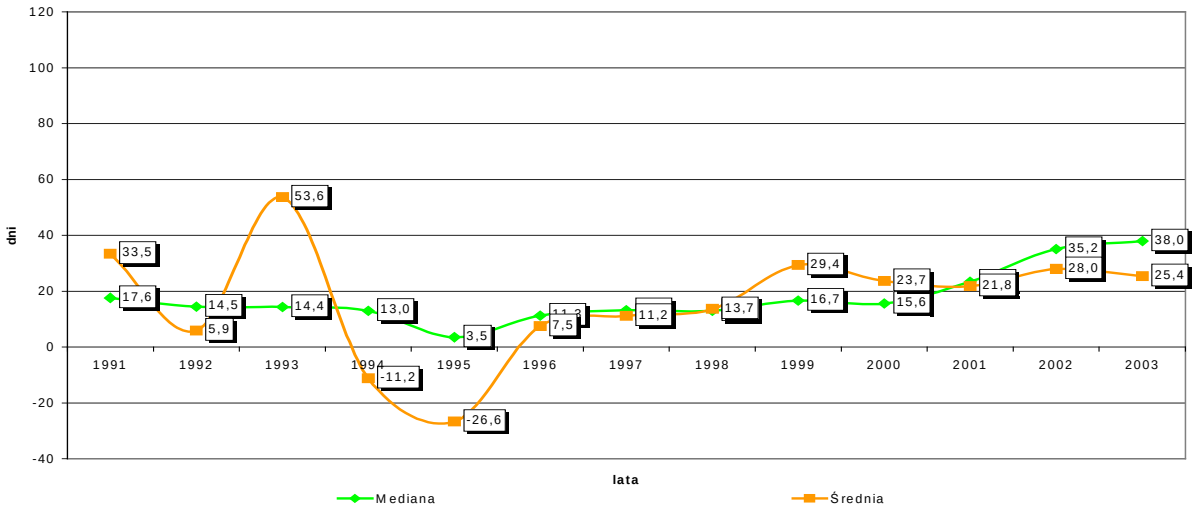
Wykres 3.75. Wskaźnik cyklu operacyjnego w przedsiębiorstwach generujących wartość. *Źródło: opracowanie własne*

Także cykl środków pieniężnych prezentuje się mniej korzystnie w przedsiębiorstwach nie tworzących wartości niż w przedsiębiorstwach, które powiększają swoją wartość (wykresy 3.74-3.75). Średnia wartość cyklu środków pieniężnych wynosi 45 dni w pierwszej grupie i 17 dni w drugiej grupie. W najgorszym 2003 r. środki zaangażowane

w finansowanie zapasów i należności w pierwszej grupie były odzyskiwane po 117 dniach, czyli o 91 dni wolniej niż w drugiej grupie. Także przeciętny poziom mediany jest blisko dwukrotnie dłuższy w pierwszej niż w drugiej grupie.



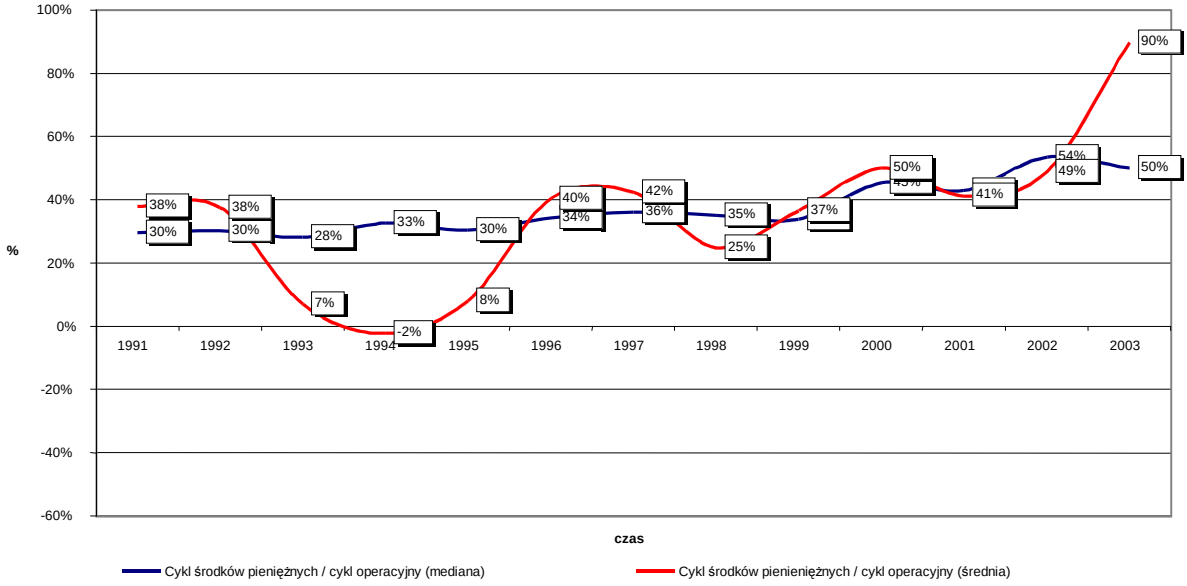
Wykres 3.76. Wskaźnik cyklu środków pieniężnych w przedsiębiorstwach nie generujących wartości. *Źródło: opracowanie własne*



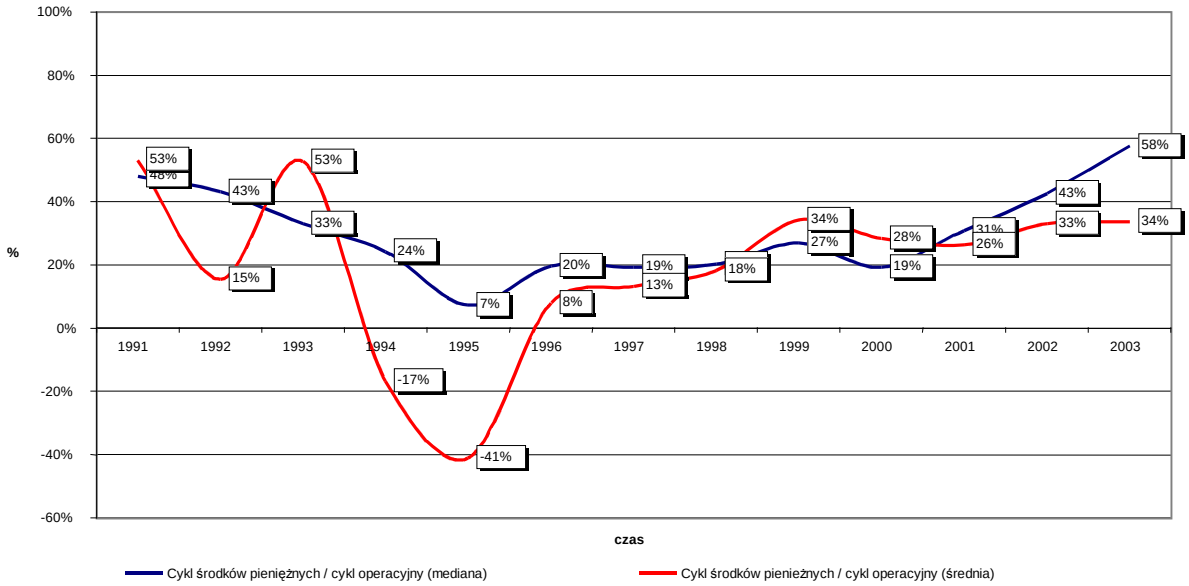
Wykres 3.77. Wskaźnik cyklu środków pieniężnych w przedsiębiorstwach generujących wartość. *Źródło: opracowanie własne*

Jeśli porównać średnie oraz mediany wielkości cyklu środków pieniężnych i cyklu operacyjnego, można stwierdzić, że w latach 1991-2003, w przedsiębiorstwach nie generujących wartości, krótszy był średnio czas cyklu operacyjnego finansowanego z zobowiązań z tytułu dostaw i usług niż w przypadku przedsiębiorstw tworzących wartość (wykresy 3.78 i 3.79). Jak wynika przebiegu mediany w pierwszej grupie przedsiębiorstw na początku lat dziewięćdziesiątych około 70% czasu cyklu operacyjnego przerzucano na dostawców, w latach 1996-1999 65% tego czasu obciążało dostawców, a w latach 2001-2003 już tylko około 50%. Świadczyć to może o coraz mniejszych możliwościach przerzucenia wydłużającego się czasu oczekiwania na gotówkę z tytułu cyklu operacyjnego na dostawców.

Analiza przebiegu mediany w drugiej grupie przedsiębiorstw od początku dekady do 1995 r. wskazuje, że co raz większa część czasu cyklu operacyjnego była przerzucana na dostawców (wzrost z 52 do 93%); w kolejnych latach nastąpiło odwrócenie tendencji, udział ten systematycznie malał osiągając najniższą wartość w 2003 roku (42%). Z porównania obu grup przedsiębiorstw wynika, że cykl operacyjny musi być finansowany w większym zakresie z droższych źródeł finansowania w przypadku pierwszej grupy (średnio w latach 1991-2003 w 36%) niż w drugiej grupie przedsiębiorstw (średnio w latach 1991-2003 w 20%). Dłuższy cykl operacyjny i mniej korzystna struktura jego finansowania negatywnie wpływają na kreację wartości przedsiębiorstw z drugiej grupy.

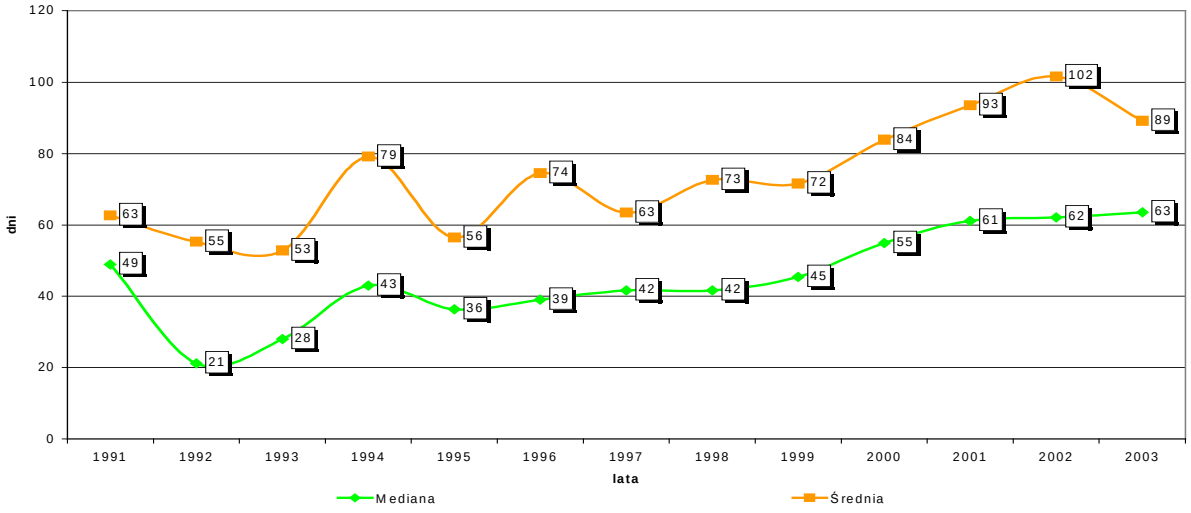


Wykres 3.78. Cykl środków pieniężnych w relacji do cyklu operacyjnego w przedsiębiorstwach nie generujących wartości. *Źródło: opracowanie własne*

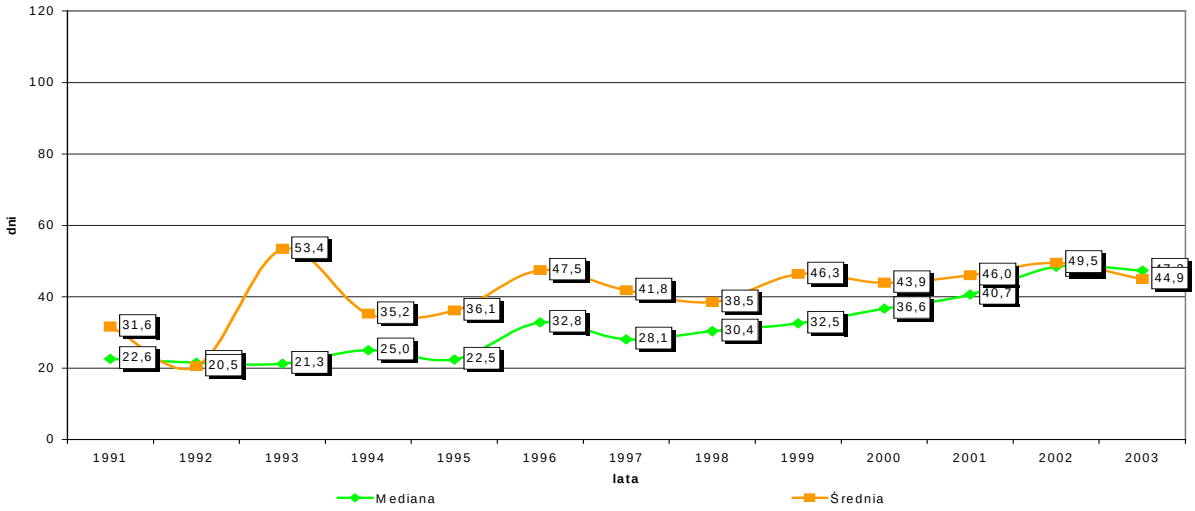


Wykres 3.79. Cykl środków pieniężnych w relacji do cyklu operacyjnego w przedsiębiorstwach generujących wartość. *Źródło: opracowanie własne*

Średnia oraz mediana wskaźnika upłynniania wykazują wyższe wartości w przypadku przedsiębiorstwach nie generujących wartości niż w przedsiębiorstwach powiększających swoją wartość (wykresy 3.80 i 3.81). W latach 1997-2003 w przebiegu wykresu zarówno średniej, jak i mediany tego parametru widać wyraźną wzrostową tendencję w pierwszej grupie przedsiębiorstw. W drugiej grupie przedsiębiorstw w analogicznym okresie dynamika wzrostu tego wskaźnika była dużo mniejsza. W ostatnich trzech latach w tej grupie przedsiębiorstw, nastąpiła stabilizacja tego parametru, na poziomie 47 dni dla średniej i 45 dni dla mediany. W tym samym przedziale czasu w pierwszej grupie przedsiębiorstw mediana jest o blisko 40%, a średnia aż o 100% wyższa. Oznacza to konieczność angażowania większych środków na finansowanie majątku obrotowego w przedsiębiorstwach nie generujących wartości, co potwierdza dotychczasowe wnioski.

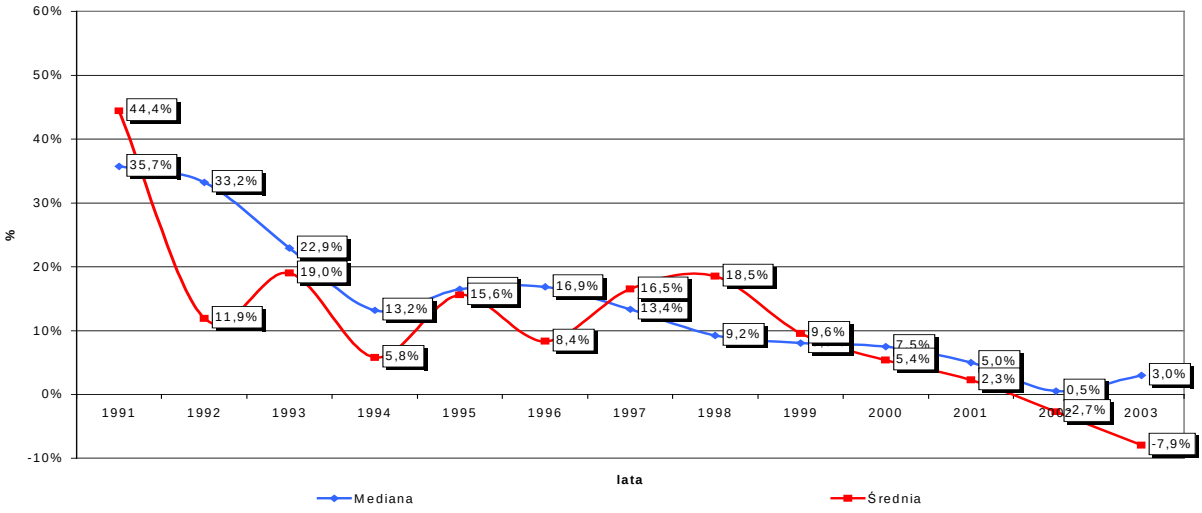


Wykres 3.80. Wskaźnik upłynnienia w przedsiębiorstwach nie generujących wartości. *Źródło: opracowanie własne*

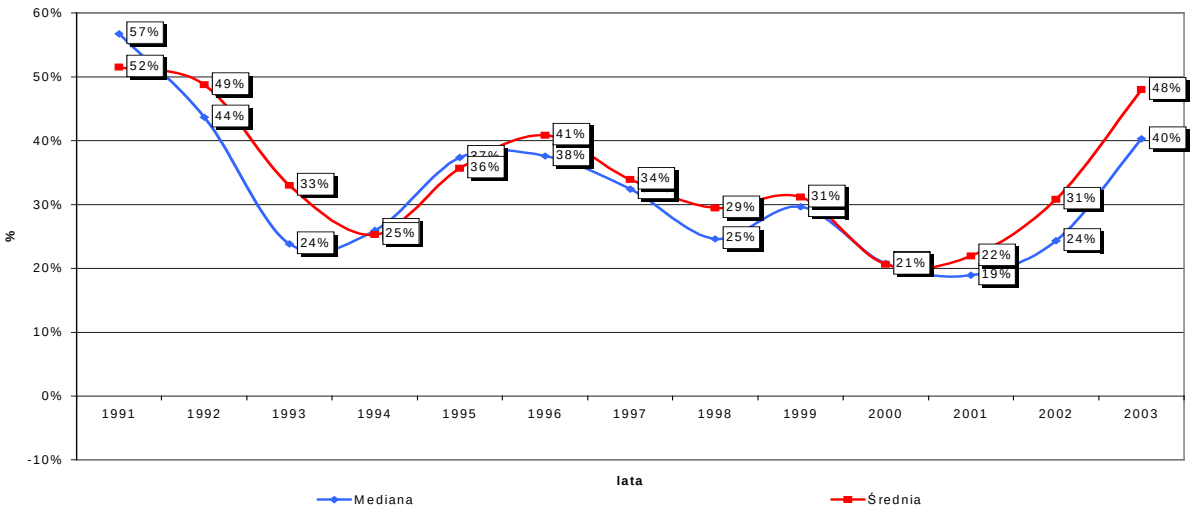


Wykres 3.81. Wskaźnik upłynnienia w przedsiębiorstwach generujące wartość. *Źródło: opracowanie własne*

Dotychczas opisane efekty zarządzania majątkiem obrotowym i źródłami jego finansowania mają swoje odzwierciedlenie w produktywności majątku obrotowego brutto (wykresy 3.82-3.83). Wykres mediany wskaźnika produktywności wskazuje, że w pierwszej grupie przedsiębiorstw następuje sukcesywne pogarszanie się tego parametru. Wykres średniej cechuje się większą zmiennością, lecz ogólna tendencja jest taka sama. W drugiej grupie przedsiębiorstw mediana i średnia wartość produktywności majątku obrotowego brutto mają zbliżony przebieg w latach 1991-1994 jak w pierwszej grupie przedsiębiorstw. W kolejnych dwóch latach w drugiej grupie nastąpił większy przyrost produktywności niż w grupie pierwszej, następnie w latach 1997-2001 w obu grupach jest widoczna ta sama spadkowa tendencja. Kolejny rozdźwięk następuje w ostatnich dwóch latach badania, kiedy to produktywność w drugiej grupie przedsiębiorstw wyraźnie wzrosła.

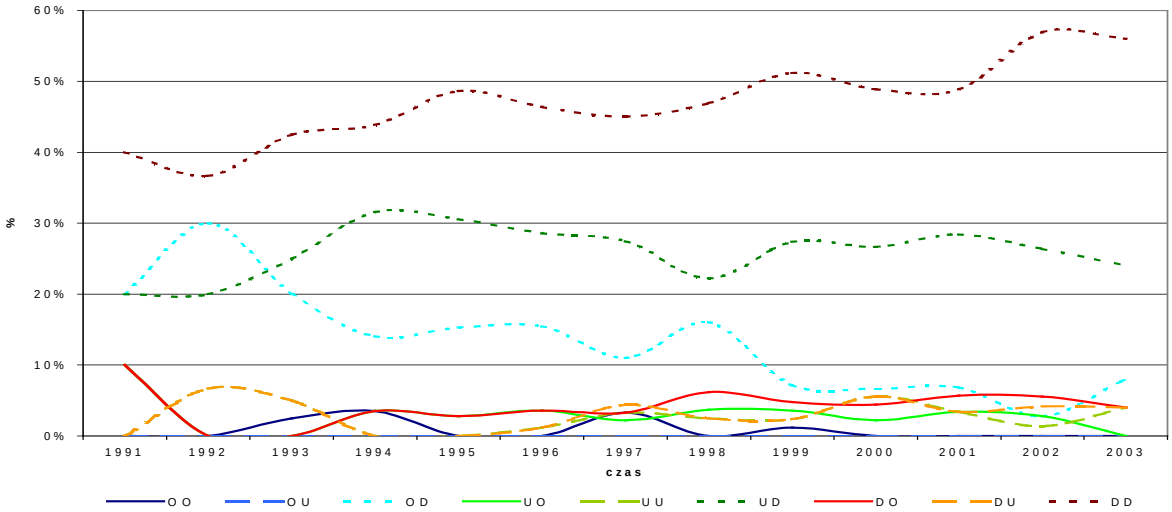


Wykres 3.82. Wskaźnik produktywności majątku obrotowego brutto w przedsiębiorstwach nie generujących wartości. *Źródło: opracowanie własne*

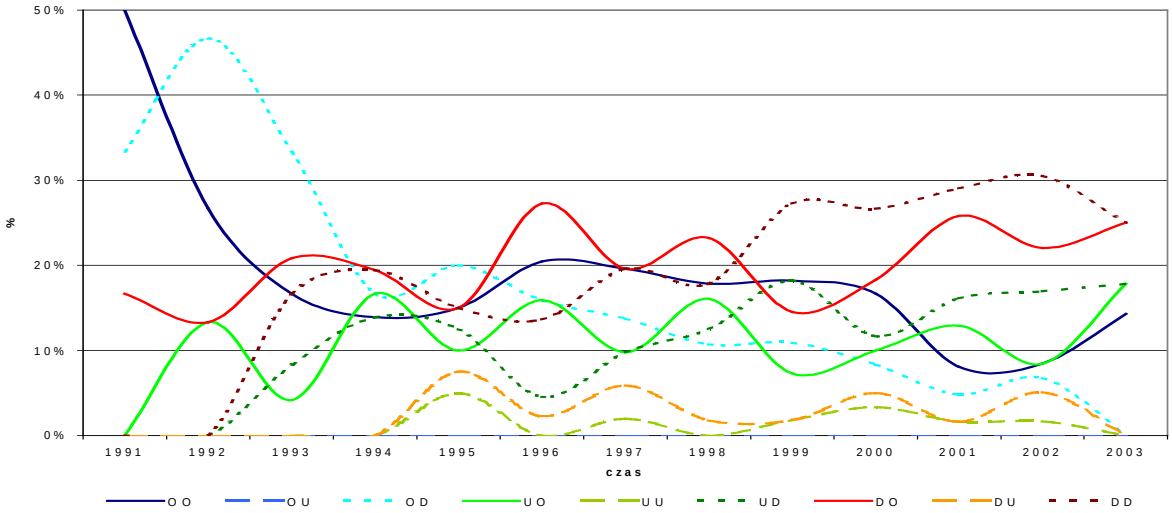


Wykres 3.83. Wskaźnik produktywności majątku obrotowego brutto w przedsiębiorstwach generujących wartość. *Źródło: opracowanie własne*

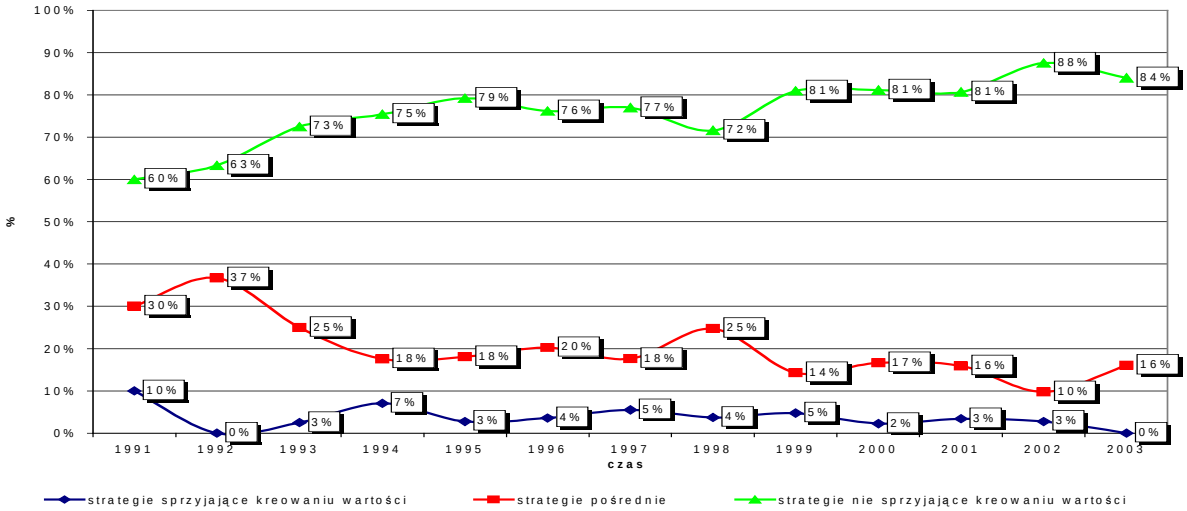
Jeśli porównać kombinacje strategii realizowanych w obszarze majątku i źródeł jego finansowania w obu grupach przedsiębiorstw, okaże się, że przeciętnie wśród przedsiębiorstw nie tworzących wartości częściej realizowana jest strategia defensywna w obszarze zarządzania majątkiem obrotowym (przeciętnie przez 54%) niż w drugiej grupie przedsiębiorstw (przeciętnie 40%). W pierwszej grupie przedsiębiorstw w znacznie mniejszym stopniu jest realizowana strategia ofensywna zarządzania majątkiem obrotowym (przeciętnie przez 16%) niż w drugiej grupie (przeciętnie przez 37%). Reszta przypada na strategię umiarkowaną 30% w pierwszej grupie i 23% w drugiej. Znaczne różnice między tymi dwoma grupami przedsiębiorstw występują w obszarze zarządzania źródłami finansowania majątku obrotowego. W pierwszej grupie przedsiębiorstw dominują strategie defensywne (przeciętnie przez 84%), znacznie rzadziej realizowane są strategie ofensywne (przeciętnie przez 9%) i umiarkowane (przeciętnie przez 7%). Inne są proporcje między tymi strategiami w drugiej grupie przedsiębiorstw. Strategie defensywna i ofensywna są realizowane przez podobny odsetek przedsiębiorstw (przeciętnie przez 46 i 47%), umiarkowana strategia jest stosowana przez 6% przedsiębiorstw z tej grupy. W efekcie najczęstszą kombinacją w pierwszej grupie przedsiębiorstw jest strategia DD realizowana przeciętnie przez 47% przedsiębiorstw, następna w kolejności jest strategia UD przeciętnie stosowana przez 26% przedsiębiorstw (wykres 3.84). Obie te strategie nie sprzyjają powiększaniu wartości przedsiębiorstwa. W drugiej grupie przedsiębiorstw rozkład strategii jest bardziej równomierny (wykres 3.85). Najczęściej stosowane są strategie DO (przeciętnie przez 20%), następnie OO i DD (przeciętnie przez 19%) oraz OD (przeciętnie przez 17%). Jak wynika z rozdziału drugiego, niektóre kombinacje sprzyjają kreowaniu wartości przedsiębiorstwa, częściej wpływa na nią negatywnie, a części można określić mianem neutralnych, gdyż trudno jednoznacznie określić ich wpływ na wartość. Po zgrupowaniu dziewięciu kombinacji strategii zarządzania majątkiem obrotowym i źródłami jego finansowania (wykres 3.86) okazuje się, że w pierwszej grupie przedsiębiorstw przeciętnie w badanym okresie jedynie 4% realizuje te kombinacje strategii, które korzystnie wpływają na wartość przedsiębiorstwa, 20% to kombinacje strategii o charakterze neutralnym, dominują natomiast strategie, których wpływ na wartość jest negatywny - 76%. W drugiej grupie przedsiębiorstw sytuacja wygląda dużo korzystniej (wykres 3.87), przeciętnie 30% przedsiębiorstw realizuje te strategie, które sprzyjają powiększaniu wartości przedsiębiorstwa, 38% stosuje strategie neutralne, a 32% strategie, które negatywnie wpływają na wartość.



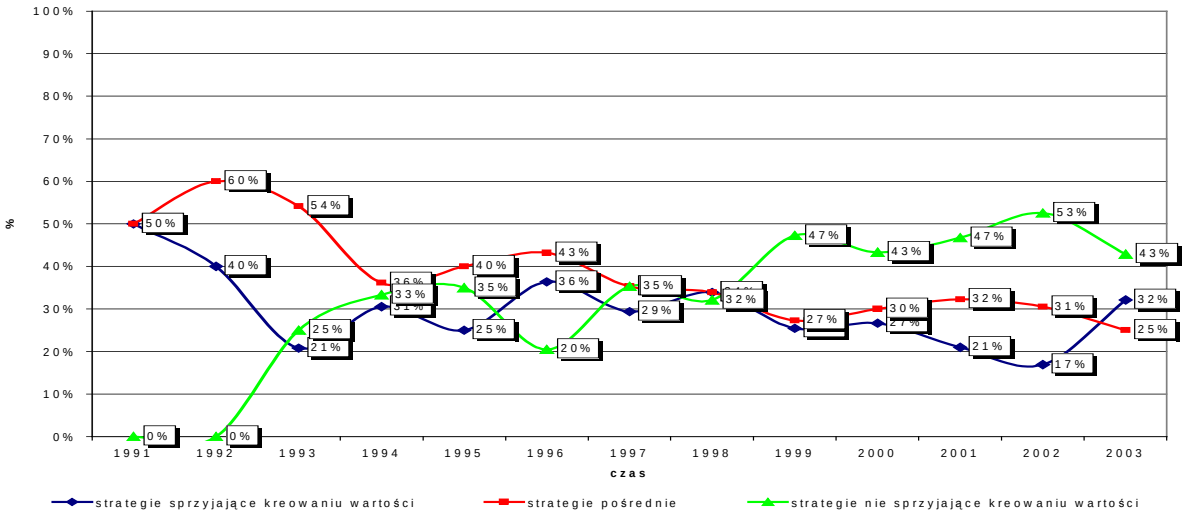
Wykres 3.84. Zmiany w kombinacjach strategii zarządzania majątkiem obrotowym i źródłami jego finansowania w przedsiębiorstwach nie generujących wartości. *Źródło: opracowanie własne*



Wykres 3.85. Zmiany w kombinacjach strategii zarządzania majątkiem obrotowym i źródłami jego finansowania w przedsiębiorstwach generujących wartość. *Źródło: opracowanie własne*



Wykres 3.86. Zmiany w trzech głównych grupach kombinacji strategii zarządzania majątkiem obrotowym i źródłami jego finansowania w przedsiębiorstwach nie generujących wartości. *Źródło: opracowanie własne*



Wykres 3.87. Zmiany w trzech głównych grupach kombinacji strategii zarządzania majątkiem obrotowym i źródłami jego finansowania w przedsiębiorstwach generujących wartość. *Źródło: opracowanie własne*

Z porównania przedsiębiorstw, które nie zwiększają swojej wartości, i tych, które tą wartość powiększają, wynika, że pierwsza grupa przedsiębiorstw ma znacznie gorsze efekty w zakresie zarządzania majątkiem obrotowym i źródłami jego finansowania niż druga grupa (tabela 3.11).

Tabela 3.11. Efekty zarządzania majątkiem obrotowym i źródłami jego finansowania w dwóch grupach przedsiębiorstw

	Przedsiębiorstwa nie powiększające swojej wartości	**Przedsiębiorstwa powiększające swoją wartość**
Zarządzanie zapasami	gorsze	lepsze
Zarządzanie należnościami	gorsze	lepsze
Zarządzanie zobowiązaniami z tytułu dostaw i usług	gorsze	lepsze
Zarządzanie płynnością	dobra	dobra
Cykl operacyjny	dłuższy	krótszy
Upłynnienie	dłuższe	krótsze
Cykl środków pieniężnych	dłuższy	krótszy
Finansowanie cyklu środków pieniężnych	gorsze (gorsze)	lepsze (tańsze)
Produktywność majątku obrotowego brutto	niska	wysoka
Strategie zarządzania majątkiem obrotowym	gorsze	lepsze
Strategie zarządzania źródłami finansowania majątku obrotowego	gorsze	lepsze
Kombinacje strategii zarządzania majątkiem obrotowym o źródłami jego finansowania	gorsze	lepsze

Źródło: opracowanie własne

3.3. Wnioski końcowe

Jednym z mankamentów praktyki współczesnego zarządzania przedsiębiorstwem jest podejmowanie decyzji, również z obszaru zarządzania majątkiem obrotowym, na podstawie informacji księgowych. Potwierdzają to wywiady i analiza sprawozdań finansowych badanych przedsiębiorstw. Z punktu widzenia zarządzania wartością przedsiębiorstwa jest to istotny błąd, gdyż informacje księgowe nie uwzględniają zmian wartości pieniądza w czasie, a dyskontowanie związane z różnym postrzeganiem wartości pieniądza (kapitału)[267] w zależności od tego, kto jest jego dostarczycielem, jest stałym elementem każdej z metod pomiaru efektu kreacji wartości przedsiębiorstwa używanych w tej koncepcji.

Na podstawie przeprowadzonych badań ankietowych oraz badań sprawozdań finansowych przedsiębiorstw obejmujące lata 1991-2003 dokonano weryfikacji postawionych hipotez.

Hipotezę (III): **„Potencjał tkwiący w zarządzaniu majątkiem obrotowym w zakresie kreacji wartości nie jest w wystarczającym stopniu wykorzystywany przez polskie przedsiębiorstwa,"** można uznać za uprawdopodobnioną, gdyż większość hipotez pomocniczych została udowodniona:

1. Większość (84%) przedsiębiorstw nie stawia sobie za główny cel zwiększania swojej wartości (jedynie 16% deklaruje wzrost wartości przedsiębiorstwa lub zwiększanie wartości dla właścicieli).
2. Kapitał obrotowy netto jest istotnym źródłem finansowania majątku obrotowego. W badanych przedsiębiorstwach kapitał obrotowy netto (część kapitału stałego, która finansuje majątek obrotowy) wynosi średnio 31% (mediana 25%). Częstość występowania udziału kapitału obrotowego netto większego niż 10% w strukturze źródeł finansowania majątku obrotowego wynosi 67%.
3. Większość (60%) przedsiębiorstw nie szacuje kosztu kapitału własnego, dalsze 33% deklaruje, że szacuje koszt kapitału własnego, ale odpowiedzi na inne pytania podważają prawdziwość tych deklaracji.
4. Większość (93%) przedsiębiorstw nie wykorzystuje kosztu kapitału własnego w zarządzaniu majątkiem obrotowym.
5. Większość (80%) przedsiębiorstw wyraża przekonanie, że kapitał własny jest najtańszym źródłem finansowania działalności.

[267] Może tu pojawić się kontrargument, że w ostatnich latach inflacja jest niska, ale w zarządzaniu wartością nie inflacja jest ważna, a koszt poszczególnych źródeł finansowania (koszt kapitału własnego i długu), który jest znacząco wyższy od inflacji.

6. Większość przedsiębiorstw deklaruje stosowanie określonych metod zarządzania majątkiem obrotowym.
7. Dominuje strategia defensywna zarządzania majątkiem obrotowym, która jest realizowana przez połowę przedsiębiorstw, sprzyjająca powstawaniu luki wartości.
8. Większość przedsiębiorstw realizuje strategię ofensywną (49%) w obszarze zarządzania źródłami finansowania majątku obrotowego, która sprzyja kreowaniu wartości przedsiębiorstwa, ale spory udział mają też przedsiębiorstwa stosujące strategię defensywną (46%).
9. Wśród kombinacji strategii zarządzania majątkiem obrotowym i źródłami ich finansowania przeważają te, które nie sprzyjają kreowaniu wartości przedsiębiorstwa (41%).

Przedsiębiorstwa źle zarządzają majątkiem obrotowym z następujących powodów:

1) Większość (67%) przedsiębiorstw nie oferuje upustów za wcześniejszą płatność.
2) Większość (88%) przedsiębiorstw, które oferują upusty odbiorcom za wcześniejszą płatność, nie oblicza kosztu kapitału własnego, mimo iż należności są finansowane także kapitałami stałymi (jedynie 4% ankietowanych przedsiębiorstw deklaruje, że oferuje odbiorcom upusty za wcześniejszą płatność i oblicza koszt kapitału własnego).
3) Przedsiębiorstwa nie są w stanie optymalizować majątku obrotowego, gdyż nie szacują kosztu kapitału własnego, a jest on istotnym źródłem jego finansowania.
4) Dość duża (14%) przedsiębiorstw kieruje się intuicją w zarządzaniu majątkiem obrotowym, a 18% nie stosuje żadnych metod zarządzania majątkiem obrotowym.
5) 34% przedsiębiorstw nie zastanawia się, jaka struktura finansowania majątku obrotowego jest dla nich odpowiednia.
6) Z tych przedsiębiorstw, które mają docelową strukturę finansowania majątku obrotowego, 28% jest przekonanych, że maksymalizacja udziału kapitału stałego w tej strukturze jest najkorzystniejsza, wychodząc z założenia, że jest najtańsza (bo kapitał własny nic nie kosztuje).
7) 17% przedsiębiorstw nie posiada systemu komputerowego do zarządzania zapasami i uważa, że jest to ważna bariera w poprawie efektywności zarządzania zapasami, a dalsze 37% jest niezadowolonych z wykorzystywanego systemu i widzą w nim barierę poprawy efektywności.

8) 10% przedsiębiorstw nie posiada systemu komputerowego do zarządzania należnościami i uważa, że jest to ważna bariera w poprawie efektywności zarządzania należnościami, a dalsze 27% jest niezadowolonych z wykorzystywanego systemu i widzą w nim barierę poprawy efektywności.
9) 10% przedsiębiorstw nie posiada systemu komputerowego do zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami oraz uważa, że jest to ważna bariera w poprawie efektywności zarządzania nimi, a dalsze 23% jest niezadowolonych z wykorzystywanego systemu i widzą w nim barierę poprawy efektywności.
10) Jak pokazują wyniki przeprowadzonych badań ankietowych wiele przedsiębiorstw nie stosuje żadnych metod zarządzania majątkiem obrotowym (dotyczy zapasów - 7% oraz środków pieniężnych i ich ekwiwalentów – 16%) lub kieruje się intuicją (zapasy 13%, należności 13%, środki pieniężne i ich ekwiwalenty 18%).
11) Wiele przedsiębiorstw nie wykorzystuje możliwości, jakie daje współczesna technika (np. bankowość internetowa – 21%, brak 11% lub słabe systemy informatyczne wspomagające zarządzanie – 47%).
12) 20% przedsiębiorstw nie stosuje żadnych, a 24% stosuje tylko jedną formę upustu wobec odbiorców. Najczęściej stosowane formy upustu to upusty za lojalność - 55% oraz za ilość 51%. Do rzadziej stosowanych należą natomiast upusty za płatność przed terminem – 33% i płatność gotówkową – 31%. Większość, bo aż 93% badanych przedsiębiorstw, twierdzi, że jedną z podstawowych barier w usprawnianiu zarządzania należnościami są nierzetelni klienci. Jednocześnie większość przedsiębiorstw niewiele robi, aby udowodnić klientom, że płacenie w umówionych terminach się opłaca, gdyż blisko 70% nie proponuje odbiorcom upustów za płatność przed terminem.

Błędy te sprawiają, że w większości przedsiębiorstw decyzje podejmowane w ramach majątku obrotowego sprzyjają powstawaniu „luki wartości".

W efekcie wymienione dowody wskazują, że decyzje podejmowane w zakresie majątku obrotowego sprzyjają powstawaniu „luki wartości". Decyzje podejmowane w obszarze majątku obrotowego w znacznym stopniu są oparte na fałszywych przesłankach, co sprawia, że mogą być nieefektywne z punktu widzenia zarządzania wartością przedsiębiorstwa. Błędy popełniane przez przedsiębiorstwa w obszarze majątku obrotowego zarówno w sferze organizacyjnej, jak i wykonawczej wskazują, że istnieją istotne rezerwy, które można wykorzystać do zwiększenia wartości przedsiębiorstw. Przedsiębiorstwa jeżeli mierzą efektywność zarządzania majątku obrotowego, to przez pryzmat księgowy, co nie

musi prowadzić do tych samych wniosków z punktu widzenia ekonomicznego. Powyższa analiza uprawdopodabnia hipotezę (III), że **potencjał tkwiący w zarządzaniu majątkiem obrotowym w zakresie kreacji wartości nie jest wykorzystywany przez polskie przedsiębiorstwa.**

Wyniki badań pokazują, że 1 i 2 hipoteza pomocnicza do hipotezy IV została potwierdzona.

1. Częstość występowania ujemnych i równych zero wartości trzech z czterech parametrów (*EVA, CVA, SVA i CFROI*), liczonych dla poszczególnych przedsiębiorstw, jest większa niż 50% (wynosi średnio 51%) w badanym okresie.
2. Częstość występowania ujemnych skumulowanych, realnych wartości dwóch z trzech parametrów (*EVA, CVA i SVA*), liczonych dla poszczególnych przedsiębiorstw, jest mniejsza niż 50% (wynosi 45 %) w 2003 roku.

W związku z powyższym hipoteza (IV): **„Duża część polskich przedsiębiorstw nie zwiększa swojej wartości”** została uprawdopodobniona.

3. Praktyka polskich przedsiębiorstw w zakresie zarządzania majątkiem obrotowym i jego wpływu na proces kreowania wartości przedsiębiorstwa

Informacje zebrane w trakcie badań posłużyły do analizy efektywności zarządzania majątkiem obrotowym i jego wpływu na proces kreowania wartości przedsiębiorstwa. Umożliwiły również zdiagnozowanie, jakie cele chce osiągnąć kadra zarządzająca w procesie zarządzania majątkiem obrotowym oraz czy w swych decyzjach kieruje się motywem powiększania wartości przedsiębiorstwa. Wnioski płynące z dociekań posłużyły do określenia niezbędnych korekt, wytycznych, które tak usprawnią zarządzanie majątkiem obrotowym, aby służyły procesowi kreowania wartości przedsiębiorstwa.

3.1. Charakterystyka próby oraz metodyka badań

3.1.1. Przedmiot badań

Celem tego rozdziału jest empiryczna weryfikacja wpływu zarządzania majątkiem obrotowym na „lukę wartości" oraz identyfikacja błędów popełnianych przez polskie przedsiębiorstwa w tym obszarze. W rozdziale będzie poszukiwana odpowiedź na następujące pytania:

1. Jak przedsiębiorstwa zarządzają majątkiem obrotowym?
2. Jak działania w obszarze majątku obrotowego wpływają na kreowaną przez przedsiębiorstwo wartość?
3. Jakie błędy pojawiają się w tym obszarze?
4. Jakie rezerwy tkwią w zarządzaniu majątkiem obrotowym z punktu widzenia kreowania wartości przedsiębiorstwa?
5. Czy przedsiębiorstwa zwiększają swoją wartość?

Odpowiedzi na powyższe pytania pozwolą zweryfikować dwie z czterech hipotez pracy:

III. Potencjał tkwiący w zarządzaniu majątkiem obrotowym w zakresie kreacji wartości nie jest w wystarczającym stopniu wykorzystywany przez polskie przedsiębiorstwa.

IV. Duża część polskich przedsiębiorstw nie zwiększa swojej wartości.

Pierwsza z dwóch hipotez, która została poddana weryfikacji za pomocą badań empirycznych, dotyczy niewykorzystywania potencjału majątku obrotowego (do kreowania większej wartości przedsiębiorstwa). Zdaniem autora, w związku z tym, że przedsiębiorstwa realizują określone strategie zarządzania majątkiem obrotowym w sposób mniej lub bardziej świadomy (często mają charakter chaotyczny), to podejmowane w ramach tych strategii decyzje sprzyjają powstawaniu „luki wartości", czyli różnicy między kreowaną wartością przedsiębiorstwa a wartością wyższą, którą mogłyby uzyskać. W celu weryfikacji głównych hipotez dowodzone będą następujące hipotezy pomocnicze:

1. Zwiększanie swojej wartości nie jest głównym celem większości przedsiębiorstw.
2. Kapitał obrotowy netto jest istotnym źródłem finansowania majątku obrotowego.
3. Większość przedsiębiorstw nie szacuje kosztu kapitału własnego.
4. Większość przedsiębiorstw nie wykorzystuje kosztu kapitału własnego w zarządzaniu majątkiem obrotowym.
5. Większość przedsiębiorstw żywi przekonanie, że kapitał własny jest jednym z najtańszych źródeł finansowania działalności.
6. Większość przedsiębiorstw nie stosuje żadnych metod zarządzania majątkiem obrotowym.
7. Dominujące strategie zarządzania majątkiem obrotowym, realizowane przez przedsiębiorstwa, sprzyjają powstawaniu luki wartości.
8. Dominujące strategie zarządzania źródłami finansowania majątku obrotowego, realizowane przez przedsiębiorstwa, sprzyjają powstawaniu luki wartości.

Hipotezy pomocnicze zostaną pozytywnie zweryfikowane, jeżeli potwierdzi je więcej niż 50% obserwacji lub odpowiedzi z przeprowadzonych badań ankietowych.

Druga hipoteza główna zostanie uznana za pozytywnie zweryfikowaną, jeżeli zostaną spełnione jednocześnie dwa warunki:

1. Częstość występowania ujemnych i równych zero wartości trzech z czterech parametrów (*EVA, CVA, SVA i CFROI*)[232], liczonych dla poszczególnych przedsiębiorstw, będzie większa niż 40% w badanym okresie.
2. Częstość występowania ujemnych skumulowanych, realnych wartości dwóch z trzech parametrów (*EVA, CVA i SVA*), liczonych dla poszczególnych przedsiębiorstw, będzie większa niż 40% w badanym okresie.

Hipotezy te zostaną zweryfikowane drogą badań ankietowych oraz analizy sprawozdań finansowych przedsiębiorstw.

3.1.2. Charakterystyka próby badawczej

Po to, aby osiągnąć założone cele pracy, przebadano 191 przedsiębiorstw prywatnych istniejących w latach 1991-2003. Przy doborze przedsiębiorstw wykorzystano internetowe bazy danych: „Teleadreson" (www.teleadrson.com.pl) oraz Polskie Książki Telefoniczne (www.pkt.com.pl). Zastosowano przy tym następujące kryteria:

- siedziba firmy (województwa: dolnośląskie, opolskie, lubuskie, wielkopolskie),
- forma prawno-organizacyjna (spółka z o.o. lub spółka akcyjna),
- branża (tak, aby próba była zróżnicowana),
- własności (prywatne).

W trakcie kolejnych etapów badania pojawiło się jeszcze jedno kryterium: dostępność sprawozdań finansowych w Krajowym Rejestrze Sądowym (KRS).

Zastosowane zostały następujące metody badawcze:

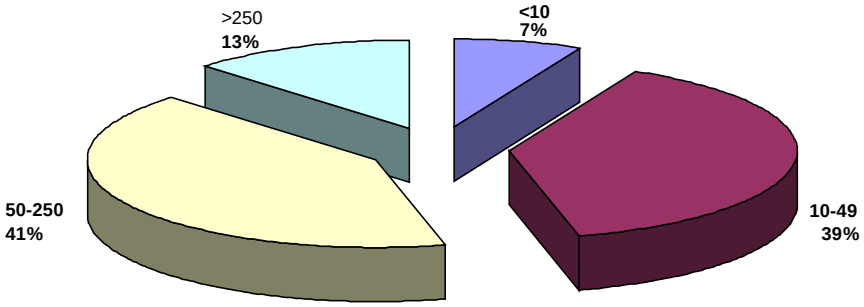
1. Ankiety kierowane do przedsiębiorstw.
2. Wywiady z przedstawicielami przedsiębiorstw.
3. Zbieranie sprawozdań finansowych przedsiębiorstw z KRS.
4. Zbieranie danych porównawczych z GUS.

Główny trzon badań został oparty na danych zawartych w sprawozdaniach finansowych i odpowiedziach na ankiety. Subiektywnie określono minimalną wielkość próby: 180 przedsiębiorstw, od których zostały zebrane sprawozdania finansowe. Nieokreślona została natomiast wielkość próby w obszarze badań ankietowych. Oczywiście idealna byłaby sytuacja, gdyby liczba zebranych ankiet odpowiadała wielkości próby w obszarze badań sprawozdań finansowych, lecz zdawano sobie sprawę, że będzie to niezwykle trudne

[232] W przypadku *CFROI* brana będzie pod uwagę różnica między wartością *CFROI* i *WACC.*

z powodu niskiej zwrotności ankiet. W związku z tym, o wzięcie udziału w badaniu za pośrednictwem ankiety zwrócono się do 700 przedsiębiorstw. Ankiety wysyłano w dwóch turach po około 350 sztuk. Początkowo zwrotność oscylowała na poziomie około 5-6%, po monitach wielkość ta podwoiła się, osiągając blisko 12%. W efekcie zebrano 82 ankiet i 1734 sprawozdania finansowe od 191 przedsiębiorstw. Starano się, aby liczba przedsiębiorstw w poszczególnych województwach była porównywalna oraz aby przedsiębiorstwa były zróżnicowane branżowo. W sytuacjach wątpliwych informacje zebrane z ankiety uzupełniono, przeprowadzając wywiady z przedstawicielami badanych przedsiębiorstw. W analizie danych skorzystano także z informacji Głównego Urzędu Statystycznego.

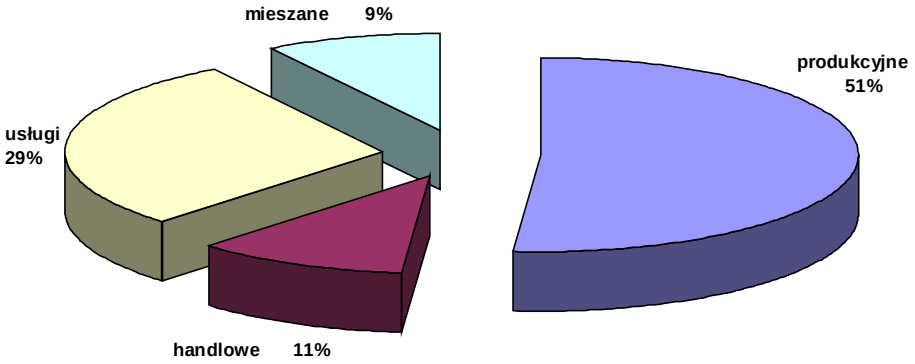
Badaniem objęto 191 przedsiębiorstw prywatnych, w których przeważały spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, niewielką zaś część stanowiły spółki akcyjne. Ze względu na liczbę zatrudnionych badane przedsiębiorstwa podzielono na następujące kategorie używane w statystyce publicznej (GUS): do 9 zatrudnionych, 10-49 zatrudnionych i powyżej 50 zatrudnionych. Podział ten uzupełniono o dodatkową kategorie przedsiębiorstw, zatrudniających powyżej 250 osób. Udział procentowy przedsiębiorstw w poszczególnych kategoriach ilustruje wykres 3.1.



Wykres 3.1. Klasyfikacja badanych przedsiębiorstw ze względu na liczbę zatrudnionych. *Źródło: opracowanie własne*

Z wykresu tego wynika, że w badanej populacji najwięcej było przedsiębiorstw zatrudniających od 50 do 250 pracowników (41%), niewiele mniej było zatrudniających od 10 do 49 osób (39%), następne w kolejności były przedsiębiorstwa zatrudniające powyżej 250 pracowników (13%) i zatrudniające poniżej 10 pracowników (7%). Przedsiębiorstwa te ogółem zatrudniają około 27000 osób. Są to więc przedsiębiorstwa, które wyszły z fazy inkubacji i są obecnie w fazie rozwoju, dojrzałości lub schyłku. Badane przedsiębiorstwa reprezentują następujące rodzaje działalności: produkcja, usługi, handel i mieszane. Udział badanych przedsiębiorstw w poszczególnych rodzajach działalności przedstawiono na

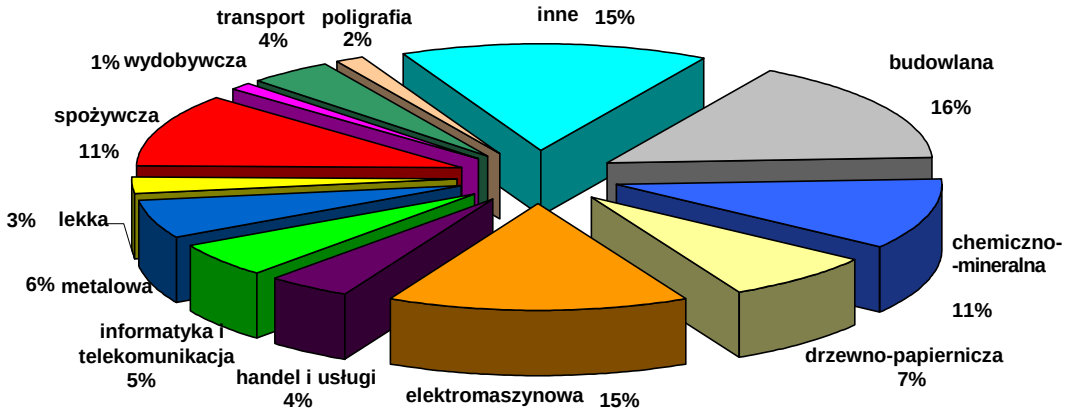
wykresie 3.2. Wykres ten pokazuje, że w badanej próbie najwięcej jest przedsiębiorstw produkcyjnych 51%, w dalszej kolejności są przedsiębiorstwa usługowe 29%, handlowe 11% i mieszane 9%.



Wykres 3.2. Klasyfikacja badanych przedsiębiorstw ze względu na rodzaj działalności. *Źródło: opracowanie własne*

Kolejną kategorią, według której zostały poklasyfikowane badane przedsiębiorstwa, jest branża (wykres 3.3). Z wykresu widać, że najwięcej przedsiębiorstw objętych badaniem prowadzi działalność w ramach branży budowlanej (16%), następne w kolejności są przedsiębiorstwa z branż: elektromaszynowej (15%), chemiczno-mineralnej i spożywczej (po 11%), drzewno-papierniczej (7%), metalowej (6%) i informatyczno-telekomunikacyjnej (5%).

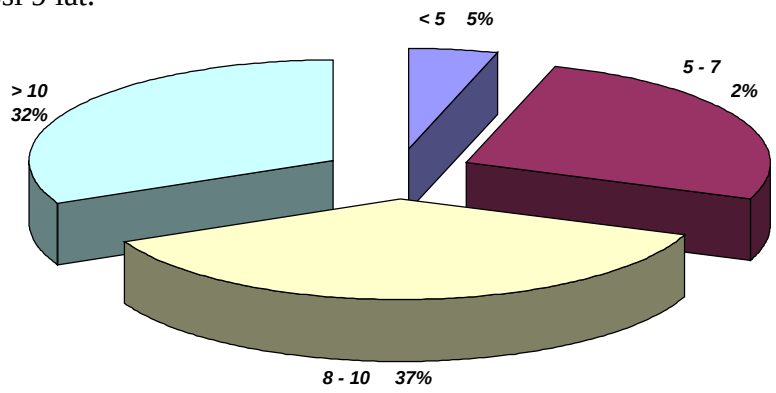
Próba ma charakter losowy, a jej struktura jest wypadkową następujących czynników: struktury baz danych, z których pobierane były dane adresowe o przedsiębiorstwach, dostępności akt przedsiębiorstw w Krajowym Rejestrze Sądowym oraz zawartości akt (wypełnianie obowiązków informacyjnych przez przedsiębiorstwa).



Wykres 3.3. Klasyfikacja badanych przedsiębiorstw ze względu na branżę. *Źródło: opracowanie własne*

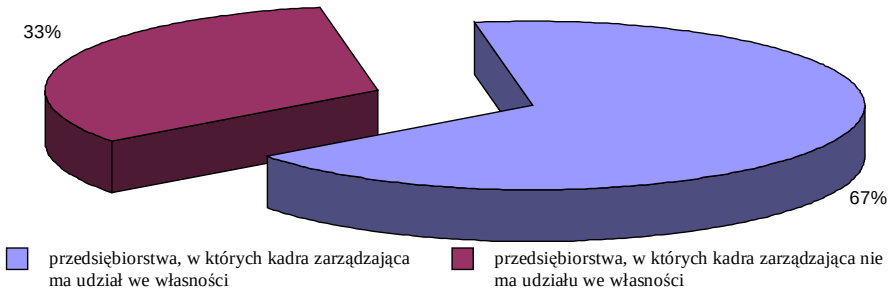
Ze względu na fakt, iż badania były przeprowadzone na terenie województw: dolnośląskiego, lubuskiego, opolskiego i wielkopolskiego, wszystkie przedsiębiorstwa mają siedziby na terenie tychże województw (po 22-26% przedsiębiorstw w każdym województwie).

Badaną populację przedsiębiorstw można uszeregować według czasu istnienia. Z wykresu 3.4 wynika, że najwięcej było przedsiębiorstw funkcjonujących 8-10 lat (37%), następnie działających ponad 10 lat (32%), dalej w kolejności 5-7 lat (27%) i najmniej działających krócej niż 5 lat (5%). Średni okres funkcjonowania przedsiębiorstw w badanej populacji wyniósł 9 lat.[233]



Wykres 3.4. Klasyfikacja badanych przedsiębiorstw wg czasu funkcjonowania. *Źródło: opracowanie własne*

Badane przedsiębiorstwa można również podzielić na te, których kadra zarządzająca ma udziały we własności, i te gdzie te, dwie role są rozdzielone (wykres 3.5). Dominują przedsiębiorstwa z grupy pierwszej.[234]



Wykres 3.5. Klasyfikacja badanych przedsiębiorstw ze względu na udział kadry zarządzającej we własności. *Źródło: opracowanie własne*

[233] Pod uwagę brano funkcjonowanie przedsiębiorstwa w formie spółki z o. o. lub akcyjnej. Niewątpliwie część z tych przedsiębiorstw funkcjonowała wcześniej w innych formach prawno-organizacyjnych.
[234] Klasyfikacja oparta na badaniach ankietowych, którymi objęto 82 przedsiębiorstwa.

3.1.3. Metodyka badań

Informacje były zbierane w czterech etapach. W pierwszym etapie rozesłano ankiety do 700 przedsiębiorstw z: Dolnośląskiego, Lubuskiego, Opolskiego i Wielkopolskiego. Ankieta była skierowana w miarę możliwości imiennie do prezesów zarządu, jednak z rozmów telefonicznych wynikało, że wypełniali je również główni księgowi lub dyrektorzy finansowi. Ankieta składała się z 25 pytań, z których 23 ma charakter zamknięty, a 2 – otwarty (tabela 3.2). Wśród pytań zamkniętych w 12 przypadkach respondenci mieli za zadanie wybór jednej z wielu odpowiedzi. W 5 pytaniach zamkniętych można było zaznaczyć kilka odpowiedzi, a także dopisać brakującą inną. W pozostałych 6 pytaniach należało uszeregować wybrane odpowiedzi według podanego w pytaniu kryterium. Celem tej części badań było zdobycie wiedzy o przesłankach, jakimi kierują się przedsiębiorstwa, zarządzając zapasami, należnościami oraz środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami. Dzięki tej ankiecie można było także identyfikować bieżące, deklarowane strategie zarządzania składnikami majątku obrotowego. Badania ankietowe miały umożliwić uzyskanie odpowiedzi na pytanie: Jaki jest stan wiedzy na temat badanej koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa oraz czy jest ona realizowana, a jeśli tak, to w jakim stopniu?

Kolejnym krokiem było przeprowadzenie wywiadów z tymi przedsiębiorstwami, które udzieliły odpowiedzi na ankietę. Tą drogą zebrane zostały informacje uzupełniające na temat bieżących celów w obszarze zarządzania majątkiem obrotowym przedsiębiorstwa oraz zarządzania wartością przedsiębiorstwa. Wywiady miały charakter pomocniczy, umożliwiły również rozstrzygnięcie wątpliwości przy wypełnianiu ankiet. Przeprowadzone wywiady wykazały, że ankiety wypełniane były najczęściej przez:

- prezesów w przypadku przedsiębiorstw (zatrudniających do 10 osób),
- główne księgowe w przypadku małych przedsiębiorstw (zatrudniających 10-49 osób),
- główne księgowe lub dyrektorów finansowych (średnie i duże przedsiębiorstwa).

Wyniki badań ankietowych i wywiadów umożliwiły porównanie deklarowanych bieżących oraz realizowanych w przeszłości metod zarządzania składnikami majątku obrotowego, jak również zakładanych efektów z dotychczasowymi wynikami w tych obszarach, które wynikają ze sprawozdań finansowych.

W związku z podejrzeniami autora, że odpowiadają na ankietę te przedsiębiorstwa, które dobrze oceniające swoją sytuację rynkową i finansową, do kolejnego etapu badań, polegającego na zbieraniu z KRS dostępnych sprawozdań finansowych, włączono również część tych przedsiębiorstw, które nie chciały lub nie mogły wypełnić ankiety. Ta część badań

polegała na gromadzeniu danych ze sprawozdań finansowych, przedsiębiorstw umieszczonych w KRS w czterech województwach: dolnośląskim, lubuskim, opolskim i wielkopolskim. Uzyskane dane miały na celu określić, jak przedsiębiorstwa w poszczególnych latach zarządzały majątkiem obrotowym, jakie strategie były realizowane w tym obszarze oraz czy w badanych okresach zwiększały swoją wartość.

Procedura pozyskiwania sprawozdań finansowych z KRS była następująca:

1. Złożenie zamówienia na dokumenty przedsiębiorstwa z listy przedsiębiorstw wstępnie zakwalifikowanych do badania.
2. Sprawdzenie, czy przedsiębiorstwo spełnia kryteria doboru.
3. Wprowadzenie danych do szablonu badawczego.

W tym etapie badań pozyskano **1734** sprawozdania finansowe z 191 przedsiębiorstw. Zebrane dane liczbowe posłużyły do obliczeń szeregu wskaźników, które umożliwiły identyfikację realizowanych strategii zarządzania majątkiem obrotowym. Informacje ze sprawozdań umożliwiły również obliczenie za lata 1991-2003 czterech parametrów *EVA, CVA, SVA* i *CFROI* stosowanych w koncepcji *VBM*. Szczegółowy opis zastosowanej metodyki obliczania tych wskaźników ujęto w tabeli 3.1.

Czwartym, niezależnym czasowo od pozostałych, etapem badań było pozyskanie syntetycznych danych statystycznych z wojewódzkich urzędów statystycznych o strukturze oraz zmianach aktywów i pasywów przedsiębiorstw w układzie branżowym, które w toku dalszej analizy zostały zestawione z informacjami zdobytymi w trzeciej części badań. W ten sposób zebrane informacje pozwoliły wychwycić część zjawisk niezależnych od badanych przedsiębiorstw oraz uchwycić specyfikę w obszarze majątku obrotowego wynikającą z przynależności do określonej branży.

W efekcie na podstawie zebranych sprawozdań finansowych od 191 przedsiębiorstw dokonano 1734 pomiarów w obszarze majątku obrotowego oraz tyle samo w obszarze wartości przedsiębiorstwa w latach 1991-2003.

Do obliczeń i analiz danych zgromadzonych w bazie został wykorzystany arkusz kalkulacyjny Excel. Zebrane dane i otrzymane wyniki zostały przeanalizowane w następujących przekrojach:

- cała populacja badanych przedsiębiorstw,
- przedsiębiorstwa, które zwiększają i zmniejszają swoją wartość,

Metodyka obliczania parametrów wykorzystywanych do mierzenia efektu kreacji wartości przedsiębiorstwa oraz metodyka identyfikacji realizowanej strategii zarządzania majątkiem obrotowym

Tabela 3.1. Metodyka obliczania parametrów wykorzystywanych do mierzenia efektu kreacji wartości przedsiębiorstwa oraz metodyka identyfikacji realizowanej strategii zarządzania majątkiem obrotowym

<table>
<tr><td colspan="6">Metodyka obliczania parametrów wykorzystywanych do mierzenia efektu kreacji wartości przedsiębiorstwa</td></tr>
<tr><td></td><td>EVA</td><td>CVA</td><td>SVA</td><td colspan="2">CFROI</td></tr>
<tr><td>Wzór</td><td>$EVA_t = NOPAT^C{}_t - WACC_t \times C^C{}_{t-0,5}$</td><td>$CVA_t = GOPAT_t - (WACC \times BA_{t-0,5})$
$GOPAT_t = NOPAT_t + d_t$</td><td>$PVSVA = \frac{\Delta NOPAT}{WACC \times (1+WACC)^n} - \left(\frac{\Delta I_{FA}}{(1+WACC)^n} + \frac{\Delta I_{WC}}{(1+WACC)^{n+1}} \right)$</td><td colspan="2">$CFROI = k = \sum_{t=1}^{n} \frac{BCF_t}{(1+k)^n} + \frac{ANA_n}{(1+k)^n} = IB$</td></tr>
<tr><td>Opis symboli</td><td>NOPAT $^C{}_t$ – skorygowany zysk operacyjny netto po opodatkowaniu
C^C – skorygowany kapitał zainwestowany
$WACC_t$ – średni ważony koszt kapitału w okresie t</td><td>CVA_t – gotówkowa wartość dodana
GOPAT $_t$– zysk operacyjny brutto po opodatkowaniu uzyskany za okres od t-1 do t
$BA_{t-0,5}$ – aktywa brutto przeciętne
d_t – amortyzacja</td><td>I_{FA} – inwestycje w majątek trwały
I_{WC} – inwestycje w majątek obrotowy</td><td colspan="2">BCF_t – brutto cash flow
ANA_n – aktywa nieamortyzowane
IB – inwestycje brutto
k – stopa dyskontowa</td></tr>
<tr><td>NOPAT</td><td colspan="3">Na potrzeby pracy NOPAT wykorzystywany w miernikach koncepcji VBM obliczany został jako:
Zysk/stratę na działalności operacyjnej z rachunku zysków i strat
powiększony o:
o utworzone w danym roku rezerwy na należności,
o wartość sprzedanych składników majątku trwałego,
o odsetki z działalności finansowej,
o inne przychody finansowe,
i pomniejszony o:
o rozwiązane w danym roku rezerwy na należności,
o wykorzystane rezerwy na należności,
o przychody ze sprzedaży składników majątku trwałego
o podatek obliczony na podstawie rzeczywistej stopy podatkowej (obliczonej jako relacja podatku dochodowego od osób prawnych i zysku brutto skorygowanego o zmianę poziomu rezerw)</td><td colspan="2"></td></tr>
<tr><td>WACC</td><td colspan="5">Zastosowanym sposobem obliczenia kosztu kapitału własnego jest oparcie go na stopie dochodu z 52-tygodniowych bonów skarbowych powiększonej o premię za ryzyko.[a] W efekcie średni ważony koszt kapitału – WACC obliczono jako sumę procentowego kosztu kapitału własnego i procentowego kosztu kapitału obcego, ważonych udziałem w kapitale zainwestowanym. Koszt kapitału własnego w ujęciu procentowym obliczono na podstawie średniej rentowności w danym roku 52-tygodniowych bonów skarbowych powiększoną o premię za ryzyko, która została określona na poziomie 8% (podstawą była dyskusja prowadzona na ten temat w literaturze przedmiotu), podobny poziom uzyskano w ankietach zebranych od przedsiębiorstw. W związku, z tym, że respondenci wskazywali premie za ryzyko w przedziale od 2 do 20% przeprowadzono analizę wrażliwości obliczanych parametrów (EVA, CVA, SVA i CFROI) przy premii wynoszącej 6 i 10% (najwięcej wskazań w tym zakresie). Wyjaśnienie: Na podstawie analiz statystycznych prowadzonych w Stanach Zjednoczonych obejmujących okres 1926 –1992 stwierdzono, że premia za ryzyko kształtuje się w zależności od przyjętych przez poszczególnych autorów badań założeń na poziomie 6% [b] lub 8,2% [c]. Wyniki badań uzyskane w Wielkiej Brytanii obejmujące lata 1919 – 1980 pokazały, że premia za ryzyko oscylowała wokół wartości 8%. Wg A. Damodarana dla rynku amerykańskiego przyszła premia za ryzyko oscyluje w granicach 3%. Jednakże wysokość tej premii dla krajów rozwijających się, do których zalicza się Polska powinna wynosić około 8,5% [d]. W praktyce większość biur maklerskich (np.: AmerBrokers, BDM, CDM, BRE) w Polsce przyjmuje w założeniach do publikowanych rekomendacji dla spółek GPW w Warszawie premie za ryzyko na poziomie około 5% [e]. Premię tą jednak należałoby zwiększyć w przypadku spółek niepublicznych.)
Koszt długu obliczono jako iloczyn relacji odsetek wynikających z rachunku zysków i strat (ewentualnie z informacji dodatkowej) do średniego kapitału obcego odsetkowego oraz tarczy podatkowej [f].</td></tr>
<tr><td>Pozostałe parametry</td><td>Skorygowany kapitał zainwestowany (C^C) obliczono jako sumę średniego kapitału własnego z początku i z końca roku oraz średniego kapitału obcego odsetkowego z początku i z końca roku.

Za średni kapitał własny przyjęto średnią arytmetyczną wartości na początku i na końcu obliczanego okresu</td><td>Aktywa brutto przeciętne (BA) zostały wyliczone jako suma:
+ aktywów całkowitych przeciętnych równych przeciętnym aktywom z bilansu wyliczonym jako średnia arytmetyczna wielkości na początku i na końcu roku
+ skumulowanej amortyzacji, przy czym</td><td>Inwestycje w majątek trwały (I_{FA}) powyżej amortyzacji zostały określone na podstawie zmiany stanu majątku trwałego brutto w kolejnych latach pomniejszonego o wielkość amortyzacji wynikającą z rachunku zysków i strat.</td><td colspan="2">Brutto cash flow (BCF) został obliczony jako suma:
+ zysku netto
+ strat nadzwyczajnych po opodatkowaniu
+ amortyzacja
+ wydatki odsetkowe po opodatkowaniu [g]

pomniejszony o:
- zyski nadzwyczajne po opodatkowaniu [h]</td></tr>
</table>

	kapitału własnego obejmującego wszystkie pozycje w bilansie w ramach tego pojęcia z wyłączeniem wypracowanego w tym okresie wyniku finansowego. Do obliczenia średnich kapitałów obcych odsetkowych przyjęto średnią arytmetyczną wartości na początku i na końcu obliczanego okresu kapitałów obcych odsetkowych, do których zaliczono: długoterminowe zobowiązania i krótkoterminowe: pożyczki, obligacje, papiery wartościowe, zobowiązania wekslowe.	amortyzacja jest kumulowana jedynie przez przeciętny czas użytkowania rzeczowego majątku trwałego (obliczony na podstawie amortyzacji i wartości brutto tych składników majątku trwałego, które podlegają amortyzacji) pomniejszona o wielkość przeciętną zobowiązań bezodsetkowych Na potrzeby obliczania gotówkowego zysku operacyjnego GOPAT zsumowano NOPAT oraz amortyzację wynikającą z rachunku zysków i strat.	Inwestycje w majątek obrotowy (I_{WC}) zostały określone jako różnica między majątkiem obrotowym skorygowanym o utworzone, wykorzystane i rozwiązane rezerwy na należności a zobowiązaniami krótkoterminowymi bezodsetkowymi.	i skorygowany (+/-) o zysk/stratę na aktywach monetarnych. Zysk/strata na aktywach monetarnych jest obliczana jako iloczyn inflacji w danym roku i różnicy między: średnim stanem krótkoterminowych pasywów monetarnych i średnim stanem krótkoterminowych aktywów monetarnych.
	ciąg dalszy dla CFROI: Średnie krótkoterminowe aktywa monetarne zostały obliczone jako suma: + średniego stanu należności i roszczeń brutto (skorygowanych o utworzone, rozwiązane i wykorzystane rezerwy), + średniego stanu papierów wartościowych przeznaczonych do obrotu i + średniego stanu środków pieniężnych. Średnie krótkoterminowe pasywa monetarne zostały obliczone jako suma: + średniego stanu zobowiązań handlowych (z początku i końca roku) i + średniego stanu innych zobowiązań krótkoterminowych bezodsetkowych. Aktywa monetarne netto zostały obliczone jako różnica między: + średnim stanem krótkoterminowych aktywów monetarnych i + średnim stanem krótkoterminowych pasywów monetarnych. Aktywa brutto obliczono jako sumę: + aktywów nieamortyzowanych i + aktywów amortyzowanych. Aktywa nieamortyzowane zostały obliczone jako suma: + aktywów monetarnych netto + średnich zapasów (bez korekty inflacyjnej LIFO zapasów, w myśl założenia, że większość polskich przedsiębiorstw liczy zapasy według cen przeciętnych) + grunty (ujętej w aktywach bilansu) + korekty inflacyjnej grunty + inwestycji (środki trwałe w budowie + zaliczki na środki trwałe w budowie - ujęte w aktywach bilansu)			
	Aktywa amortyzowane zostały obliczone jako suma: + średnich rzeczowych środków trwałych brutto + korekty inflacyjnej rzeczowych środków trwałych + średniej wartości dzierżawionego (leasingowanego) majątku + średniej wartości niematerialnych i prawnych. Korekta inflacyjna rzeczowych środków trwałych w danym roku przy założeniach: • czas korzystania z efektów każdej inwestycji realizowanej w przedsiębiorstwie równy jest średniemu w badanym okresie czasowi użytkowania rzeczowych środków trwałych (obliczonemu na podstawie amortyzacji i wartości brutto rzeczowego majątku trwałego), za stopę dyskonta przyjęto średnioroczną inflację, została obliczona jako: różnica między sumą bieżących wartości przyrostów rzeczowych środków trwałych brutto obliczanych na koniec każdego roku (w tym celu aby doprowadzić do porównywalności przyrosty z różnych okresów posłużono się formułą na obliczanie wartości przyszłej), a sumą nominalnych przyrostów rzeczowych środków trwałych brutto obliczanych na koniec każdego roku.			

Metodyka identyfikacji realizowanej strategii zarządzania majątkiem obrotowym				
		Strategie zarządzania strukturą finansowania majątku obrotowego		
		Defensywna	Umiarkowana	Ofensywna
Strategie zarządzania majątkiem obrotowym	Defensywna	**DD** >od mediany obrotu zapasów w dniach oraz >od mediany obrotu należności w dniach <średniej i mediany udziału zobowiązań krótkoterminowych w aktywach	**DU** >od mediany obrotu zapasów w dniach oraz >od mediany obrotu należności w dniach udziału zobowiązań krótkoterminowych w aktywach zawiera się między średnią i medianą lub między medianą i średnią	**DO** >od mediany obrotu zapasów w dniach oraz >od mediany obrotu należności w dniach > średniej i mediany udziału zobowiązań krótkoterminowych w aktywach
	Umiarkowana	**UD** <od mediany obrotu zapasów w dniach oraz >od mediany obrotu należności w dniach lub >od mediany obrotu zapasów w dniach oraz <od mediany obrotu należności w dniach <średniej i mediany udziału zobowiązań krótkoterminowych w aktywach	**UU** <od mediany obrotu zapasów w dniach oraz >od mediany obrotu należności w dniach lub >od mediany obrotu zapasów w dniach oraz <od mediany obrotu należności w dniach udziału zobowiązań krótkoterminowych w aktywach zawiera się między średnią i medianą lub między medianą i średnią	**UO** <od mediany obrotu zapasów w dniach oraz >od mediany obrotu należności w dniach lub >od mediany obrotu zapasów w dniach oraz <od mediany obrotu należności w dniach > średniej i mediany udziału zobowiązań krótkoterminowych w aktywach
	Ofensywna	**OD** <od mediany obrotu zapasów w dniach oraz <od mediany obrotu należności w dniach <średniej i mediany udziału zobowiązań krótkoterminowych w aktywach	**OU** <od mediany obrotu zapasów w dniach oraz <od mediany obrotu należności w dniach udziału zobowiązań krótkoterminowych w aktywach zawiera się między średnią i medianą lub między medianą i średnią	**OO** <od mediany obrotu zapasów w dniach oraz <od mediany obrotu należności w dniach > średniej i mediany udziału zobowiązań krótkoterminowych w aktywach

Legenda::

a. Jednym z alternatywnych sposobów może być przyjęcie rentowności obligacji państwowych.
b. A. Cwynar, W. Cwynar, *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej. Koncepcje Systemy Narzędzia*, Fundacja rozwoju rachunkowości w Polsce, Warszawa 2002, s. 416.
c. A. Bucley, *Inwestycje zagraniczne, Składniki wartości i ocena. Wykorzystanie teorii opcji rzeczywistych*. Wydawnictwo PWN, Warszawa 2002, s 73.
d. A. Damodaran, *Estimating Equity Risk Premiums*, www.stern.nyu.edu, za A. Cwynar, W. Cwynar, *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej. Koncepcje Systemy Narzędzia*, Fundacja rozwoju rachunkowości w Polsce, Warszawa 2002, s. 417- 420.
e. S. Napiórkowski, *Ocena parametrów wycen dokonanych metodą DCF na przykładzie polskiego rynku kapitałowego*, [w:] *Zarządzanie finansami, mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw*, praca zbiorowa pod redakcją: D. Zarzeckiego, Uniwersytet Szczeciński , Szczecin 2003, t. 1, s.337-348.
f. Jednym z alternatywnych sposobów może być przyjęcie średniego oprocentowania kredytów w kolejnych latach publikowane przez NBP.
g. Sumę tę można uzupełnić dodatkowo o: rezerwę na podatek dochodowy występujących w bilansie na koniec roku, pozostałe rezerwy występujące w bilansie na koniec roku, rozliczenia międzyokresowe kosztów czynne i inne występujące w bilansie na koniec roku, rozliczenia międzyokresowe kosztów biernych występujące w bilansie na koniec roku, przychodów przyszłych okresów występujących w bilansie na koniec roku.
h. Można uzupełnić dodatkowo, odejmując:
   - rezerwy na podatek dochodowy występujące w bilansie na początku roku,
   - pozostałe rezerw występujące w bilansie na początku roku,
   - rozliczenia międzyokresowe kosztów czynnych i inne występujące w bilansie na początku roku,
   - rozliczenia międzyokresowe kosztów biernych występujące w bilansie na początku roku,
   - przychody przyszłych okresów występujące w bilansie na początku roku.

Źródło: opracowanie własne

3.2. Wyniki badań empirycznych

3.2.1. Identyfikacja realizowanych strategii zarządzania majątkiem obrotowym

3.2.1.1. Wyniki uzyskane na podstawie badań ankietowych

W efekcie przeprowadzonych badań ankietowych uzyskano następujące wyniki (tabela 3.2).

Tabela 3.2. Wyniki ankiety

Pytania	Odpowiedzi
1. Jaki jest nadrzędny cel istnienia Państwa przedsiębiorstwa?	• *zysk* - 24,1% • *udział w rynku, wzrost sprzedaży* - 14,5% • *wzrost wartości przedsiębiorstwa* - 13,3% • brak odpowiedzi - 16,9% • *przetrwanie* - 4,8% • *klienci* - 4,8% • *rozwój* - 8,4% • *rentowność* - 4,8% • *miejsca pracy* - 2,4% • *inne* - 6,0%
2. Które cele są najważniejsze dla Państwa przedsiębiorstwa?	
❑ maksymalizowanie zysku (księgowego)	12,4%
❑ maksymalizowanie rentowności kapitału własnego	9,8%
❑ zwiększanie wartości przedsiębiorstwa	17,8%
❑ kreowanie wartości dla właścicieli przedsiębiorstwa (dywidendy)	11,3%
❑ zwiększanie sprzedaży	21,0%
❑ zwiększanie udziału w rynku	16,2%
❑ pokonanie konkurencji	6,5%
❑ inne:	5,0%
3. Czy w przedsiębiorstwie szacowany jest koszt kapitału własnego?	
❑ tak	42,2%
❑ nie	57,8%
4. Czy przedsiębiorstwo korzysta z internetu w zarządzaniu?	
❑ zapasami (wyszukiwanie i ogłaszanie ofert, przetargi)	53,0%
❑ należnościami (wyszukiwanie i sprawdzanie kontrahentów, listy niesolidnych dłużników)	39,8%
❑ środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami (bankowość internetowa, internetowe biura maklerskie)	63,9%
5. Jakie źródła finansowania działalności przedsiębiorstwa są dla państwa najdroższe?	
❑ zobowiązania wobec dostawców	26,6%
❑ kredyty krótkoterminowe	29,2%
❑ kredyty długoterminowe	24,0%
❑ kapitał udziałowy / akcyjny	13,9%
❑ obligacje	2,7%
❑ zobowiązania wobec US, ZUS	3,5%
6. Czy koszt kapitału własnego jest brany pod uwagę w zarządzaniu przedsiębiorstwem (Czy koszt kapitału własnego jest parametrem branym pod uwagę w procesie zarządzania przedsiębiorstwem)?	
❑ tak	45,8%
❑ nie	54,2%
7. Czy w przedsiębiorstwie stosowane są metody zarządzania zapasami?	
❑ intuicyjne	12,0%
❑ oparte na latach doświadczeń	68,7%
❑ są stosowane następujące metody	26,5%
❑ nie są stosowane żadne metody	7,2%
8. Jak Państwo oceniają efektywność zarządzania zapasami we własnym przedsiębiorstwie?	
❑ są bardzo dobre	7,2%
❑ są dobre	59,0%
❑ są dostateczne	28,9%
❑ są słabe	4,8%

9. Czy widzą Państwo możliwości usprawnienia zarządzania zapasami?	
❑ tak, znaczące	24,1%
❑ tak, ale niewielkie	72,3%
❑ nie	3,6%
10. Jakie widzą państwo bariery w poprawie zarządzania zapasami?	
❑ duża niestabilność sprzedaży produktów	24,6%
❑ nieprzewidywalność zachowań dostawców	20,7%
❑ brak systemu informatycznego	8,1%
❑ słaby system informatyczny	15,1%
❑ kwalifikacje pracowników	14,9%
❑ inne (jakie?)	7,8%
nie ma żadnych barier	8,7%
11. Czy w przedsiębiorstwie stosowane są metody zarządzania należnościami:	
❑ intuicyjne	12,0%
❑ oparte na latach doświadczeń	72,3%
❑ są stosowane następujące metody	19,3%
❑ nie są stosowane żadne metody	3,6%
12. Jak Państwo oceniają efektywność zarządzania należnościami we własnym przedsiębiorstwie?	
❑ są bardzo dobre	12,0%
❑ są dobre	57,8%
❑ są dostateczne	27,7%
❑ są słabe	2,4%
13. Czy wobec odbiorców stosują Państwo upusty za:	
❑ lojalność (dla stałych klientów)	45,8%
❑ ilość	54,2%
❑ płatność gotówkową	42,2%
❑ płatność przed terminem	31,3%
❑ upusty nie są stosowane	18,1%
14. Czy widzą Państwo możliwości usprawnienia zarządzania należnościami?	
❑ tak, duże	26,5%
❑ tak, ale niewielkie	66,3%
❑ nie	7,2%
15. Jakie widzą państwo bariery w poprawie zarządzania należnościami?	
❑ nierzetelni klienci	38,6%
❑ brak systemu informatycznego	8,6%
❑ słaby system informatyczny	16,0%
❑ kwalifikacje pracowników	16,4%
❑ inne (jakie?)	11,8%
❑ nie ma żadnych barier	8,5%
16. Czy w przedsiębiorstwie stosowane są metody zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami (lokaty, papiery wartościowe itp.)?	
❑ intuicyjne	14,5%
❑ oparte na latach doświadczeń	59,0%
❑ są stosowane następujące metody	12,0%
❑ nie są stosowane żadne metody	16,9%
17. Jak Państwo oceniają efektywność zarządzania środkami pieniężnymi we własnym przedsiębiorstwie?	
❑ są bardzo dobre	12,0%
❑ są dobre	67,5%
❑ są dostateczne	15,7%
❑ są słabe	4,8%
18. Czy widzą Państwo możliwości usprawnienia zarządzania środkami pieniężnymi?	
❑ tak, duże	15,7%
❑ tak, ale niewielkie	68,7%
❑ nie	15,7%
19. Jakie widzą Państwo bariery w poprawie zarządzania środkami pieniężnymi?	
❑ duża niestabilność wpływów i wydatków	30,8%
❑ brak systemu informatycznego	7,6%
❑ słaby system informatyczny	14,5%
❑ niewykorzystywanie bankowości internetowej	10,9%

❑ kwalifikacje pracowników	14,4%
❑ inne (jakie?)	6,9%
❑ nie ma żadnych barier	14,9%
20. Czy Państwa dostawcy proponują Wam upusty za:	
❑ lojalność (dla stałych klientów)	59,0%
❑ ilość	72,3%
❑ płatność gotówkową	53,0%
❑ płatność przed terminem	42,2%
❑ upusty nie są stosowane	10,8%
21. Jeżeli dostawcy proponują upusty, to z jakich Państwo korzystają:	
❑ lojalność (dla stałych klientów)	26,4%
❑ ilość	31,7%
❑ płatność gotówkową	21,2%
❑ płatność przed terminem	14,0%
❑ nie korzystamy z upustów	6,8%
22. Czy mają Państwo docelowy (pożądany) sposób finansowania majątku obrotowego w Państwa przedsiębiorstwie? Jeśli tak, to czy charakteryzuje się on:	
❑ wyłącznym udziałem zobowiązań krótkoterminowych	14,5%
❑ dominującym udziałem zobowiązań krótkoterminowych i niewielkim udziałem kapitałów stałych (kapitały własne i obce długoterminowe)	33,7%
❑ jak największym udziałem kapitałów stałych	19,3%
❑ wyłącznym udziałem kapitałów stałych	1,2%
❑ nie mamy docelowego sposobu finansowania majątku obrotowego	30,1%
23. Proszę w przybliżeniu określić jaka, Państwa zdaniem, jest satysfakcjonująca stopa zwrotu z kapitału własnego dla właściciela (li) przedsiębiorstwa (za stopę zwrotu z bezpiecznych lokat przyjęto rentowność obligacji skarbowych 2 letnich = 7% rocznie):	
❑ do 2 punktów procentowych powyżej stopy zwrotu z bezpiecznych lokat	10,8%
❑ 2 do 4 punktów procentowych powyżej stopy zwrotu z bezpiecznych lokat	13,3%
❑ 4 do 6 punktów procentowych powyżej stopy zwrotu z bezpiecznych lokat	9,6%
❑ 6 do 8 punktów procentowych powyżej stopy zwrotu z bezpiecznych lokat	19,3%
❑ 8 do 10 punktów procentowych powyżej stopy zwrotu z bezpiecznych lokat	8,4%
❑ 10 do 15 punktów procentowych powyżej stopy zwrotu z bezpiecznych lokat	10,8%
❑ 15 do 20 punktów procentowych powyżej stopy zwrotu z bezpiecznych lokat	4,8%
❑ więcej niż 20 punktów procentowych powyżej stopy zwrotu z bezpiecznych lokat	6,0%
24. Czy właściciele przedsiębiorstwa są jednocześnie w jego zarządzie (bezpośrednio uczestniczą w zarządzaniu przedsiębiorstwem)?	
❑ tak	67,5%
❑ nie	32,5%
25. Jakie są zdaniem Państwa oczekiwania właścicieli względem przedsiębiorstwa?	• brak odpowiedzi - 25,3% • zysk netto - 20,5% • wzrost wartości, dywidenda - 18,1% • rozwój - 13,3% • udział w rynku - 9,6% • rentowność - 6% • przetrwanie - 2,4% • inne - 4,8%

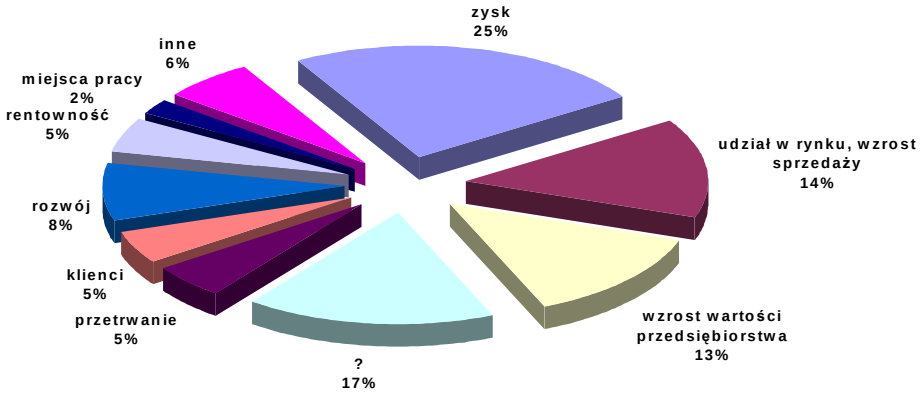
Źródło: opracowanie własne

Wyniki ankiety zostaną omówione w następujących przekrojach: cel funkcjonowania przedsiębiorstwa, koszt kapitału, zarządzanie zapasami, zarządzanie należnościami, zarządzanie środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami.

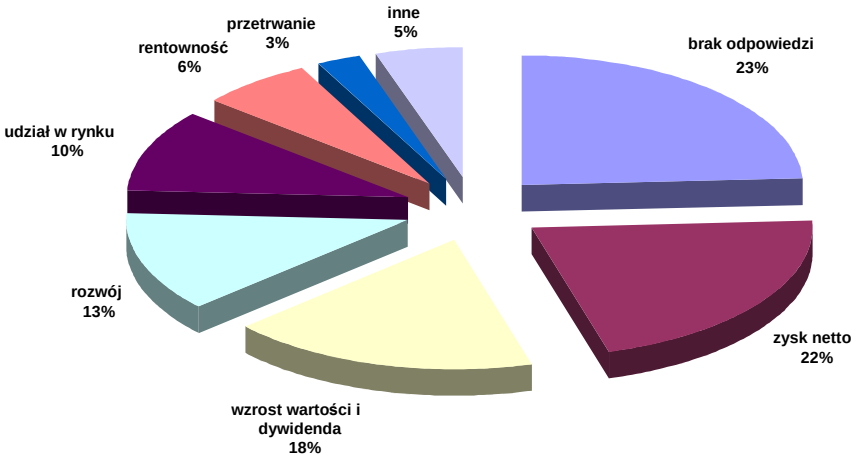
Cel funkcjonowania przedsiębiorstwa

Pierwsze pytanie ankiety miało na celu zidentyfikowanie nadrzędnego celu istnienia badanych przedsiębiorstw. Odpowiedzi na to pytanie dowodzą, że deklarowanym dominującym celem istnienia przedsiębiorstw jest maksymalizacja zysku księgowego (blisko

26% – wykres 3.6, bardzo często (22%) wskazywane jest zwiększanie sprzedaży i zwiększanie udziału w rynku, a 16% wybiera wzrost wartości przedsiębiorstwa. Na dalszych pozycjach znajdują się takie cele, jak: przetrwanie – 5,5%, satysfakcja klientów – 5,5%, rozwój – 5,5%, rentowność – 3,6%, miejsce pracy – 3,6%. Inne cele wskazuje 3,6%, a 9% nie wie, jaki jest nadrzędny cel istnienia przedsiębiorstwa. Podobnie ankietowani odpowiadali na pytanie, jakie ich zdaniem są oczekiwania właścicieli względem przedsiębiorstwa. 20% wskazywało wzrost zysku księgowego (wykres 3.7), 18% – dywidendę i wzrost wartości przedsiębiorstwa, 11% – rozwój, 9% wskazywało na wzrost udziału w rynku, 5% na rentowność, 4% na wydajność, a 7% na inne oczekiwania. Blisko jedna czwarta (24%) indagowanych nie umiało lub nie chciało odpowiedzieć na pytanie: Jakie ich zdaniem są oczekiwania właścicieli względem przedsiębiorstwa? Wyniki te udowadniają, że dla większości (84%) przedsiębiorstw zwiększanie swojej wartości nie jest głównym celem. W 65% przedsiębiorstw cel ten jest stawiany w dalszej kolejności. Nasuwa to przypuszczenie, że fakt ten wynika z oczekiwań właścicieli, zarząd nie odczuwa w stanowisku właścicieli presji na kreowanie wartości, w związku z czym nie realizuje tego celu.



Wykres 3.6. Nadrzędny cel istnienia badanych przedsiębiorstw. *Źródło: opracowanie własne*



Wykres 3.7. Opinie badanych przedsiębiorstw na temat oczekiwań właścicieli względem przedsiębiorstw. *Źródło: opracowanie własne*

Związki występujące między odpowiedziami na te dwa pytania zestawiono następnie z informacjami o udziale zarządzających we własności. W ramach prowadzonej analizy zbadano, czy istnieje jakiś związek między udziałem kadry zarządzającej we własności a nadrzędnym celem istnienia przedsiębiorstwa oraz opiniami o oczekiwaniach właścicieli względem przedsiębiorstwa. Intuicyjnie można oczekiwać, że dopuszczanie kadry zarządzającej do udziału we własności powinno sprzyjać osiąganiu celu właścicieli, za jaki coraz częściej uważa się w literaturze przedmiotu wzrost wartości przedsiębiorstwa czy też wzrost wartości dla właścicieli. Zjawisko to winno mieć swoje odzwierciedlenie w celach realizowanych przez przedsiębiorstwo. Analiza ankiet pokazuje, że w przedsiębiorstwach, w których kadra zarządzająca ma jednocześnie udziały we własności, częściej wybierany jest zysk (księgowy) jako nadrzędny cel istnienia przedsiębiorstwa (29%) niż wzrost wartości przedsiębiorstwa (14%). Zaskoczeniem dla autora jest fakt, iż w przedsiębiorstwach gdzie funkcje właścicielskie i zarządcze są rozdzielone, proporcje między wyborem tych dwóch celów są wyrównane (po 21%). Wynika stąd wniosek przeciwny do intuicyjnego przekonania autora, to rozdzielenie funkcji właścicielskiej i zarządczej sprzyja kreowaniu wartości przedsiębiorstwa. Jak można wyjaśnić te wyniki? Wytłumaczenie prawdopodobnie tkwi w tym, że w badanej populacji przedsiębiorstw, gdzie rozdzielone są funkcje właścicielskie i zarządcze, przeważają przedsiębiorstwa średnie i duże, a wśród przedsiębiorstw łączących obie funkcje przeważają przedsiębiorstwa małe. W tej drugiej grupie przedsiębiorstw nie kadra zarządzająca została dopuszczona do udziału we własności, lecz właściciele (często założyciele jednocześnie), co potwierdza analiza dokumentów w KRS, pełnią jednocześnie funkcje zarządcze, najczęściej bez stosownego przygotowania menedżerskiego. Drugie wytłumaczenie tego zjawiska można wywodzić z przekonania, iż w sytuacji, gdy funkcje zarządcze, przedsiębiorstwa nie są sprawowane przez właścicieli, najemny zarząd stara się nadążyć za najnowszymi tendencjami w zarządzaniu przedsiębiorstwem.

Za pośrednictwem ankiety (pytanie 2) zbadano również zhierarchizowanie celów przedsiębiorstw. Pokazuje ona, że dla badanych przedsiębiorstw najważniejsze cele to według kolejności (z uwzględnieniem wag nadanych danym miejscom w hierarchii):

1) zwiększanie sprzedaży i udziału w rynku,
2) zwiększanie wartości przedsiębiorstwa, kreowanie wartości dla właścicieli przedsiębiorstwa,
3) maksymalizacja zysku księgowego,
4) maksymalizowanie rentowności kapitału własnego,
5) pokonanie konkurencji,
6) inne.

Widzimy więc, że w hierarchii celów dominujące jest zwiększanie sprzedaży i udziału w rynku.

Koszt kapitału

Kolejnym zagadnieniem poruszanym w ankiecie był koszt kapitału zaangażowany w finansowanie przedsiębiorstwa. Z przeprowadzonych badań wynika, że kapitał własny jest parametrem wykorzystywanym w zarządzaniu przez około 40% przedsiębiorstw. Może to świadczyć o tym, że parametr ten jest ważny nie tylko dla przedsiębiorstw, które jako nadrzędny cel funkcjonowania przedsiębiorstwa zadeklarowały kreowanie jego wartości, ale też innych. Można to uznać za dobry wynik. Z drugiej strony 60% przedsiębiorstw nie szacuje i nie wykorzystuje tego parametru w zarządzaniu, a to oznacza, że oczekiwania właścicieli co do zwrotu kapitału nie są w ogóle brane pod uwagę w zarządzaniu przedsiębiorstwem, nie mówiąc o tym, że przecież znajomość kosztu kapitału własnego jest nieodzownym parametrem w ocenie projektów inwestycyjnych (przy założeniu, że posługujemy się metodami dynamicznymi), a można przypuszczać, że badane przedsiębiorstwa dokonywały niejednokrotnie istotnych wartościowo inwestycji. Konsekwencją nieuwzględniania kosztu kapitału własnego jest fakt, iż w badanych przedsiębiorstwach jest on istotnym źródłem finansowania majątku obrotowego. Średnio w badanych przedsiębiorstwach kapitał obrotowy netto (część kapitału stałego, która finansuje majątek obrotowy) wynosi 33% aktywów (mediana 30%). Częstość występowania udziału kapitału obrotowego netto większego niż 10% w strukturze źródeł finansowania majątku obrotowego wynosi 74%.

Wyniki te dowodzą prawdziwości 3 i 4 hipotezy pomocniczej (patrz strona 202). W badaniach ankietowych istnieje problem rzetelności odpowiedzi. Ankietowani w sposób mniej lub bardziej świadomy mogą udzielać takich odpowiedzi, które stawiałyby ich w korzystnym świetle. Próbą minimalizacji tego zjawiska było pytanie, w którym respondenci szeregowali źródła finansowania działalności od najdroższych do najtańszych. Odpowiedzi na to pytanie nasuwają wątpliwość, czy rzeczywiście aż 40% przedsiębiorstw szacuje koszt kapitału własnego i wykorzystuje go w zarządzaniu. Okazało się bowiem, że zdaniem ankietowanych, najdroższymi źródłami finansowania działalności przedsiębiorstw są według kolejności:

1) kredyty krótkoterminowe,
2) zobowiązania wobec dostawców,
3) kredyty długoterminowe,
4) kapitał własny przedsiębiorstwa (w tym kapitał udziałowy/ akcyjny),
5) inne zobowiązania (np. wobec US, ZUS),
6) obligacje.

Pozycja kredytów bankowych w tym rankingu wydaje się zrozumiała, lecz zaskakuje druga pozycja na liście zobowiązań wobec dostawców. Zobowiązania wobec dostawców są w literaturze i praktyce uznawane za bezpłatne w terminie wymagającym zapłaty (chyba że dostawca oferuje upust za płatność przed terminem). Jednak, jak pokazuje ankieta, ta forma nie jest powszechnie proponowana badanym przedsiębiorstwom (53% nie styka się z tą propozycją). A zatem to nie oferta wcześniejszej płatności przekonuje przedsiębiorstwo o tym, iż jest to jedno z najdroższych źródeł finansowania, gdyż jedynie 11% przedsiębiorstw korzysta z tej formy bardzo często lub często, 24% korzysta z niej rzadko lub bardzo rzadko, a pozostałe 65% nie korzysta z tej formy płatności. Wysoka pozycja zobowiązań wobec dostawców w rankingu źródeł finansowania może nasuwać przypuszczenie, że wynika ona z naliczania odsetek od nieterminowego regulowania płatności, co pośrednio potwierdzają wskaźniki rotacji zobowiązań. Wyniki badań wskazują, że kapitał właściciela jest, zdaniem ankietowanych, jednym z najtańszych źródłem finansowania działalności, tańszym niż kredyty czy też zobowiązania wobec dostawców. Znamienne jest, że uważa tak 80% ankietowanych, również ci, którzy w dwóch innych pytaniach wskazują, że szacują koszt kapitału własnego i wykorzystują go w zarządzaniu przedsiębiorstwem (tak odpowiedziało 82% tych, którzy deklarują szacowanie kosztu kapitału własnego). Jedynie dla 11% kapitał ten jest najdroższym źródłem finansowania aktywów. Może to wynikać z faktu, że zarządy większości przedsiębiorstw uważają, iż jakkolwiek według teoretyków kapitał własny jest najdroższym źródłem finansowania działalności, to w polskiej praktyce jest inaczej. Jednak tego przekonania nie potwierdzają odpowiedzi na 23 pytanie ankiety. Wynika z nich, że dla 33% tych, którzy udzielili odpowiedzi, satysfakcjonująca roczna stopa zwrotu z kapitału własnego dla właściciela przedsiębiorstwa kształtuje się w przedziale 13-15%. Jednocześnie dla 100% odpowiadających na to pytanie (czyli 78% uczestników ankiety) koszt kapitału własnego kształtuje się na poziomie wyższym niż 7%. Dla porównania średnie oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw w 2003 r. wynosiło 9,22%[235], lecz jeśli uwzględnić tarczę podatkową dla podatku w 2003 r., rzeczywisty średni koszt kredytu to 6,73%. Z zestawienia wielkości oszacowanych przez ankietowanych z kosztem kredytu wynika, że deklarowany koszt kapitału własnego jest w rzeczywistości dla wszystkich ankietowanych, którzy odpowiedzieli na to pytanie, wyższy od kosztu kredytu, a dla 60% odpowiadających ponad dwukrotnie wyższy. Spośród 40% przedsiębiorstw, które zadeklarowało, że oblicza i wykorzystuje koszt kapitału

[235] Obliczone na podstawie średniego ważonego oprocentowania kredytów (począwszy od kredytów w rachunku bieżącym a skończywszy na kredytach udzielanych na okres powyżej 5 lat) dla przedsiębiorstw ogółem w polskim systemie bankowym z kolejnych miesięcy 2003 roku. *Źródło: www: mf.gov.pl*.

własnego w zarządzaniu przedsiębiorstwem, 82% było jednocześnie zdania, że jest to najtańsze źródło finansowania. Wśród tych z kolei przedsiębiorstw 100% oszacowało średni roczny koszt tego kapitału na poziomie wyższym od kosztu kredytu obliczonego na podstawie średniego oprocentowania kredytów w 2003 r. i tarczy podatkowej. Wynika stąd, że nie 40%, a zaledwie 7% przedsiębiorstw szacuje i wykorzystuje koszt kapitału własnego w zarządzaniu. Przytoczone wyniki potwierdzają 3., 4. i 5. hipotezę pomocniczą. Analiza tej części ankiety potwierdza, że badanie w formie ankiety ma sporo mankamentów:

- istnieje ryzyko, że na ankietę odpowiadają te przedsiębiorstwa, których sytuacja ekonomiczna jest co najmniej dobra;
- istnieje ryzyko, iż reprezentanci przedsiębiorstwa bardziej dbają o kształtowanie własnego wizerunku niż o zobrazowanie rzeczywistego stanu przedsiębiorstwa, co potwierdzają sprzeczności w odpowiedziach o koszt kapitału własnego; można przypuszczać, że pojęcie kosztu kapitału własnego jest respondentom znane i wypada go stosować, natomiast z pytań pośrednio dotyczących kosztu kapitału własnego wynika, że nie jest brany pod uwagę.

W dalszej części badań przyjrzano się deklaracjom przedsiębiorstw w obszarze zarządzania zapasami, należnościami oraz środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami.

Zarządzanie zapasami

Jednym z celów pracy jest zidentyfikowanie, jak przedsiębiorstwa zarządzają majątkiem obrotowym. Aby osiągnąć ten cel, zdiagnozowano stan zarządzania poszczególnymi składnikami majątku obrotowego. Pierwszym obszarem, który podlegał ocenie, były zapasy. Z zebranych ankiet wynika, że 29% przedsiębiorstw deklaruje stosowanie określonych metod zarządzania zapasami, 56% stosuje metody wypracowane w wyniku własnych doświadczeń, 13% kieruje się intuicją, a 7% nie stosuje żadnych metod (wykres 3.8). Badane przedsiębiorstwa są zadowolone z efektów zarządzania zapasami, 55% przedsiębiorstw ocenia efekty zarządzania zapasami jako dobre, 33% jako dostateczne, 7% jako słabe, a 5% jako bardzo dobre (wykres 3.9). Prawdopodobnie to samo zadowolenie powoduje, że aż 71% przedsiębiorstw widzi niewielkie możliwości usprawnienia zarządzania zapasami, a tylko 24% uznaje, że mogą one być znaczące, jednak 5% jest przekonanych iż nie ma możliwości poprawy (wykres 3.10). Największe bariery w poprawie zarządzania zapasami według przedsiębiorstw to w pierwszej kolejności duża niestabilność sprzedaży, a w drugiej kolejności nieprzewidywalność dostawców. Dla 36% ankietowanych do istotnych ograniczeń należą również: słaby (niezadowalający poziom) system informatyczny i kwalifikacje pracowników

(wykres 3.11). Pozostałe bariery, takie jak np. brak systemu informatycznego i inne czynniki, mają wyraźnie mniejsze znaczenie. Zaznaczyć trzeba jednak, iż 11% indagowanych przedsiębiorstw nie posiada systemu komputerowego do zarządzania zapasami i uważa, że jest to ważna bariera w poprawie efektów zarządzania zapasami. Należy przy tym zauważyć, że może istnieć grupa przedsiębiorstw, które nie posiadają systemu wspomagającego zarządzanie zapasami, ale nie uważają tego faktu za przeszkodę. Wyniki ankiety wskazują również, że 76% przedsiębiorstw w zarządzaniu zapasami korzysta z internetu (np. przy wyszukiwaniu i ogłaszaniu ofert), a jednocześnie 47% przedsiębiorstw uważa, że brak systemu informatycznego lub jego słabość jest ważną barierą w usprawnieniu zarządzania zapasami.

Zarządzanie należnościami

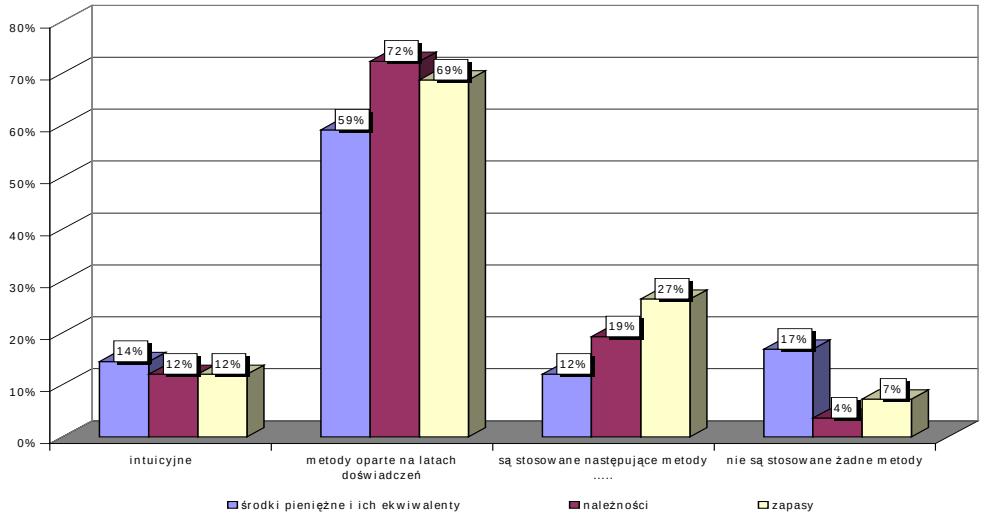
Drugi obszar oceny majątku obrotowego obejmował zarządzanie należnościami. Wyniki ankiety pokazują, że aż 24% przedsiębiorstw deklaruje stosowanie znanych z literatury metod zarządzania należnościami, 69% deklaruje stosowanie metod wypracowanych w wyniku własnych doświadczeń, a 13% kieruje się intuicją (wykres 3.8). Większość, bo aż 58% przedsiębiorstw, ocenia efekty zarządzania należnościami jako dobre, 29% jako dostateczne, 9% jako bardzo dobre i 4% jako słabe (wykres 3.9). Oznacza to, że z efektów zarządzania należnościami przedsiębiorstwa są bardziej zadowolone niż z zarządzania zapasami. To zadowolenie z efektów powoduje, że 67% przedsiębiorstw widzi niewielkie możliwości usprawnienia zarządzania należnościami, 27% uznaje, że mogą być one znaczące, a 5% jest przekonanych, iż nie ma możliwości poprawy w tym zakresie (wykres 3.10). Główną barierą poprawy zarządzania należnościami są, zdaniem ankietowanych, nierzetelni klienci. Rzadziej wymieniane są: kwalifikacje pracowników, słabości systemu informatycznego i inne czynniki (wykres 3.12). Zaznaczyć należy jednak, iż 11% indagowanych przedsiębiorstw nie posiada systemu komputerowego do zarządzania należnościami, a dalsze 31% procent zdradza niezadowolenie z wykorzystywanych systemów. Można przypuszczać, że większe zadowolenie z efektów zarządzania należnościami uzyskałyby przedsiębiorstwa, rozbudowując system upustów. Wyniki ankiety pokazują bowiem, że 22% przedsiębiorstw nie stosuje żadnych upustów, 24% stosuje zaledwie jedną z form upustu, reszta (54%) stosuje 2-4 różnych upustów. Istotny jest również fakt, iż najpopularniejszymi formami upustów są upusty za lojalność 55% i za ilość 51%. Upusty te nie zachęcają jednak do regulowania należności w terminie. Rolę taką odgrywają upusty za płatność przed terminem, ale te oferuje jedynie 33% przedsiębiorstw, w mniejszym zakresie pełni ją upust za płatność gotówkową stosowany przez 31% przedsiębiorstw (rozliczenia gotówkowe możliwe są do

3000 euro, a jeśli mają charakter cykliczny, to do 1000 euro). Drugim czynnikiem, który może negatywnie wpływać na efekty zarządzania należnościami, jest niewykorzystywanie internetu na potrzeby zarządzania należnościami przez 32% przedsiębiorstw (np. wyszukiwanie i sprawdzanie kontrahentów, listy niesolidnych dłużników).

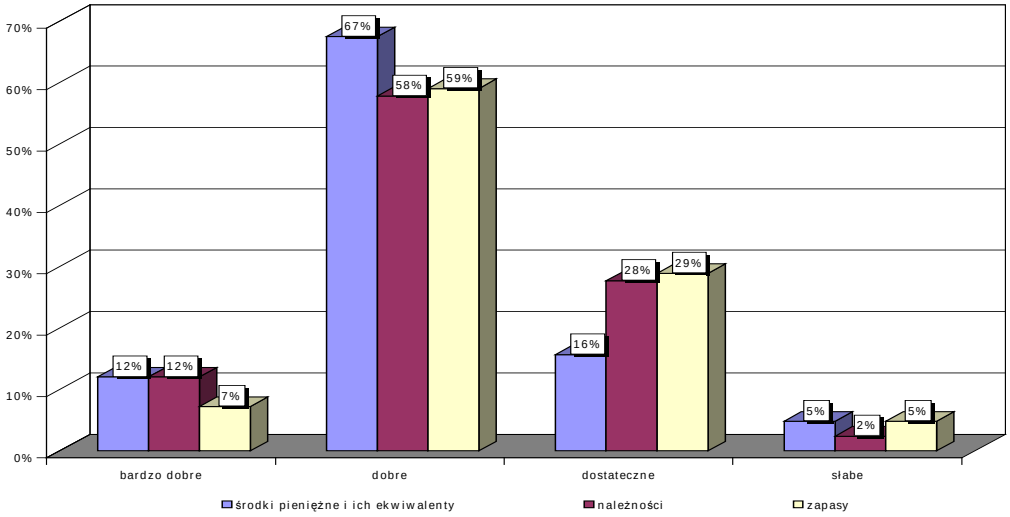
Zarządzanie środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami

Kolejnym obszarem badań jest zarządzanie środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami. Wyniki ankiety pokazują, że 11% przedsiębiorstw deklaruje stosowanie znanych z literatury metod zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami. Jednak wiele deklarowanych przez respondentów działań, jakkolwiek traktowanych przez nich jako metody, metodami nie są (np. ankietowani do metod zaliczają zakładanie lokat bankowych). Duży wpływ na ten stan rzeczy ma, być może, ubogość metod zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami przydatnymi w praktyce.[236] W związku z tym aż 56% przedsiębiorstw deklaruje stosowanie metod wypracowanych w wyniku własnych doświadczeń, 18% kieruje się intuicją, a 16% przyznaje, że nie są stosowane żadne metody (wykres 3.8). Mimo iż zarządzanie tym obszarem jest najsłabiej uzbrojone metodycznie, to aż 65% przedsiębiorstw ocenia efekty zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami jako dobre, 20% jako dostateczne, 9% jako bardzo dobre i 5% jako słabe (wykres 3.9). Prawdopodobnie brak metod o aplikacyjnym charakterze oraz zadowolenie z efektów powodują, że 65% przedsiębiorstw widzi niewielkie możliwości usprawnienia zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami, 18% uznaje, że są one znaczące, a 16% jest przekonanych, iż nie ma możliwości poprawy (wykres 3.10). Zdaniem przedsiębiorstw, główną barierą poprawy zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami jest niestabilność wpływów i wydatków (z większym naciskiem na wpływy - wykres 3.13). W dalszej kolejności są: słaby system informatyczny oraz kwalifikacje pracowników, brak systemu informatycznego, niewykorzystywanie bankowości internetowej i inne czynniki. Natomiast 27% przedsiębiorstw nie widzi żadnych barier. Należy jednak zaznaczyć, iż 9% indagowanych przedsiębiorstw nie posiada systemu komputerowego do zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami, a dalsze 27% procent wyraża niezadowolenie z wykorzystywanych systemów. Większość (79%) ankietowanych wskazuje, że korzysta z internetu w zarządzaniu środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami. Część przedsiębiorstw (18%) uważa, że ważną barierą w poprawie efektywności zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami jest niewykorzystywanie bankowości internetowej.

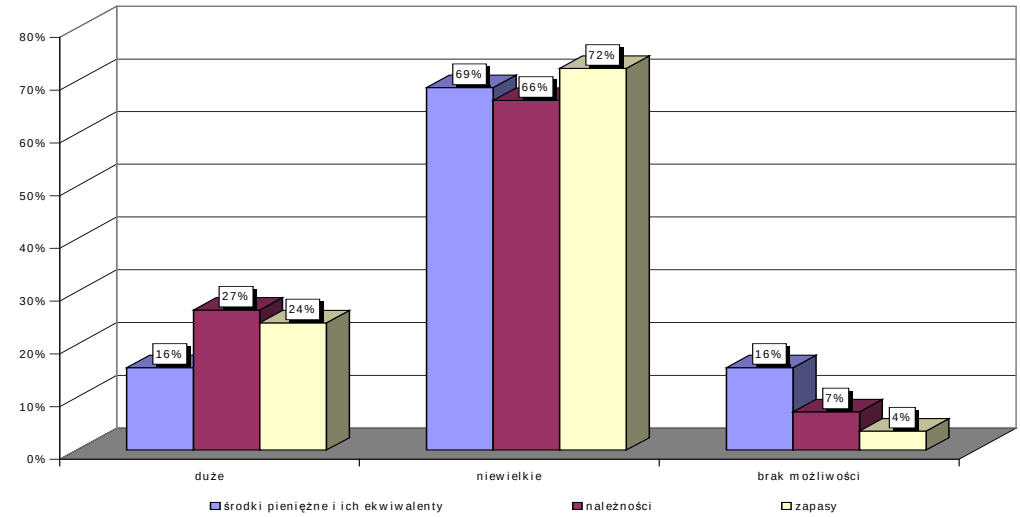
[236] Potwierdza to przegląd literatury, z którego wynika, że modele teoretyczne mają niewielkie szanse zastosowanie ich w praktyce.



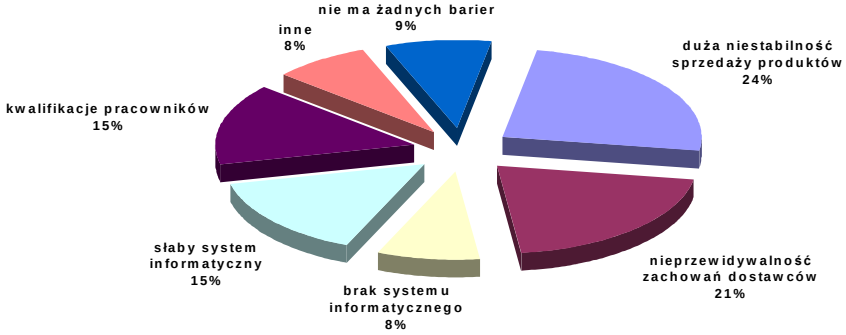
Wykres 3.8. Deklarowane sposoby zarządzania składnikami majątku obrotowego w badanych przedsiębiorstwach. *Źródło: opracowanie własne*



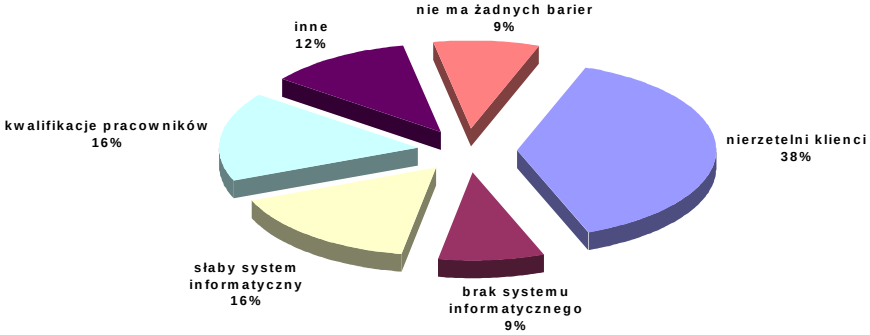
Wykres 3.9. Ocena efektywności zarządzania składnikami majątku obrotowego przez badane przedsiębiorstwa. *Źródło: opracowanie własne*



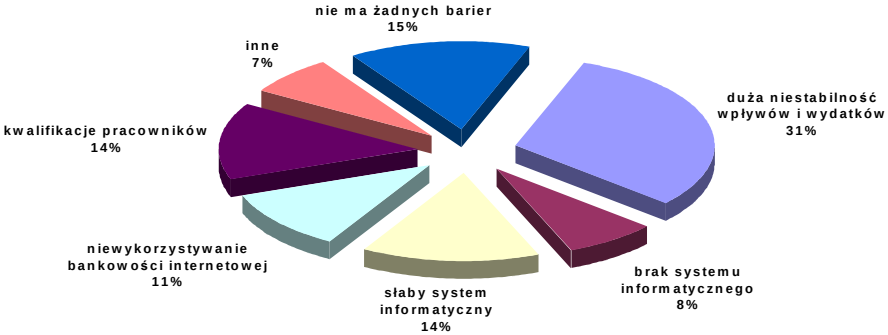
Wykres 3.10. Ocena możliwości poprawy efektywności zarządzania składnikami majątku obrotowego przez badane przedsiębiorstwa. *Źródło: opracowanie własne*



Wykres 3.11. Deklarowane bariery w poprawie efektywności zarządzania zapasami w badanych przedsiębiorstwach. *Źródło: opracowanie własne*



Wykres 3.12. Deklarowane bariery w poprawie efektywności zarządzania należnościami w badanych przedsiębiorstwach. *Źródło: opracowanie własne*



Wykres 3.13. Deklarowane bariery w poprawie efektywności zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami w badanych przedsiębiorstwach. *Źródło: opracowanie własne*

Zarządzanie majątkiem obrotowym ściśle się wiąże z zarządzaniem źródłami jego finansowania. Dlatego też część pytań ankiety dotyczyła identyfikacji możliwości przedsiębiorstw zarządzania tym obszarem. Ze względu na konieczność ograniczenia liczby pytań w ankiecie główny nacisk położono na zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz związane z nimi upusty proponowane przez dostawców. Z analizy odpowiedzi wynika, że w przypadku 15% przedsiębiorstw dostawcy nie proponują upustów. W pozostałych przedsiębiorstwach najczęściej dostawcy proponują upusty za ilość: 65%, następnie za lojalność: 53%, płatność przed terminem: 47% i płatność gotówkową 47%. W podobnej kolejności przedsiębiorstwa najczęściej korzystają z proponowanych upustów. Najczęściej realizowaną formą jest upust za:

- ilość – 75%,
- lojalność – 62%,
- płatność gotówką – 47%,
- płatność przed terminem – 35% (9% przedsiębiorstw nie korzysta z upustów, a 4% nie udzieliło odpowiedzi na to pytanie).

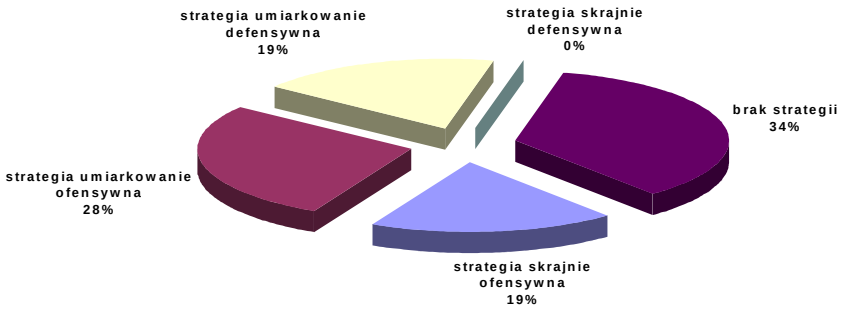
Na szczególną uwagę zasługuje upust za płatność przed terminem, z którego przedsiębiorstwa korzystają najrzadziej, mimo iż jest tak samo często oferowany jak upust za płatność gotówką. Powodem tego mogą być:

- nieatrakcyjne warunki (zbyt mały upust),
- trudności z płynnością finansową (w przypadku badanych przedsiębiorstwach argument ten jest o tyle nietrafny, iż sprawozdania finansowe wskazują, że zdecydowana większość przedsiębiorstw ma nadpłynność),
- trudności w ocenie, czy ta forma upustu jest atrakcyjna, związany z brakiem narzędzi.

Zdaniem autora, decyduje ostatnia z wymienionych przyczyn o niewielkiej popularności tej formy płatności.

Dla określenia potencjału, jaki tkwi w majątku obrotowym z punktu widzenia zarządzania wartością przedsiębiorstwa, istotne jest określenie deklarowanej i rzeczywistej strategii finansowania majątku obrotowego (wykres 3.14). Z ankiety wynika, że 34% badanych przedsiębiorstw nie ma docelowego sposobu finansowania majątku obrotowego (nie realizuje w sposób świadomy, przemyślany strategii finansowania majątku obrotowego). Strategię umiarkowanie ofensywną deklaruje 27% przedsiębiorstw (dominujący poziomu zobowiązań krótkoterminowych), a skrajnie ofensywną zgłasza 18% (wyłączny udział zobowiązań krótkoterminowych). Dla 18% przedsiębiorstw strategia umiarkowanie ofensywna (dominujący udział kapitałów stałych) jest docelowym sposobem finansowania majątku obrotowego. Żadne z ankietowanych przedsiębiorstw nie deklaruje strategii skrajnie ofensywnej (wyłączny udział kapitałów stałych)[237] jako docelowego sposobu finansowania majątku obrotowego, a 2% nie odpowiedziało na to pytanie.

[237] W praktyce strategia ofensywna jest niemożliwa.



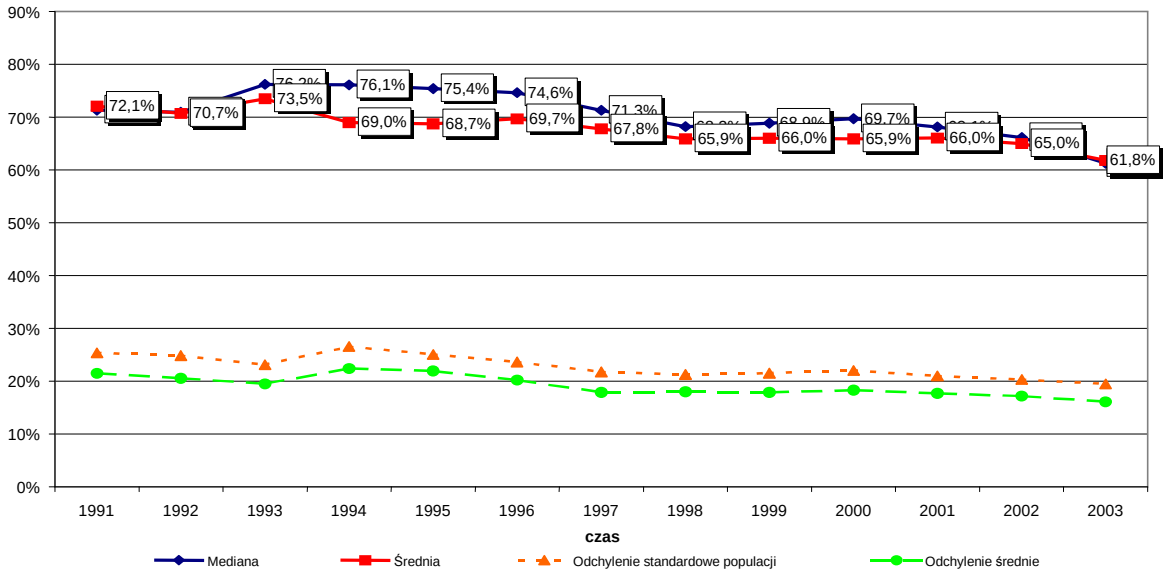
Wykres 3.14. Deklarowane docelowe strategie finansowania majątku obrotowego badanych przedsiębiorstwach. *Źródło: opracowanie własne*

Dotychczasowa syntetyczna ocena potencjału tkwiącego w majątku obrotowym, oparta na zawartych w ankietach deklaracjach kadry zarządzającej, wymaga konfrontacji z oceną efektów zarządzania majątkiem obrotowym przeprowadzoną na podstawie sprawozdań finansowych przedsiębiorstw. Dlatego też w dalszej części tego podrozdziału zidentyfikowane zostały rzeczywiste strategie zarządzania majątkiem oraz potencjał zmian możliwych do przeprowadzenia, które korzystnie wpływałyby na kreowaną wartość przedsiębiorstwa.

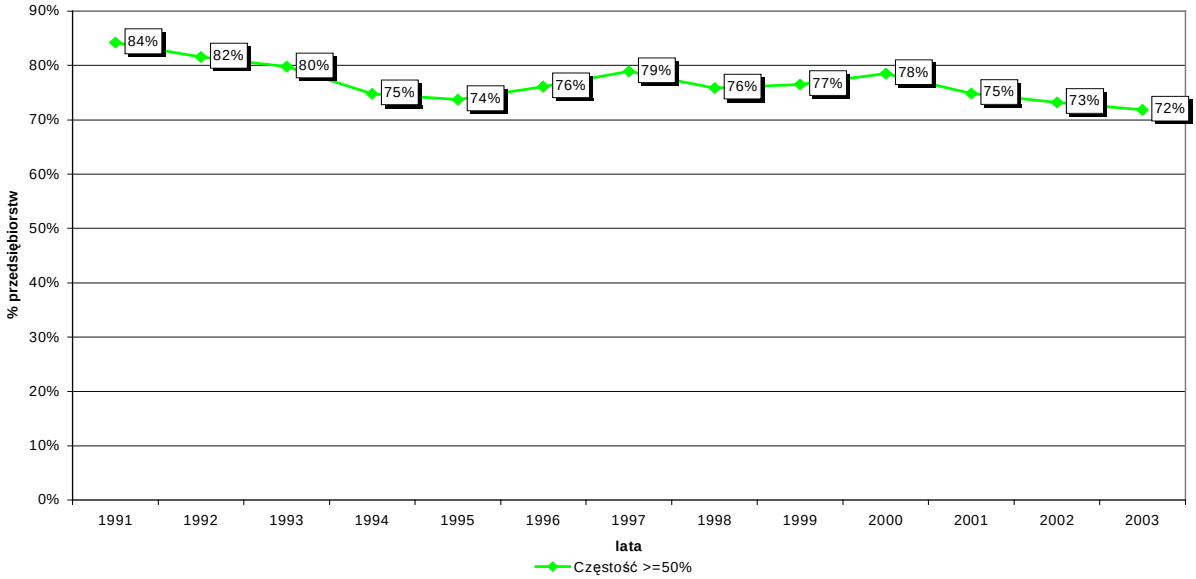
3.2.1.2. Wyniki badań sprawozdań finansowych

Udział majątku obrotowego w aktywach

Udział majątku obrotowego w aktywach badanych przedsiębiorstw był bardzo wysoki w latach 1991-2003 i wynosił średnio 67,8%. Średnia mediana w tym okresie jest jeszcze wyższa (70,6%). W badanym okresie daje się zauważyć wyraźna tendencja do stopniowego zmniejszania udziału majątku obrotowego w aktywach (rośnie natomiast udział majątku trwałego). W roku 1991 majątek obrotowy stanowił średnio aż 72,1% aktywów, w 1993 r. wzrósł do blisko 76,2%, a następnie systematycznie się zmniejszał i w 2003 r. osiągnął 61,8%. Przebieg zmian mediany jest zbliżony do średniej (wykres 3.15). Wysoki udział majątku obrotowego w aktywach wśród badanych przedsiębiorstw potwierdzają także inne parametry statystyczne. Częstość występowania udziału majątku obrotowego w aktywach na poziomie równym i wyższym od 50% wynosi 77% (wykres 3.16). Przebieg funkcji częstości potwierdza również tendencję iż sukcesywnie zmniejsza się liczba przedsiębiorstw z wysokim udziałem majątku obrotowego w aktywach. O typowości opisanego udziału majątku obrotowego w aktywach świadczą też niewielkie odchylenia standardowe populacji i odchylenia średnie (wykres 3.15).



Wykres 3.15. Udział majątku obrotowego w aktywach w badanych przedsiębiorstwach
Źródło: opracowanie własne



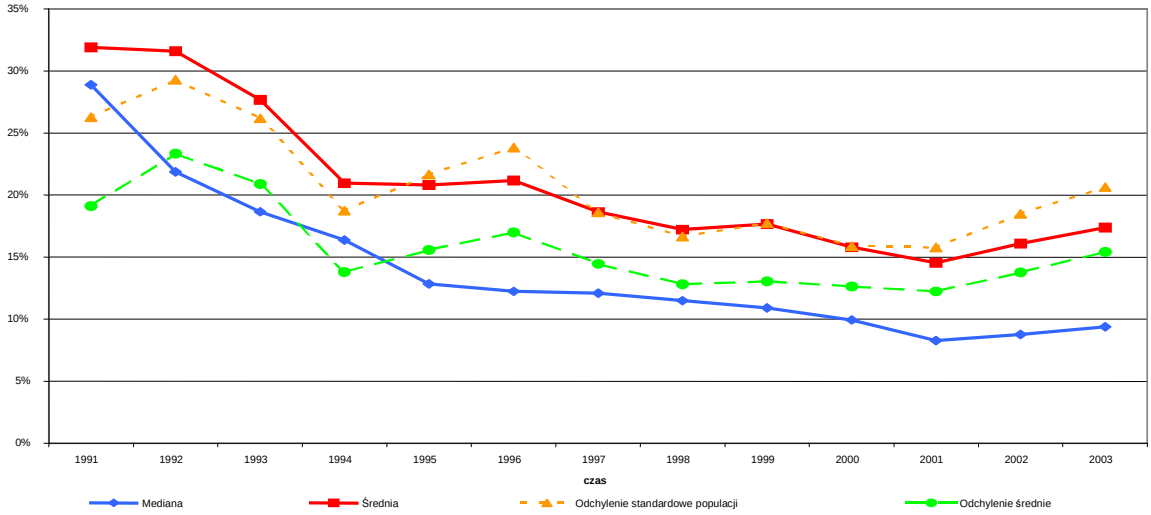
Wykres 3.16. Częstość występowania ponad 50% udziału majątku obrotowego w aktywach w badanych przedsiębiorstwach. *Źródło: opracowanie własne*

Struktura majątku obrotowego

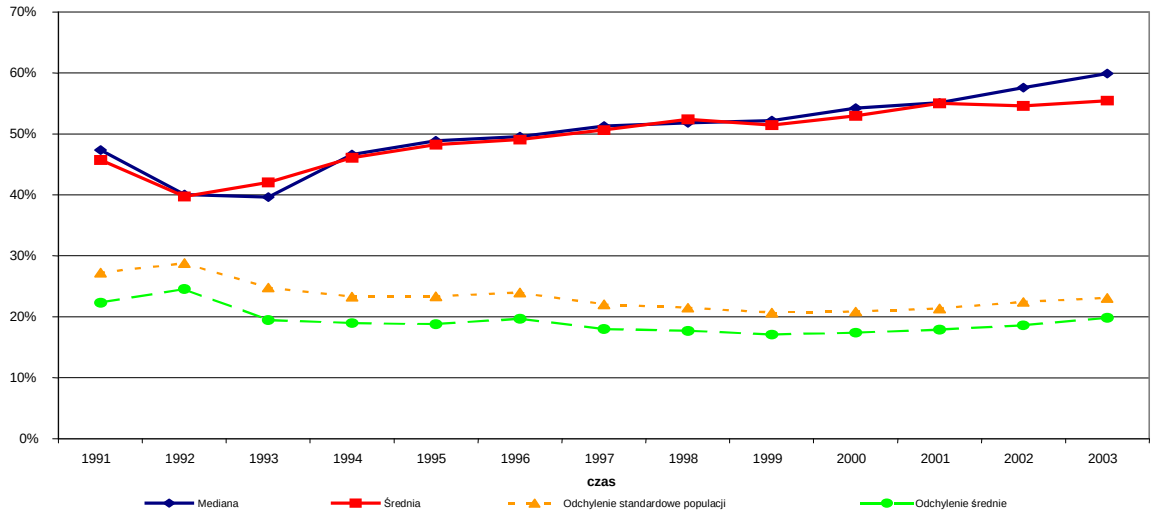
Największy udział w strukturze majątku obrotowego miały należności, ich średni udział w latach 1991-2003 wynosił 49,5%, mediana kształtowała się na podobnym poziomie (50,3%), następne w kolejności były zapasy (średnia 29,6%, mediana 26,3%), a dalej środki pieniężne i ich ekwiwalenty (średnia 20,9%, mediana 14,0%) - wykresy: 3.17, 3.18, 3.19.[238] Średni udział zapasów w majątku obrotowym jest dość stabilny jego poziom w latach

[238] Podawane są wielkości obliczane jako średnia ze średnich wielkości odsetek oraz średnich wielkości z median w badanym okresie.

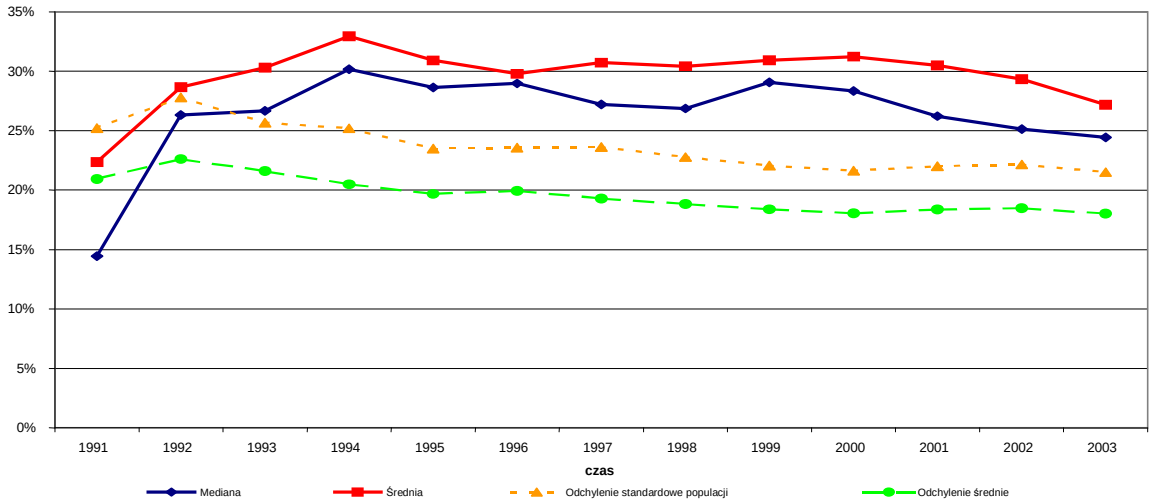
1992-2003 waha się w przedziale 27-33% (mediana 24-30%), od tego zakresu odbiegają jedynie dane 1991 r. (średnia 22%, mediana 14%). Znacznie większą zmienność wykazują należności oraz środki pieniężne i ich ekwiwalenty. Zakres wahań mediany oraz średniego udziału należności w aktywach zawiera się w przedziale 40-60%, natomiast w przypadku udziału środków pieniężnych kształtował się on w przedziale 14-32% dla średniej i 8-29% dla mediany. Wykresy udziału poszczególnych składników majątku obrotowego w majątku obrotowym wskazują na istnienie wyraźnej tendencji. Na przestrzeni lat 1991-2001 sukcesywnie zmniejszał się udział środków pieniężnych i ich ekwiwalentów, rósł natomiast udział należności przy dość stałym poziomie zapasów. W dwóch ostatnich latach badania można jednak zaobserwować wzrost udziału środków pieniężnych i ich ekwiwalentów oraz dalszy wzrost udziału należności kosztem udziału zapasów.



Wykres 3.17. Udział środków pieniężnych i ich ekwiwalentów w majątku obrotowym w badanych przedsiębiorstwach. *Źródło: opracowanie własne*



Wykres 3.18. Udział należności w majątku obrotowym w badanych przedsiębiorstwach
Źródło: opracowanie własne

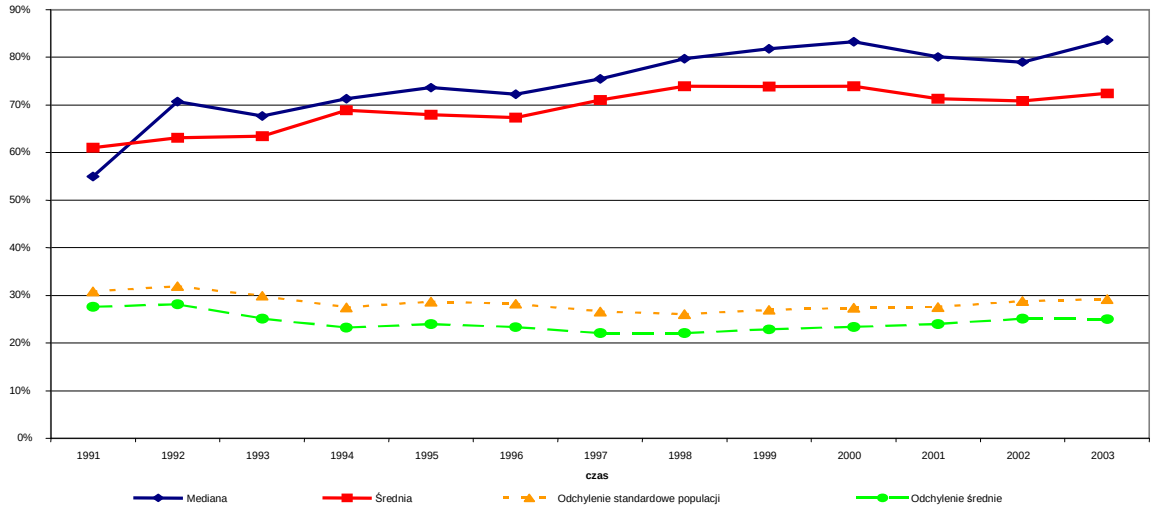


Wykres 3.19. Udział zapasów w majątku obrotowym w badanych przedsiębiorstwach
Źródło: opracowanie własne.

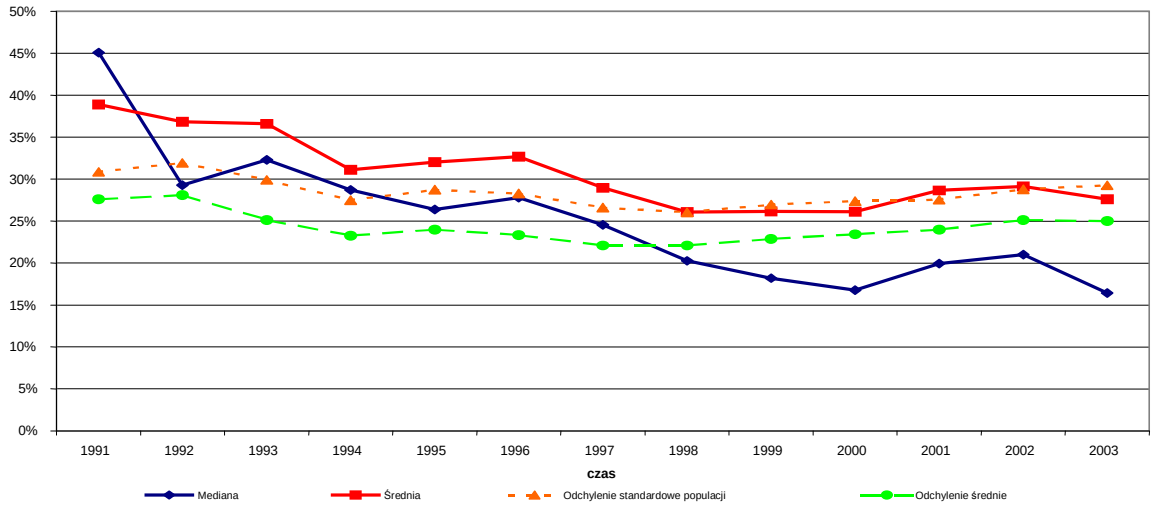
Struktura finansowania majątku obrotowego

Analizę źródeł finansowania majątku obrotowego oparto na dwóch kategoriach: zobowiązaniach krótkoterminowych przeciętnych i kapitałach stałych przeciętnych. Według tych kryteriów dominującym źródłem finansowania majątku obrotowego były zobowiązania krótkoterminowe, których średni udział w finansowaniu tego majątku w latach 1991-2003 wynosi 69,2% (średnia mediana 74,9%) – wykres 3.20. Drugim źródłem finansowania aktywów były kapitały stałe, których średni udział w latach 1991-2003 wyniósł 30,8% (średnia mediana 25,1%). W badanym okresie widoczna jest jednak stała tendencja zwiększania się udziału zobowiązań krótkoterminowych w finansowaniu majątku obrotowego (wzrost średniej z 61,1% w 1991 r. do 72,4% w 2003 r.) i zmniejszenia udziału kapitałów stałych (spadek z 38,9% w 1991 r. do 27,6% w 2003 r. dla średniej) w finansowaniu majątku obrotowego (wykres 3.21). W przebiegu mediany udziału poszczególnych źródeł finansowania wspomniane zmiany są jeszcze bardziej wyraziste, mediana udziału zobowiązań krótkoterminowych w finansowaniu majątku obrotowego wyniosła 54,9% w 1991 r. i 83,6% w 2003 r., a mediana udziału kapitałów stałych w finansowaniu majątku obrotowego wyniosła w 1991 r. 45,1% i 16,4% w 2003 roku.

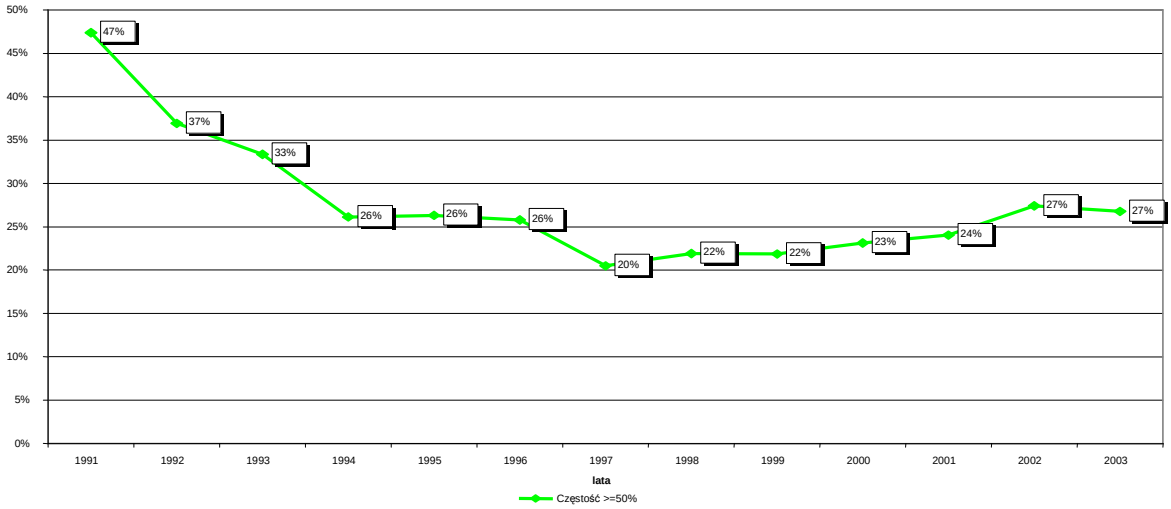
O tendencjach zachodzących w finansowaniu majątku obrotowego świadczy też to, że w 1991 r. 52% przedsiębiorstw miało ponad 30% udziału kapitałów stałych w finansowaniu majątku obrotowego, a 47% przedsiębiorstw miało ponad 50% udziału, w kolejnych latach liczba tych przedsiębiorstw stale spadała, osiągając minimum odpowiednio 32 i 20% w 1997 roku. Począwszy od 1998 r., nastąpiła zmiana tego trendu i liczba przedsiębiorstw, które finansują majątek obrotowy w co najmniej 30% z kapitałów stałych stale wzrasta do poziomu 37% w 2002 r. (a w 50% i więcej do 27% w 2003 r.) (wykres 3.22).



Wykres 3.20. Udział zobowiązań krótkoterminowych w finansowaniu majątku obrotowego w badanych przedsiębiorstwach. *Źródło: opracowanie własne*



Wykres 3.21. Udział kapitałów stałych w finansowaniu majątku obrotowego w badanych przedsiębiorstwach *Źródło: opracowanie własne*

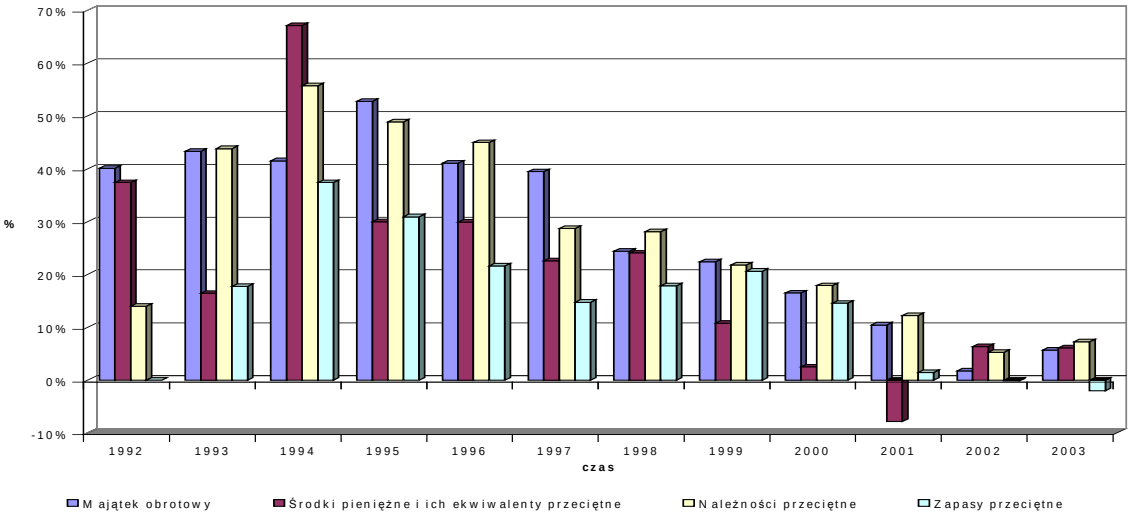


Wykres 3.22. Częstość występowania ponad 50% udziału kapitałów stałych w finansowaniu majątku obrotowego w badanych przedsiębiorstwach. *Źródło: opracowanie własne*

Dynamika zmian majątku obrotowego

Analiza zmian w majątku obrotowym i w źródłach jego finansowania pokazuje, że nominalna wartość majątku obrotowego ciągle wzrasta (wykres 3.23). Jednakże najbardziej spektakularne wzrosty (w granicach 40-50%) nastąpiły w latach 1991-1997; w kolejnych latach tempo przyrostu majątku obrotowego stale się zmniejszało, przy zmniejszającej się inflacji, osiągając w 2002 roku średnią wielkość 2%, a w 2003 r. 6%. Przyczyn tych zmian może być wiele, decydujące są z pewnością jednak dwa czynniki:

- zmienna wartość pieniądza w czasie (wysoka inflacja na początku lat dziewięćdziesiątych i jej systematyczny spadek w kolejnych latach),
- rozwój przedsiębiorstw (w pierwszych latach działalności przedsiębiorstwa szybko rosły, następnie przyszła faza, dojrzałości, w której ustabilizowała się sprzedaż i poziom majątku obrotowego).



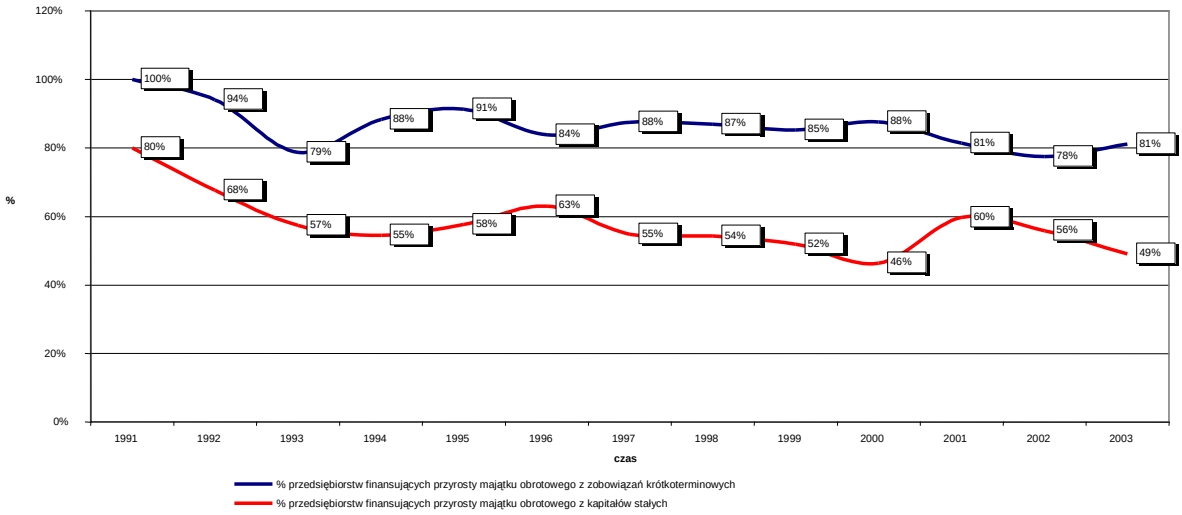
Wykres 3.23. Dynamika zmian mediany majątku obrotowego i jego składników w badanych przedsiębiorstwach. *Źródło: opracowanie własne*

Średni przyrost majątku obrotowego w badanym okresie wynosi 400,4%. W latach 1991-2003 nominalna wartość majątku wzrosła według mediany 17-krotnie (wg średniej 98 555 razy).

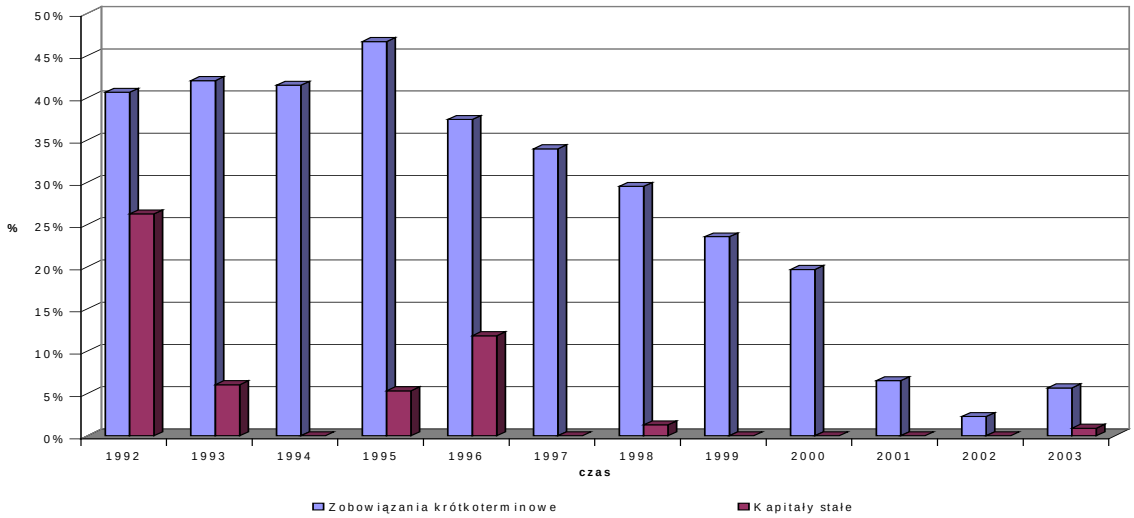
Dynamika zmian w źródłach finansowania majątku obrotowego

Przyrosty majątku obrotowego były finansowane zarówno z zobowiązań krótkoterminowych, jak i kapitałów stałych, często jednocześnie z obu źródeł. Wykres 3.24 pokazuje wyraźną tendencję zmniejszania się liczby przedsiębiorstw finansujących zmiany majątku obrotowego kapitałami stałymi (spadek z 80% w 1991 r. do 49% w 2003 roku). Natomiast w przeważającym okresie (od 1993 r. do 2003 r.) około 84% przedsiębiorstw finansowało przyrosty majątku obrotowego zobowiązaniami krótkoterminowymi. Kolejny

wykres 3.25 pokazuje (na przykładzie mediany), że znacznie większy udział w finansowaniu zmian majątku obrotowego mają zobowiązania krótkoterminowe.



Wykres 3.24. Udziały przedsiębiorstw finansujących zmiany majątku obrotowego kapitałami stałymi i zobowiązaniami krótkoterminowymi. *Źródło: opracowanie własne*



Wykres 3.25. Dynamika zmian mediany źródeł finansowania majątku obrotowego w badanych przedsiębiorstwach. *Źródło: opracowanie własne*

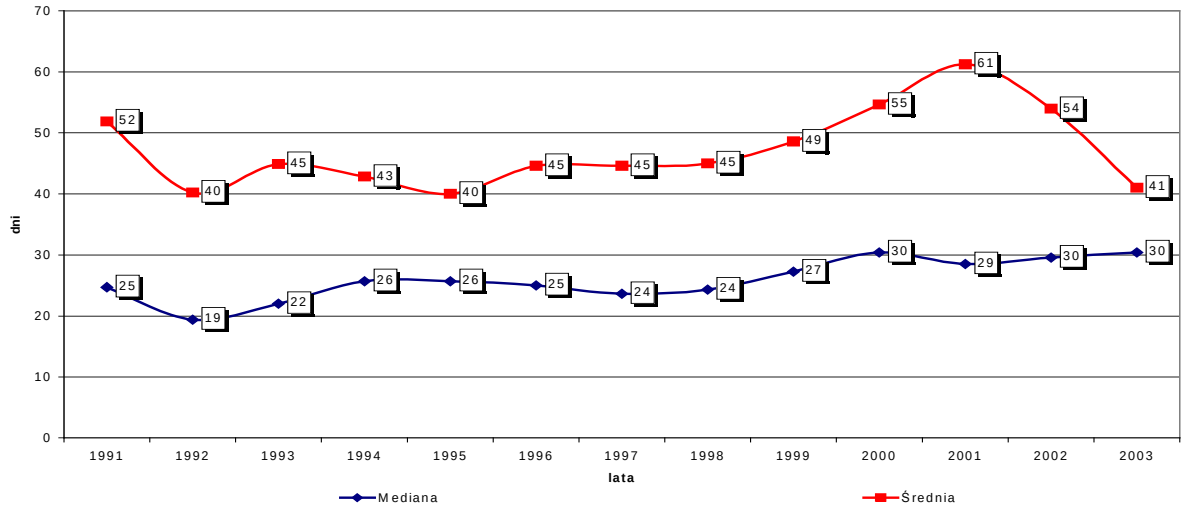
Obrót zapasów w dniach (rotacja zapasów)

Średni okres obrotu zapasów w badanym okresie wynosi 47 dni. Wskaźnik ten ulegał pewnym wahaniom (wykres 3.26). Zakres zmian średniego obrotu zapasów zawiera się w przedziale 40-61 dni. Przebieg mediany okresu obrotu zapasów w dniach charakteryzuje się mniejszą zmiennością. Funkcja ta ilustruje wyraźną wzrostową tendencję w latach 1992-2003 (wzrost z 19 do 30 dni). Przebieg mediany wskazuje na stały przyrost tego wskaźnika w ostatnich latach, co oznacza na pogorszenie gospodarowania zapasami. A zatem realizowanie danego poziomu sprzedaży wymaga większego zaangażowania źródeł finansowania zapasów. Z tymi tendencjami korespondują wyniki prezentowane na kolejnym

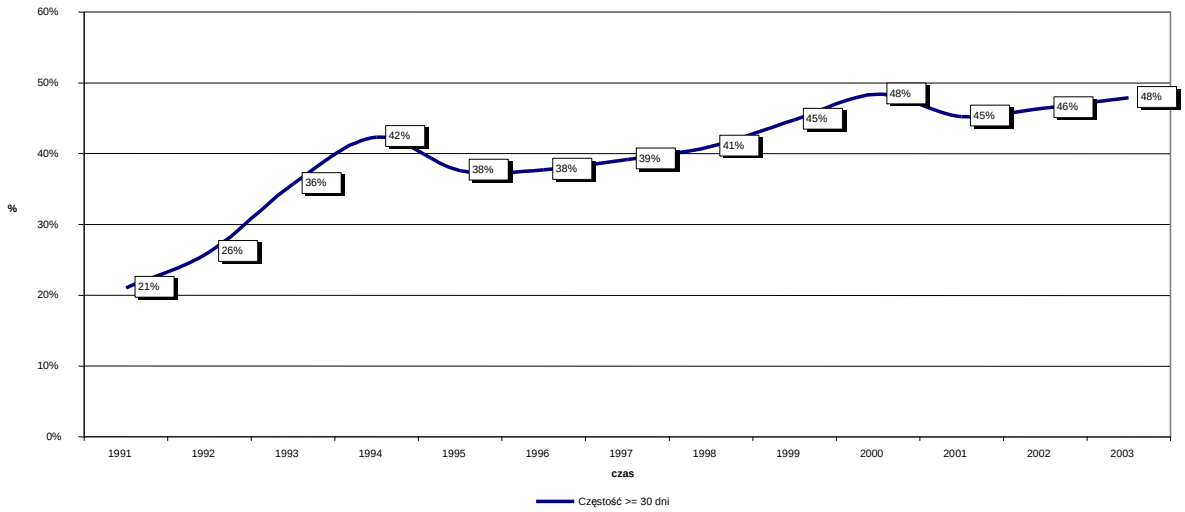
wykresie 3.27, który pokazuje, że systematycznie rośnie odsetek przedsiębiorstw, w których obrót zapasów wynosi 30 i więcej dni. W latach 1991 i 1992 odpowiednio 21 i 26% przedsiębiorstw miało obrót zapasów na poziomie 30 i więcej dni. W kolejnych 6 latach już około 40% przedsiębiorstw miało obrót zapasów na tym poziomie, a w 2000 i 2003 roku 48% przedsiębiorstw miało obrót zapasów o czasie trwania co najmniej 30 dni. Teoretycznie na pogorszenie tych wskaźników w ostatnich latach mogło mieć wpływ szereg czynników:

- chęć zdynamizowania sprzedaży i zwiększenie oferty dla klientów,
- niższe tempo wzrostu gospodarczego,
- nieefektywne metody zarządzania zapasami (jednym z ich przejawów mogą być: stare zapasy - niechęć służb magazynowych, jak i kadry zarządzającej do likwidowania i odpisywanie w koszty starych zapasów).

Z obserwacji autora wynika, że te dwa ostatnie czynniki powodują zawyżanie wartości zapasów.



Wykres 3.26. Obrót zapasów w badanych przedsiębiorstwach. *Źródło: opracowanie własne*



Wykres 3.27. Częstość występowania obrotu zapasów >= 30 dniom w badanych przedsiębiorstwach
Źródło: opracowanie własne

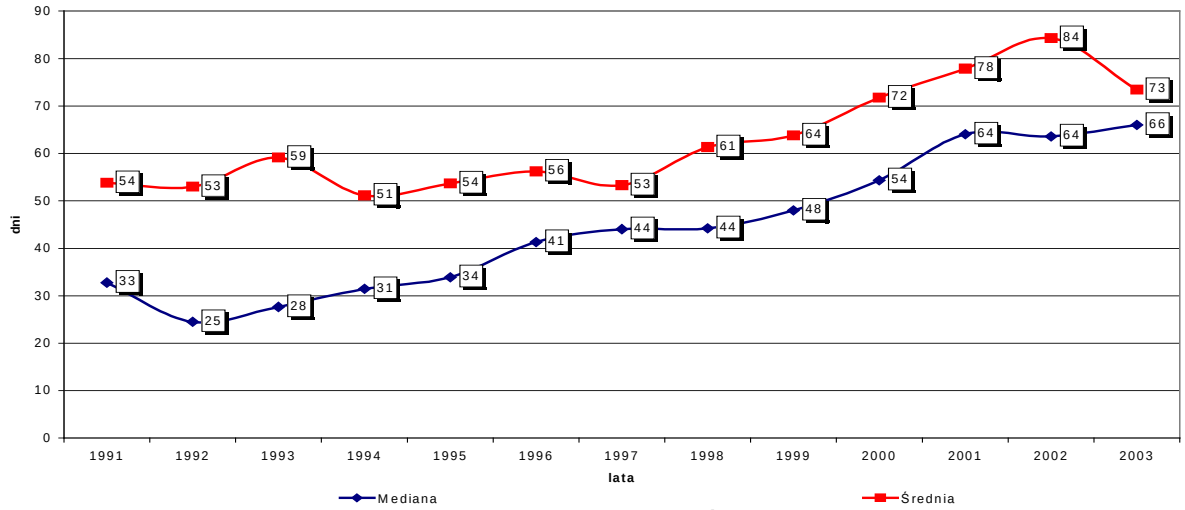
Obrót należności brutto w dniach

Średni okres obrotu należności brutto[239] w badanym okresie wynosił 63 dni. Przebieg średniej i mediany tego wskaźnika jest dość zbliżony w całym badanym okresie (wykres 3.28). Tendencje te pokazuje mediana, której wielkość w latach 1991-2003 oscylowała w granicach 24-66 dni. Począwszy od 1992 roku następuje systematyczny wzrost tej wielkości z 24 do 66 dni w 2003 roku. Kolejny wykres (wykres 3.29) potwierdza negatywne tendencje, systematycznie rośnie odsetek przedsiębiorstw, które czekają na uregulowanie należności przez 30 i więcej dni. Na początku lat dziewięćdziesiątych było ich tylko 34%, ale począwszy od 1992 r. stale ich przybywało. W efekcie od 2000 r. około 84% przedsiębiorstw oczekuje na uregulowanie należności 30 i więcej dni. Dodatkowym potwierdzeniem jest fakt, iż coraz więcej przedsiębiorstw czeka na zapłatę należności dwa i więcej miesięcy, w latach 1991 – 1996 było ich około 21%, w latach 1997-1999 - 30%, a w latach 2000-2003 około 57%. W roku 2003 aż 58% przedsiębiorstw czekało na zapłatę należności średnio nie mniej niż 2 miesiące. Teoretycznie na pogorszenie w ostatnich czterech latach wskaźnika obrotu należności (w dniach) mogło mieć wpływ szereg czynników:

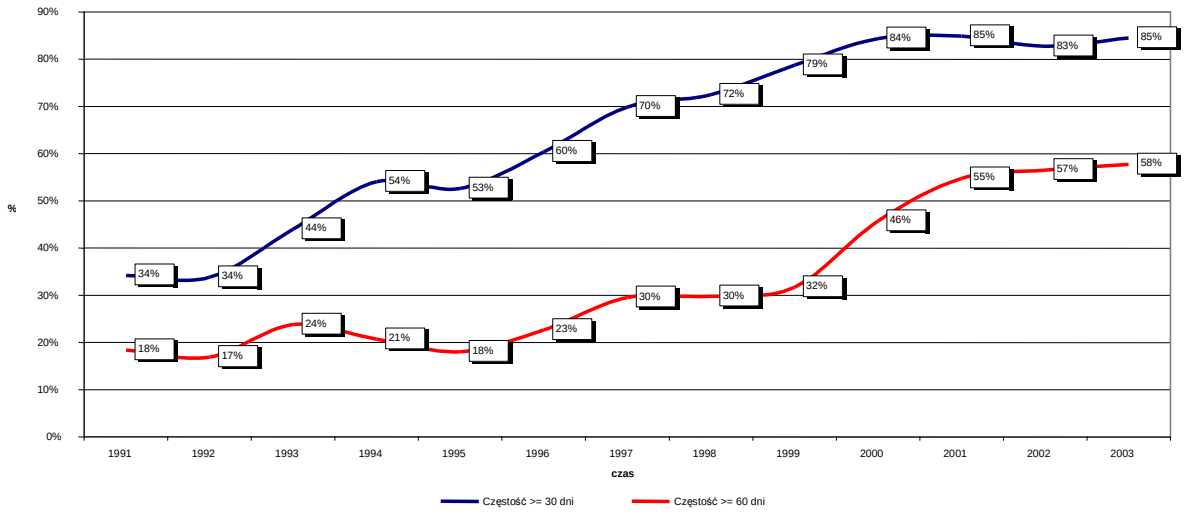
- chęć zdynamizowania sprzedaży i zliberalizowanie podejścia do oceny potencjalnych klientów,
- ukształtowanie się na rynku praktyki wydłużania terminów płatności,
- słabsze działanie służb windykacyjnych,
- niechęć zarządów przedsiębiorstw do tworzenia rezerw na należności i przez to nawarstwianie się należności przeterminowanych (gdyż włączane w ciężar pozostałych kosztów operacyjnych obniżają wynik, którym można się pochwalić przed właścicielami i kontrahentami).

Z obserwacji autora wynika jednak, że decydującymi czynnikami są coraz powszechniejsza wśród przedsiębiorstw praktyka (przejęta od supermarketów) wydłużania terminów płatności oraz także, choć w mniejszym stopniu, mocno przeterminowane należności, na które nie utworzono wcześniej rezerw.

[239] Należności brutto to suma należności ujętych w bilansie i tych, na które zostały utworzone rezerwy w ciężar pozostałych kosztów operacyjnych.



Wykres 3.28. Obrót należności w badanych przedsiębiorstwach. *Źródło: opracowanie własne*



Wykres 3.29. Częstość występowania obrotu należności (>= 30 i 60 dniom) w badanych przedsiębiorstwach. *Źródło: opracowanie własne*

Analiza rezerw na należności sugeruje, że w badanym okresie następuje stałe pogarszanie się jakości należności co ilustrują takie wskaźniki, jak[240]:

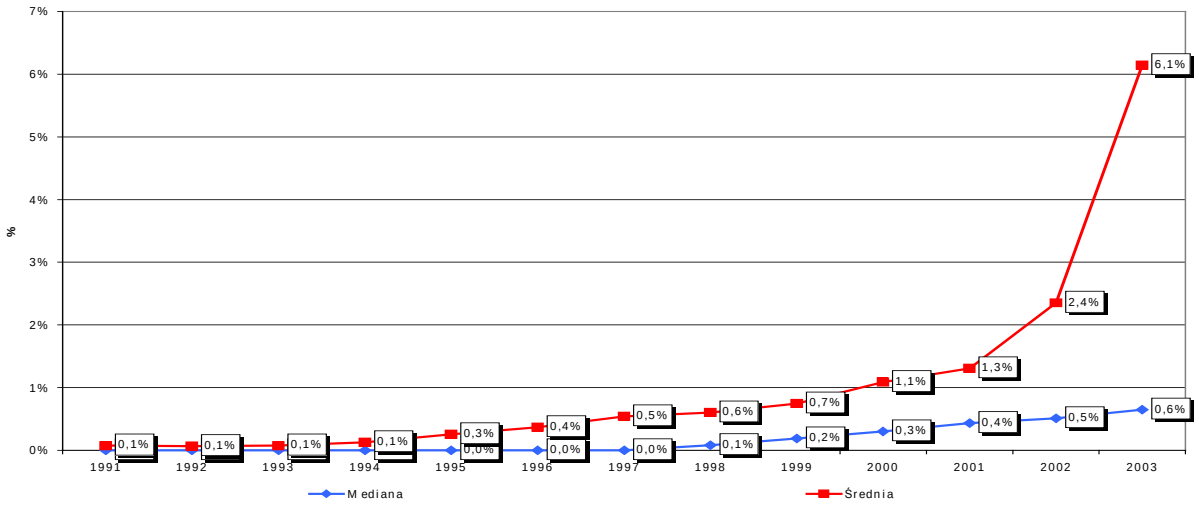
- rezerwy na należności przeciętne / sprzedaż przeciętną (wykres 3.30**)**,
- rezerwy na należności przeciętne / należności brutto przeciętne (wykres 3.31**)**.

Zilustrowane sytuacje nie oddają z pewnością pełnej skali niepewnych i nieściągalnych należności. Oba wykresy ilustrują wyraźnie wzrostowe tendencje wielkości rezerw zarówno w relacji do przeciętnej sprzedaży, jak i do należności brutto. Z analizy sprawozdań wynika, że wiele przedsiębiorstw nie tworzy rezerw na należności, aby nie obniżać wyniku

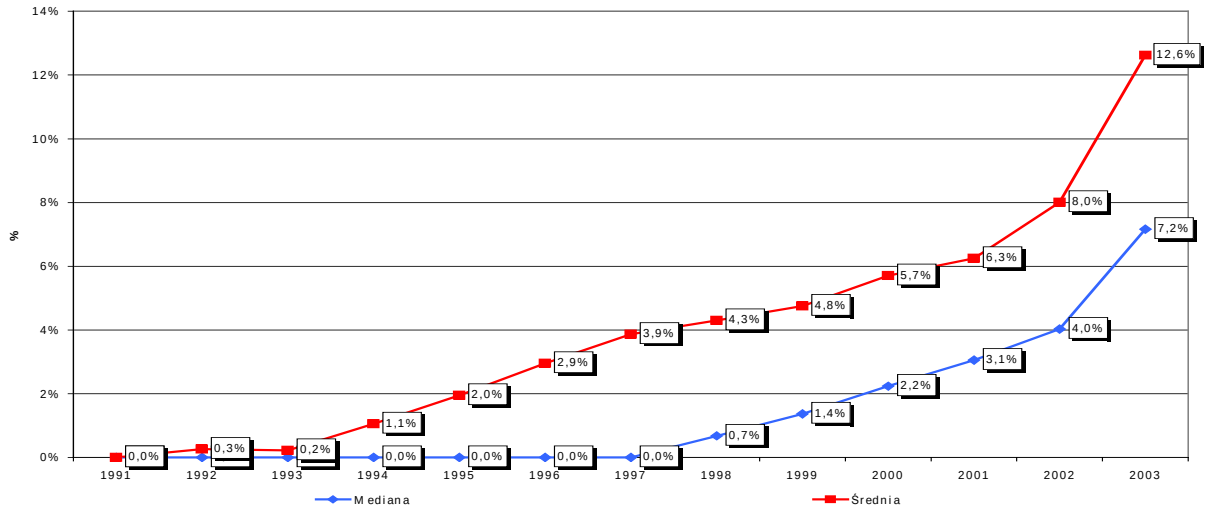
[240] Analiza ta oparta jest na informacjach o stanie rezerw na należności zawartych w informacjach dodatkowych przedsiębiorstw.

finansowego. Nie bez znaczenia jest brak kontroli zewnętrznej (większość z tych przedsiębiorstw nie podlega obowiązkowi badania sprawozdań przez biegłych rewidentów). O niskiej skłonności do tworzenia rezerw świadczą przykłady przedsiębiorstw, które ogłosiły upadłość. Sprawozdania finansowe pokazują wyraźnie, że po ogłoszeniu upadłości tworzone są znaczne rezerwy, najczęściej na należności mocno przeterminowane, na które odpisy powinny zostać dokonane kilka lat temu.

Podsumowując wytłumaczeniem zmian w rotacji należności jest fakt, iż przedsiębiorstwa we wczesnych latach dziewięćdziesiątych bardzo rzadko tworzyły rezerwy na należności (co powodowało nawarstwianie się przeterminowanych, często nieściągalnych należności), praktyka ta zaczęła się upowszechniać, często przy dużym oporze zarządu, w kolejnych latach.



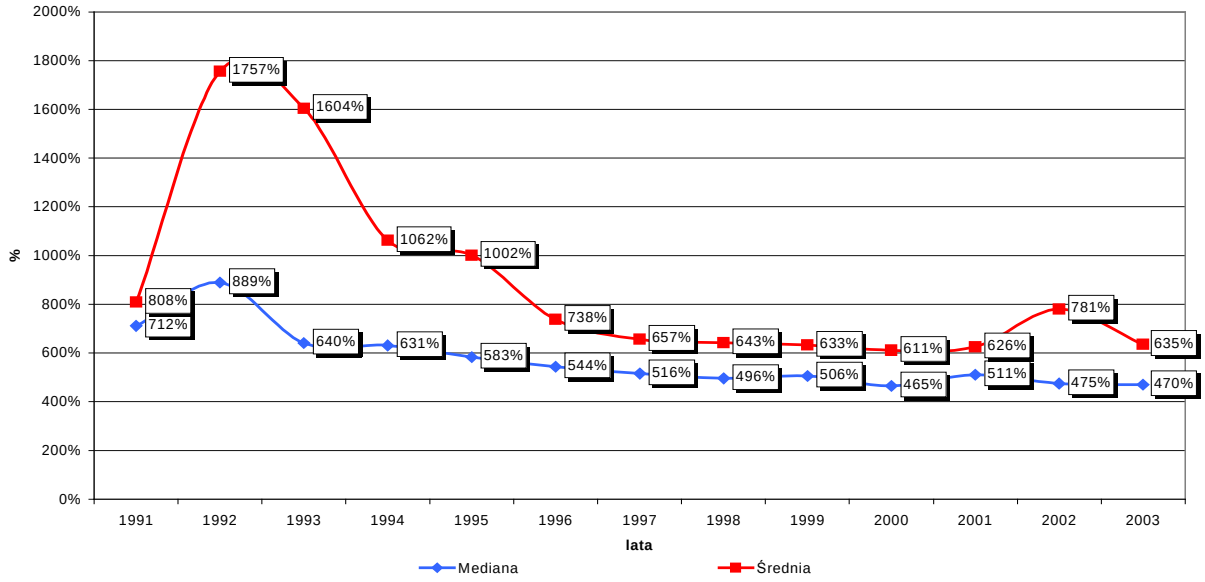
Wykres 3.30. Przeciętne rezerwy na należności do sprzedaży przeciętnej w badanych przedsiębiorstwach *Źródło: opracowanie własne*



Wykres 3.31. Przeciętne rezerwy na należności do należności brutto przeciętnych w badanych przedsiębiorstwach. *Źródło: opracowanie własne*

Pokrycie długu krótkoterminowego przychodami ze sprzedaży

Średni wskaźnik pokrycia długu krótkoterminowego przychodami ze sprzedaży kształtował się na poziomie 890% (wykres 3.32). Obserwacje średniej i mediany wskazują na wyraźną spadkową tendencję z poziomu około 1700% dla średniej i 770% dla mediany, w latach 1991-1992 do (odpowiednio) 630 i 470% w 2003 roku. Oznacza to, że zadłużenie krótkoterminowe przedsiębiorstw w badanym okresie wzrasta dwukrotnie szybciej niż przychody ze sprzedaży – czyli aby zrealizować daną wielkość sprzedaży, przedsiębiorstwa „potrzebują" dwa razy więcej zobowiązań krótkoterminowych niż w 1992 roku.



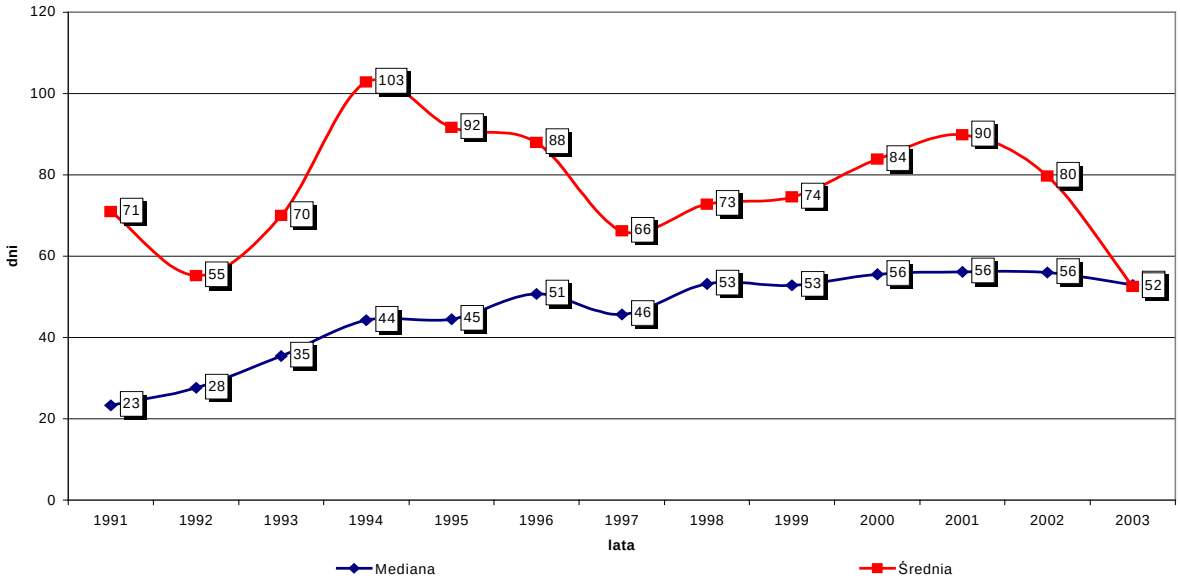
Wykres 3.32. Pokrycie długu krótkoterminowego przychodami ze sprzedaży w badanych przedsiębiorstwach. *Źródło: opracowanie własne*

Czas płacenia zobowiązań

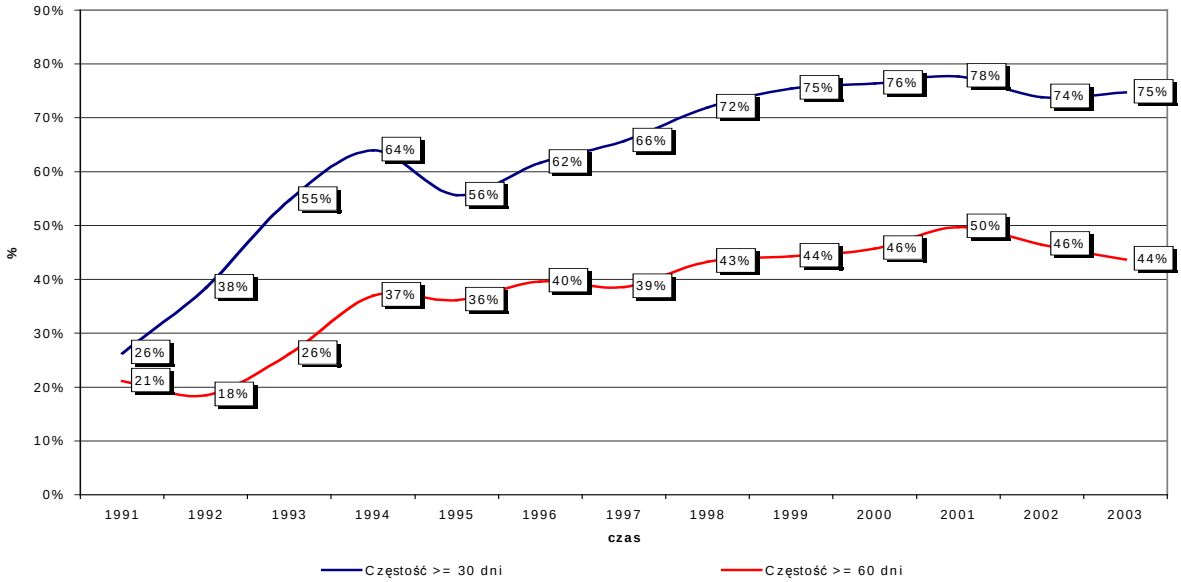
Średni okres regulowania zobowiązań w badanym okresie wynosi 77 dni (wykres 3.33). Przebieg funkcji średniego czasu płacenia zobowiązań charakteryzuje się dużą zmiennością. Klarowny obraz rysuje natomiast mediana, która wskazuje na systematyczne wydłużanie się czasu płacenia zobowiązań począwszy od 1991 r. kiedy to wynosił on 23 dni, do 2001 r. kiedy to osiągnął maksimum (56 dni), kolejne lata wskazują na zmianę tendencji na spadkową (53 dni w 2003 roku). Bardzo zbliżony przebieg mają funkcje częstości płacenia zobowiązań w czasie minimum 30 oraz co najmniej 60 dni (wykres 3.34). Funkcje te wskazują, że systematycznie zwiększa się odsetek przedsiębiorstw, które płacą za zobowiązania najwcześniej po 60 dniach. W ostatnich pięciu latach około 76% przedsiębiorstw płaciło za zobowiązania z tytułu dostaw i usług po minimum 30 dniach, a około 47% po minimum 60 dniach. Na wydłużenie okresu regulowania zobowiązań w badanym okresie mogło mieć wpływ szereg czynników:

- zatory płatnicze, które mogą być spowodowane wieloma czynnikami (np. recesją),
- jeżeli klienci nie płacą w terminie, to sprzedający starają się przenosić te opóźnienia na dostawców, a w związku z tym, że na większości rynków jest duża konkurencja, to wiele przedsiębiorstw nie egzekwuje wymaganych umownych terminów płatność i zbyt rygorystycznie,
- brak zachęt ze strony sprzedających do wcześniejszej spłaty (jedynie 47% przedsiębiorstw oferuje kontrahentom upusty za wcześniejszą płatność.

Wyniki ankiety oraz analiza cyklu operacyjnego pokazują, że te dwa ostatnie czynniki mają decydujący wpływ na wydłużenie okresu zapłaty za zobowiązania.



Wykres 3.33. Czas płacenia zobowiązań w badanych przedsiębiorstwach. *Źródło: opracowanie własne*



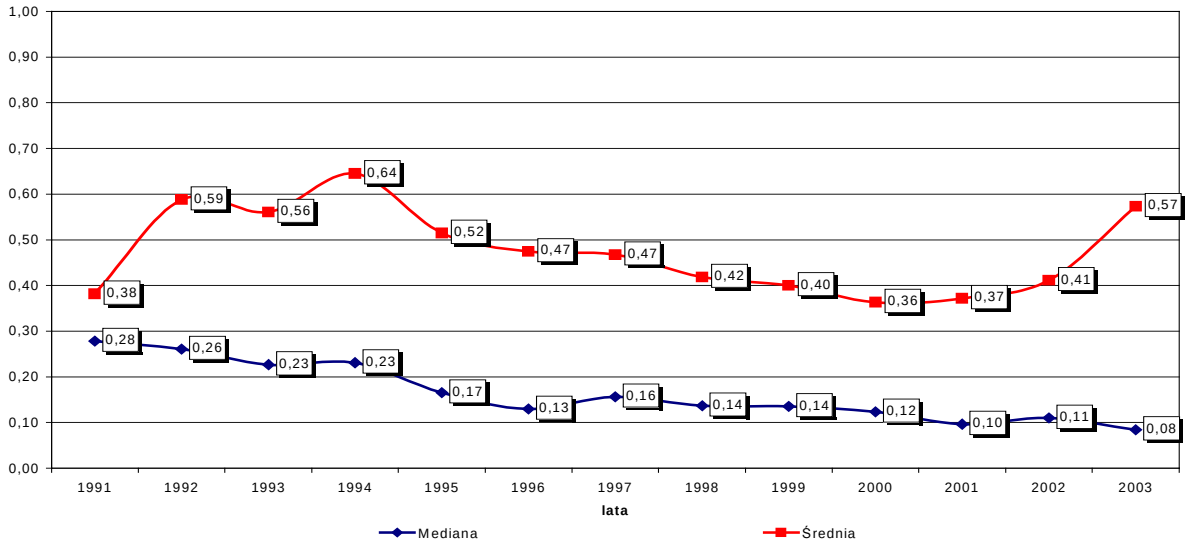
Wykres 3.34. Częstość występowania czasu płacenia zobowiązań (>= 30 i 60 dniom) w badanych przedsiębiorstwach. *Źródło: opracowanie własne*

Płynność przedsiębiorstwa

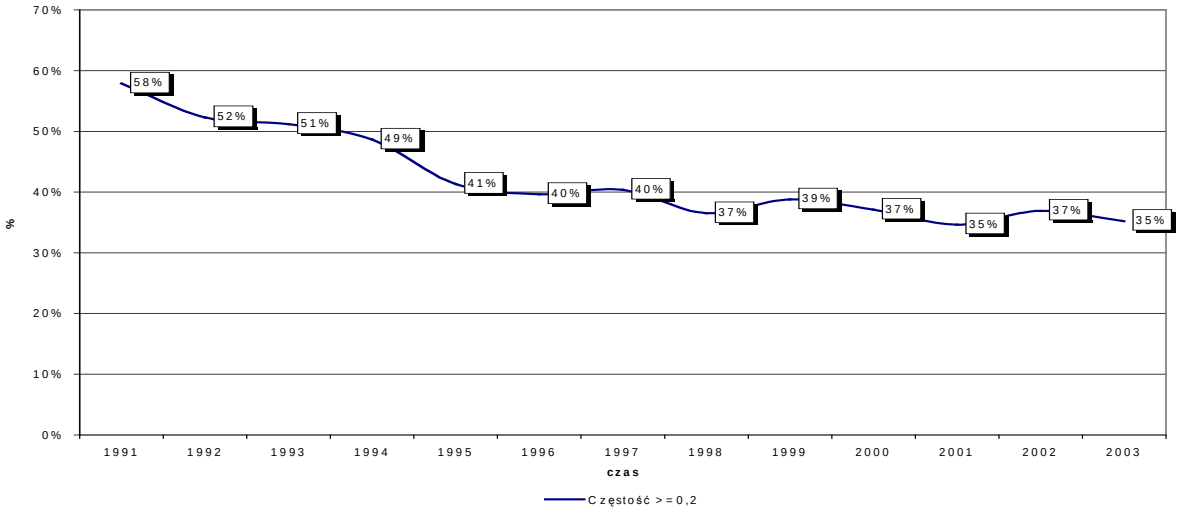
Analiza wskaźników płynności w latach 1991- 2003 wskazuje na stabilny poziom zdolności do regulowania zobowiązań badanych przedsiębiorstw. Wskaźnik płynności finansowej I stopnia (gotówkowej) wykazuje wysoką średnią wartość na poziomie 47%. W roku 1991 średnia wielkość tego wskaźnika oscylowała w okolicach 40%, następnie wzrosła (w latach 1992-1994) do 60%, w kolejnych sześciu latach nastąpiło zmniejszenie płynności I stopnia, osiągając poziom 37% w 2000 roku. W ostatnich trzech latach nastąpiła zmiana tendencji, w efekcie której średni poziom płynności wyniósł w 2003 roku 60% (wykres 3.35). Mediana tego wskaźnika wykazuje stałą tendencję spadkową, osiągając minimum w 2003 r. na poziomie 8%. W literaturze przedmiotu można spotkać się z zaleceniami, iż wskaźnik ten powinien zawierać się w przedziale 10-20%.[241] Zalecany niski poziom wskaźnika wynika z reguł zarządzania środkami pieniężnymi w przedsiębiorstwie, według których zasoby gotówkowe powinny być ograniczone do niezbędnego minimum, gdyż kapitał zaangażowany w działalność operacyjną jest dla większości przedsiębiorstw źródłem dochodów. W związku z tym można stwierdzić, że średnie wartości tego wskaźnika pokazują wysoką nadpłynność finansowa badanych przedsiębiorstw (mediana w całym badanym okresie oscyluje w obszarze 8-28%. Badania częstości występowania płynności natychmiastowej na poziomie powyżej 20% (zalecana górna granica tego parametru) pokazują, że w badanym okresie 42% przedsiębiorstw ma poziom tego wskaźnika wyższy niż 20% (wykres 3.36).

Wysokie stany środków pieniężnych i ich ekwiwalentów (obecnie w bilansie nazywanych inwestycjami krótkoterminowymi) miały uzasadnienie w okresie i w sytuacjach, gdy oprocentowanie np. lokat bankowych przynosiło większą stopę zwrotu niż działalność operacyjna przedsiębiorstwa. W latach 2001- 2003 oprocentowanie bezpiecznych lokat spadło na tyle, że powinno stracić swą atrakcyjność na rzecz inwestycji w rozwój działalności operacyjnej. Tak też się dzieje, następuje zmniejszenie rezerw środków pieniężnych i ich ekwiwalentów. Sytuacja ta powoduje, że zmniejsza się bezpieczeństwo finansowe, ale z drugiej strony zmniejsza się też wielkość mało efektywnych lub nieefektywnych lokat, które nie sprzyjają kreowaniu wartości przedsiębiorstwa, jak i wartości dla właścicieli.

[241] T. Waśniewski, W. Skoczylas, *Teoria i praktyka analizy finansowej w przedsiębiorstwie*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2002, s. 439.



Wykres 3.35. Wskaźnik płynności I stopnia w badanych przedsiębiorstwach. *Źródło: opracowanie własne*

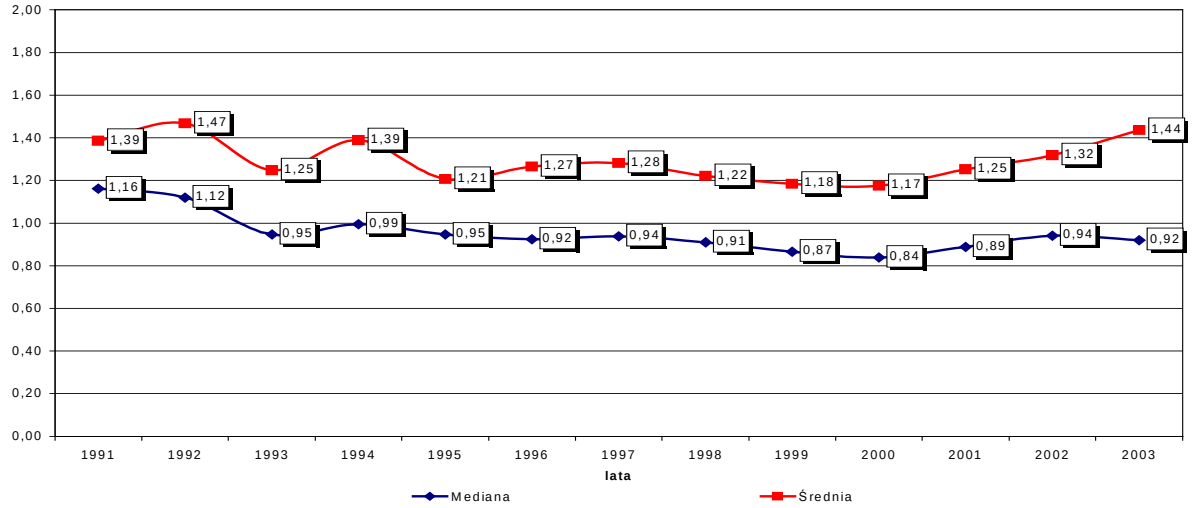


Wykres 3.36. Częstość występowania wskaźnik płynności I stopnia (na poziomie >= 20%) w badanych przedsiębiorstwach. *Źródło: opracowanie własne*

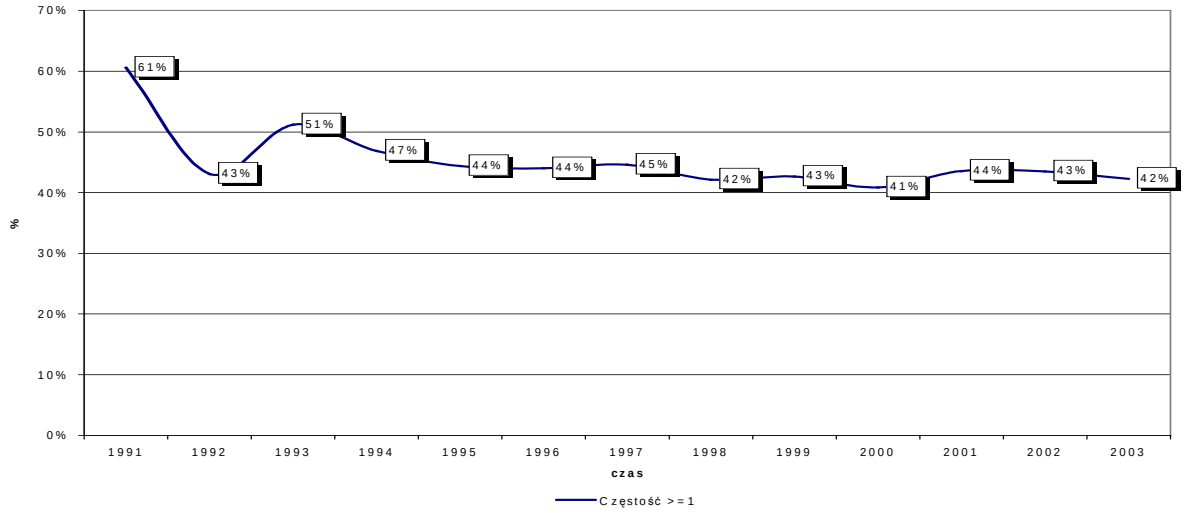
Kolejny wskaźnik płynności finansowej II stopnia (ang. *quick ratio)* przyjmuje również wysoką średnią wartość w badanym okresie: 129% (mediana 95%). W latach 1991-1994 jego wartość oscylowała w okolicach 135%. Począwszy od 1995 r. do 2000 r. następował stały spadek tego wskaźnika do poziomu 117% (wykres 3.37). Natomiast od 2001 r. można zaobserwować tendencję wzrostową, której wynikiem jest najwyższy od 9 lat poziom tego wskaźnika (140% w 2003 roku). Mediana tego parametru jedynie w latach 1991 i 1992 osiągnęła wartości większe niż 100%. W latach 1992-2003 jej wielkość oscylowała między 80 a 100%. W literaturze wielkość tego wskaźnika w granicach 100% uważana jest za wzorową, ponieważ świadczy o zdolności przedsiębiorstwa do pokrywania w krótkim czasie wymagalnych zobowiązań.[242] Wysoki poziom tego wskaźnika wskazuje na nieoperacyjne

[242] Tamże, s. 440.

gromadzenie środków pieniężnych i ich ekwiwalentów oraz występowanie wysokiego stanu należności, z których znaczna część może być przeterminowana. Badanie częstości pokazało, że w latach 1991-2000 średnio 45% przedsiębiorstw ma wskaźnik szybkiej płynności na poziomie przekraczającym zalecaną wielkość 100% (wykres 3.38).



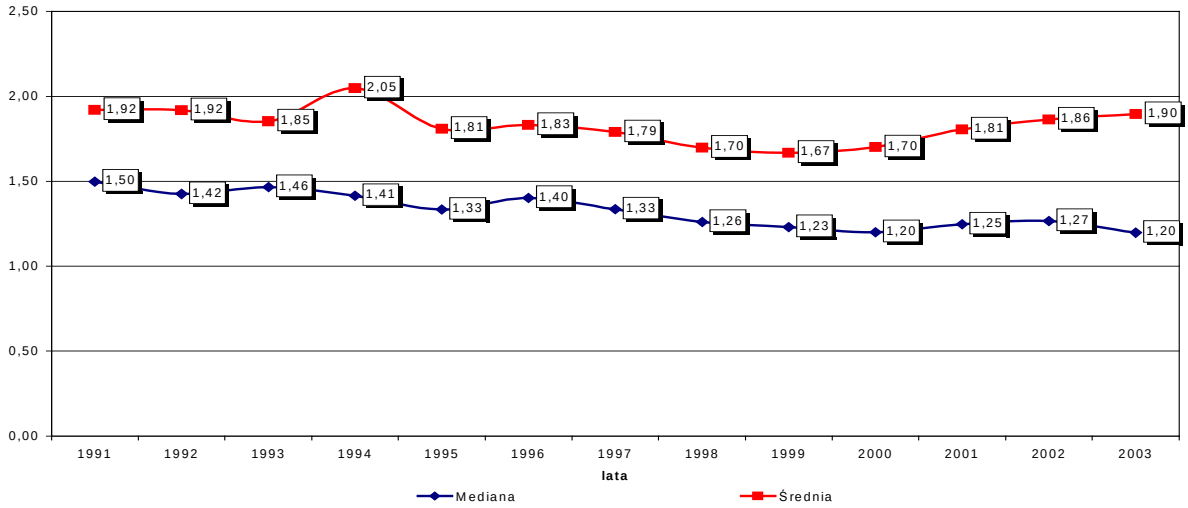
Wykres 3.37. Wskaźnik płynności II stopnia w badanych przedsiębiorstwach. *Źródło: opracowanie własne*



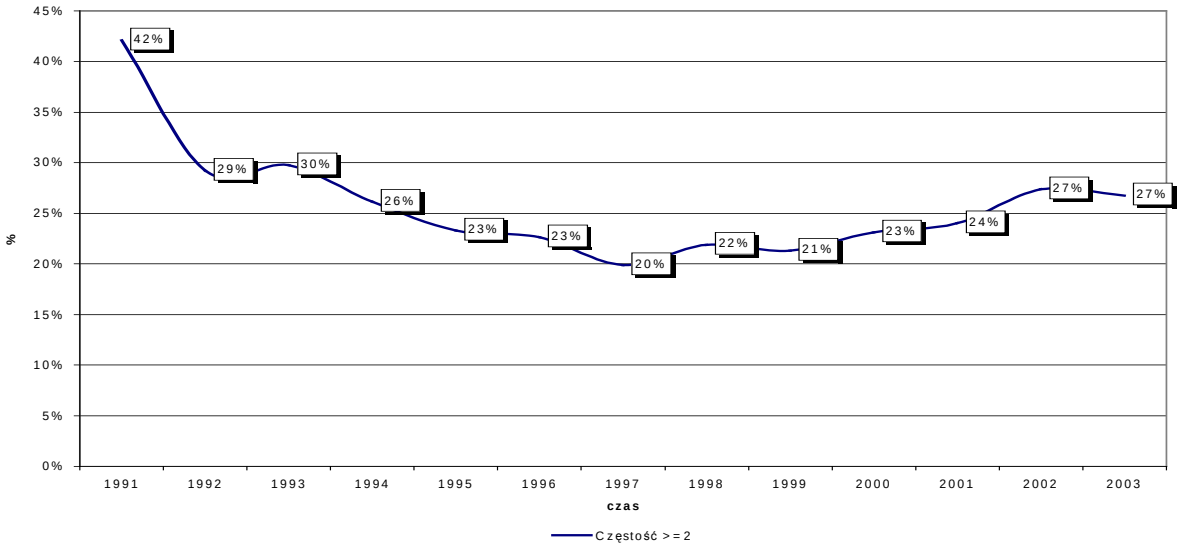
Wykres 3.38. Częstość występowania wskaźnik płynności II stopnia na poziomie >= 100% w badanych przedsiębiorstwach. *Źródło: opracowanie własne*

Następny wskaźnik III stopnia płynności (ang. *current ratio),* podobnie jak wcześniej opisane wskaźniki płynności, przyjmuje wysoką średnią wartość na poziomie 183% (mediana 133%). W badanym okresie jej przebieg jest zbliżony do wskaźników płynności I i II stopnia. W latach 1991-1994 jego średnia wielkość wynosiła około 195% (wykres 3.39). Od roku 1995 jego średnia wartość uległa systematycznemu zmniejszeniu i najniższy poziom osiągnęła w 1999 r. – 167%. W następnych latach można zaobserwować jego stałą zwyżkę aż do poziomu 190% w 2003 roku. Według literatury przedmiotu wartość tego parametru

powinna oscylować w granicach 120–200%.[243] Stabilniejszy przebieg ma mediana, co wskazuje, że mamy do czynienia ze stałym zmniejszaniem się wskaźnika płynności III stopnia ze 150% w 1991 r. do 120% w 2003 roku. W obliczu sprzecznych sygnałów generowanych przez średnią i medianę sprawdzono częstość występowania w badanej populacji płynności wyższej, równej 200%. Badanie częstości wskazuje, że od 1997 r. do 2003 roku rośnie odsetek przedsiębiorstw (wzrost z 20 do 27%), których płynność bieżąca kształtuje się powyżej zalecanej górnej wartości (wykres 3.40). Analiza tego wskaźnika pokazuje, że blisko ponad jedna czwarta badanych przedsiębiorstw utrzymuje nadmierną płynność (III stopień), co ma niekorzystny wpływ zarówno na rentowność przedsiębiorstwa, jak i na kreowaną przez przedsiębiorstwo wartość dla właścicieli.



Wykres 3.39. Wskaźnik płynności III stopnia w badanych przedsiębiorstwach. *Źródło: opracowanie własne*



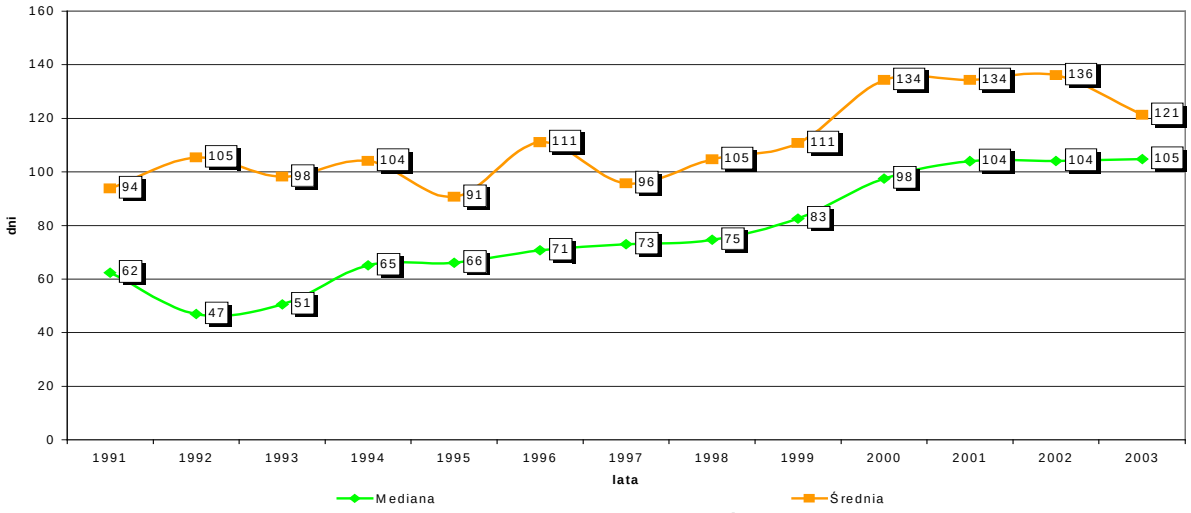
Wykres 3.40. Częstość występowania wskaźnik płynności III stopnia (na poziomie >= 200%) w badanych przedsiębiorstwach. *Źródło: opracowanie własne*

[243] Tamże, s. 441.

Jakkolwiek w literaturze podaje się zalecenia (normatywy) lub sugestie co do arbitralnego wnioskowania na ich podstawie, to jednak, zdaniem autora należy podchodzić z dużą rezerwą do normatywów, gdyż niestosowanie ich w praktyce nie musi oznaczać utraty płynności lub nadpłynność.

Cykl operacyjny

Cykl operacyjny[244] określa liczbę dni, jakie upływają od momentu nabycia materiałów, towarów do realizacji wpływów gotówkowych ze sprzedaży produktów lub towarów. Oczywiście im czas ten jest krótszy, tym mniejsze zasoby kapitałowe zmuszone jest angażować przedsiębiorstwo, co ma niebagatelny wpływ na kreowaną przez przedsiębiorstwo wartość. W badanych przedsiębiorstwach średnia wartość cyklu operacyjnego wynosi 111 dni. Wynika stąd, że średnio przedsiębiorstwa potrzebują trzy i pół miesiąca, aby odzyskać środki zainwestowane w zapasy i należności. W okresie od 1991 r. do 1996 r. średni cykl ulegał znacznym zmianom (wykres 3.41). Od roku 1997 do 2002 r. wyraźna jest wzrostowa tendencja, dopiero w 2003 r. nastąpiło skrócenie cyklu operacyjnego. Stabilniej prezentuje się mediana, która wskazuje jednoznacznie na pogarszanie się sytuacji przedsiębiorstw w tym obszarze. Od roku 1992 przebieg mediany ma stałą tendencję wzrostową (wzrost z 47 do 105 dni w 2003 roku).



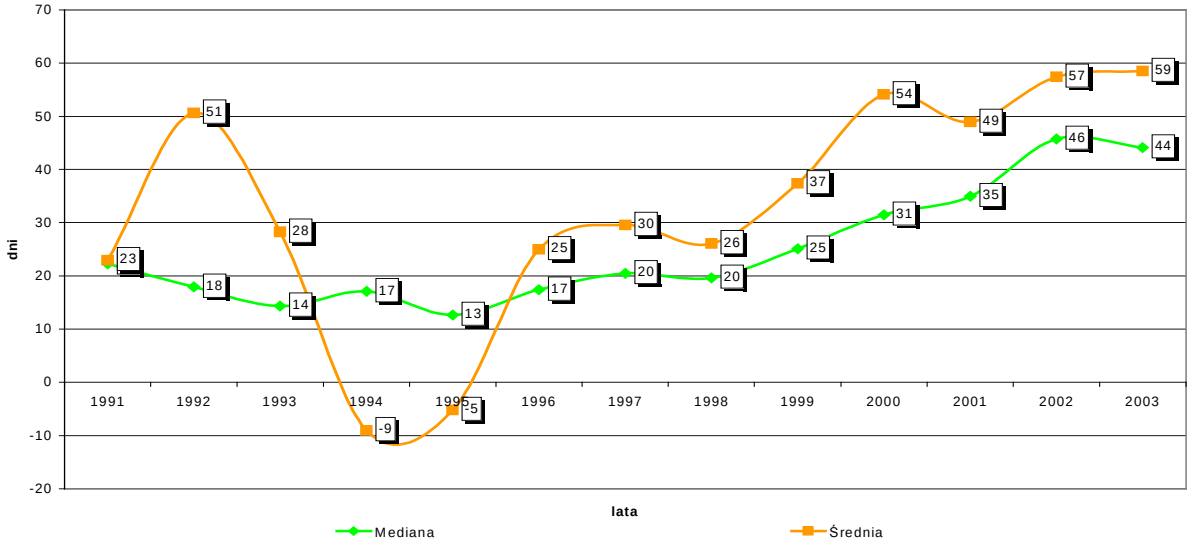
Wykres 3.41. Cykl operacyjny w badanych przedsiębiorstwach. *Źródło: opracowanie własne*

[244] Patrz rozdział 2.

Cykl środków pieniężnych (cykl konwersji gotówki)

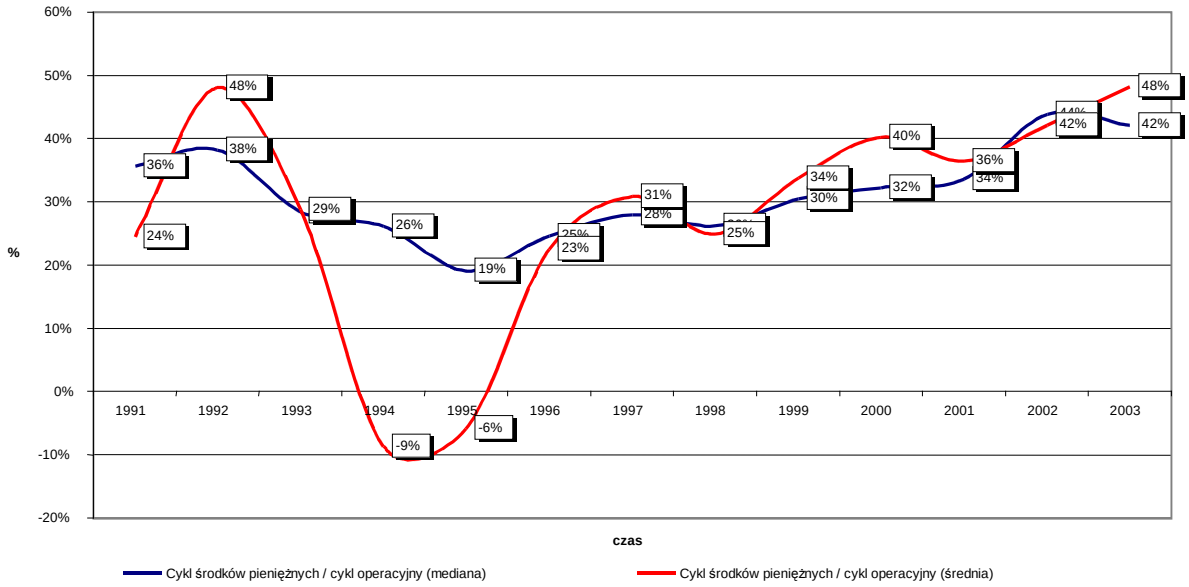
Średnia wartość cyklu środków pieniężnych[245] wynosi 33 dni. W latach 1991-1995 średni cykl środków pieniężnych, podobnie jak cykl operacyjny, ulegał znacznym wahaniom. W latach 1994-1995 średni cykl środków pieniężnych był ujemny, co oznacza, że przeciętnie w badanych przedsiębiorstwach zobowiązania z tytułu dostaw finansowały w całości cykl operacyjny i w części inne aktywa. Od roku 1994 widoczna staje się tendencja wzrostowa, średni poziom cyklu środków pieniężnych wzrósł z minus 9 dni w 1994 r. do 59 dni w 2003 roku. (wykres 3.42). Spokojniejszy przebieg ma mediana cyklu środków pieniężnych, która w 1991 r. wynosiła 23 dni, a następnie zmniejszyła się, osiągając minimum w 1995 r. – 13 dni. W kolejnych okresach można obserwować już tylko stały wzrost tego parametru – aż do poziomu 44 dni w 2003 roku.

Jeśli porównać średnie wielkości cyklu środków pieniężnych i cyklu operacyjnego, okazuje się, że w latach 1991-2003 średnio 72% czasu cyklu operacyjnego było finansowane z zobowiązań z tytułu dostaw i usług (w przypadku mediany było to 69%). Jak wynika z obserwacji mediany (wykres 3.43), na początku lat dziewięćdziesiątych około 63% czasu cyklu operacyjnego przerzucane było na dostawców; w 1995 r. aż 80% tego czasu obciążało dostawców, ale już od następnego roku tendencja ta uległa zmianie. Dostawcy w coraz mniejszym zakresie finansowali cykl operacyjny (w 2003 r. już tylko w 58%). Świadczyć to może o coraz mniejszych możliwościach przerzucenia wydłużającego się czasu oczekiwania na gotówkę z tytułu cyklu operacyjnego na dostawców, w związku z czym przedsiębiorstwa są zmuszone poszukiwać innych źródeł finansowania cyklu operacyjnego.



Wykres 3.42. Cykl środków pieniężnych w badanych przedsiębiorstwach. *Źródło: opracowanie własne*

[245] Patrz rozdział 2.



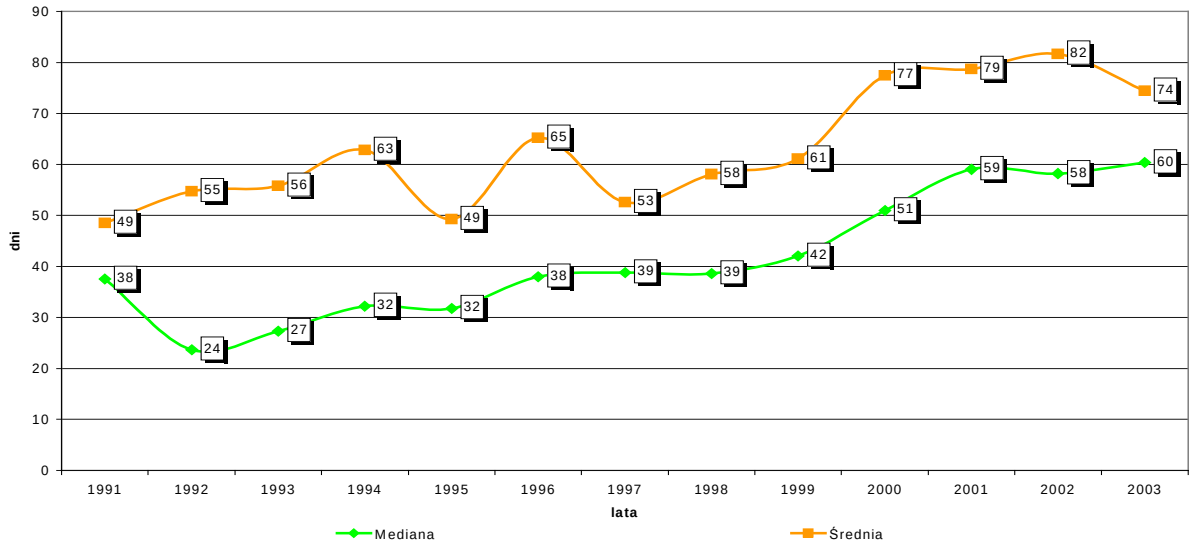
Wykres 3.43. Cykl środków pieniężnych w relacji do cyklu operacyjnego w badanych przedsiębiorstwach.
Źródło: opracowanie własne

Wskaźnik upłynniania oraz produktywności majątku obrotowego

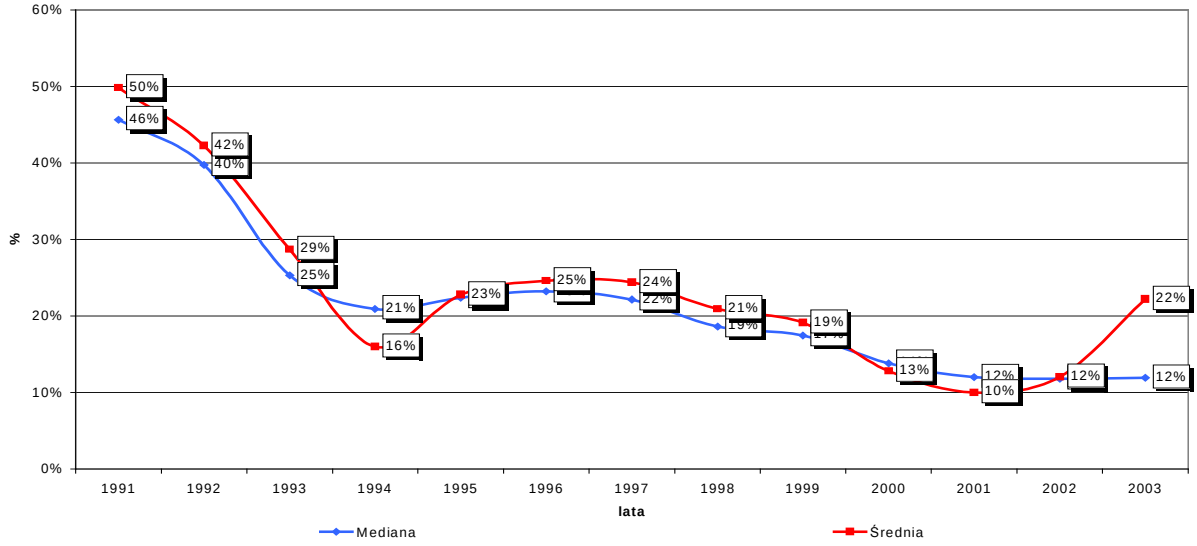
Wskaźnik upłynniania[246] to cykl operacyjny, którego składniki (okres rotacji zapasów i należności) są ważone wartościowym stanem tych pozycji. Przebieg mediany tego wskaźnika pokazuje, że od 1992 r. następuje stopniowe wydłużanie tego okresu: z 24 do 60 dni w 2003 roku (wykres 3.44). Podobną tendencję można zaobserwować dla wielkości średnich: od 1991 r. do 2003 r. nastąpiło wydłużenie czasu upłynnienia z 48 dni do 74 dni. Te wskazania determinują konieczność angażowania coraz większych środków na finansowanie majątku obrotowego.

Dotychczas zaobserwowane negatywne zjawiska mają odzwierciedlenie także w produktywności majątku obrotowego, którego wskaźnik uległ znacznemu pogorszeniu w badanym okresie (wykres 3.45). W roku 1991 jego średnia wartość wyniosła 50% (mediana 46%), a w 2001 r. spadła do 10% (mediana 12%). W dwóch ostatnich latach nastąpił wzrost średniej (12% w 2002 r. i 22% 2003 r.), mediana w tym okresie ustabilizowała się na poziomie 12%. Zmiany tego wskaźnika odzwierciedlają zapotrzebowanie na kapitał w obrocie. Zaobserwowana tendencja spadkowa wskazuje, że zapotrzebowanie na kapitał w obrocie rośnie szybciej niż sprzedaż, czyli realizacja sprzedaży wymaga z każdym rokiem co większego majątku obrotowego i tym samym większych źródeł jego finansowania, co ma negatywny wpływ na kreowanie wartości przedsiębiorstwa.

[246] Patrz rozdział 2.



Wykres 3.44. Wskaźnik upłynnienia w badanych przedsiębiorstwach. *Źródło: opracowanie własne*



Wykres 3.45. Produktywność majątku obrotowego w badanych przedsiębiorstwach. *Źródło: opracowanie własne*

Strategie zarządzania majątkiem obrotowym i źródłami jego finansowania

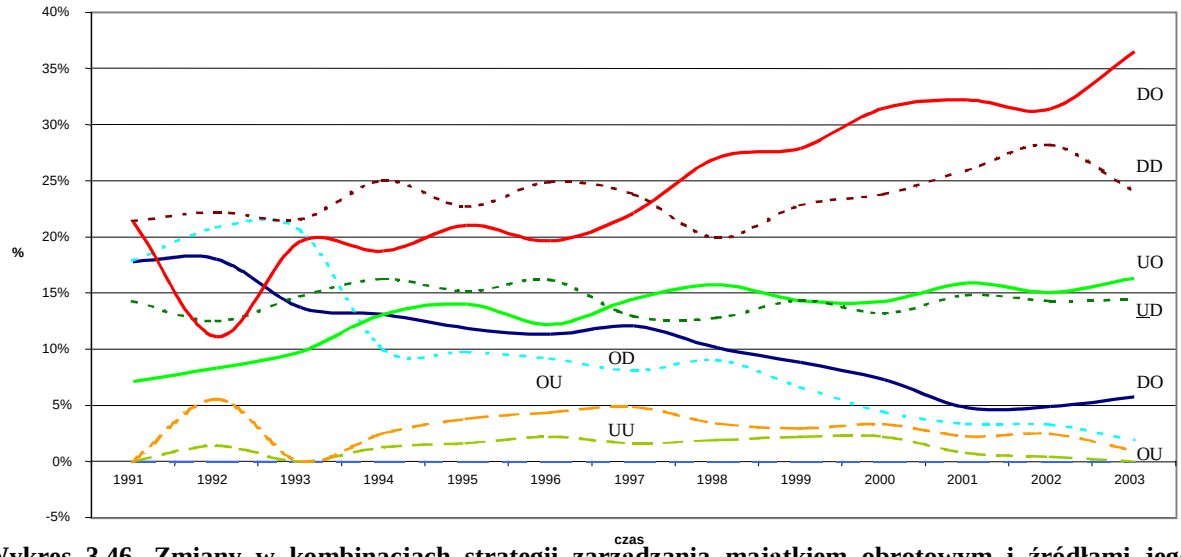
Na podstawie o przyjętej w tabeli 3.1 metodyki dokonano klasyfikacji badanych przedsiębiorstw ze względu na realizowaną w nich strategię zarządzania majątkiem obrotowym i źródłami jego finansowania. Wynika z niej, że średnio w badanym okresie w obszarze zarządzania majątkiem obrotowym przeważają strategie defensywne – 50% (29% stanowią strategie umiarkowane, a 21% ofensywne), a w obszarze zarządzania źródłami finansowania majątku obrotowego strategie ofensywne – 49% (46% stanowią strategie defensywne, a 5% umiarkowane). Faktycznie realizowane strategie zarządzania majątkiem obrotowym odbiegają od deklarowanych w ankietach. Należy przypomnieć, iż z deklaracji przedsiębiorstw wynika, że za docelową strategię zarządzania źródłami finansowania majątku

obrotowego wybrana została strategia ofensywna (łącznie 71% wskazań tych przedsiębiorstw, które deklarują posiadanie strategii w tym obszarze). Zdecydowanie mniej, bo 29% wskazań w ankiecie, ma strategia defensywna, która średnio w badanym okresie była realizowana przez 46% przedsiębiorstw. Spośród kombinacji zawartych w tabeli 3.3, średnio w badanym okresie najczęściej realizowane były strategie oznaczone symbolami DO – 25% i DD – 24%, następnie UD - 14%, UO – 13%, OO – 11% i OD – 10%, marginalny udział miały DU – 3% i UU – 1%, żadnego zaś przedsiębiorstwa nie zaszeregowano do kombinacji OU. Pełen rozkład strategii realizowanych w latach 1991-2003 oddaje wykres 3.46. Na kolejnym wykresie (3.47) pogrupowano realizowane strategie według kryterium wpływu na kreowaną wartość przedsiębiorstwa. Z klasyfikacji tej wynika, że średnio w badanym okresie przeważają strategie, które nie sprzyjają kreowaniu wartości przedsiębiorstwa – 39% (strategie DD, DU, UD), 38% stanowią te strategie pośrednie (strategie UU, OD, DO), których wpływ na wartość nie jest jednoznaczny, a 22% strategii sprzyja kreacji wartości przedsiębiorstwa (strategie OO, OU, UO). Analizując wykres 3.47, można zaobserwować następujące tendencje: na przestrzeni lat 1991-2003 rośnie udział strategii nie sprzyjających kreowaniu wartości przedsiębiorstwa, spada udział strategii pośrednich, a udział strategii sprzyjających kreowaniu wartości utrzymuje się na dość stałym poziomie.

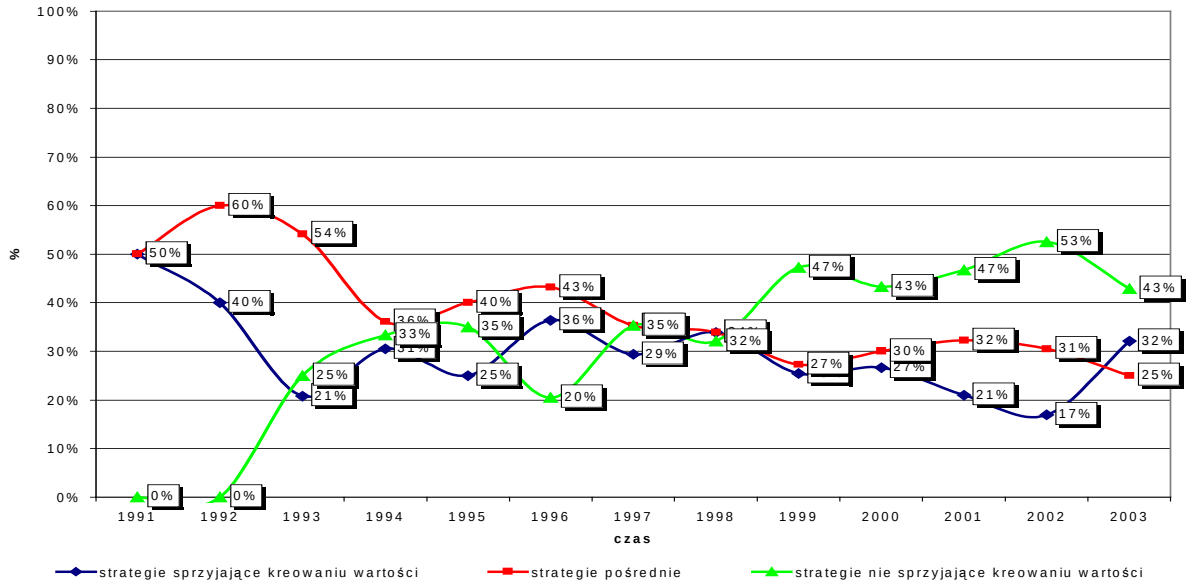
Tabela 3.3. Wpływ realizowanych kombinacji strategii zarządzania majątkiem obrotowym i źródłami jego finansowania na efekt kreacji wartości przedsiębiorstwa oraz płynność finansową

		Strategie zarządzania strukturą finansowania majątku obrotowego		
		Defensywna	Umiarkowana	Ofensywna
Strategie zarządzania majątkiem obrotowym: Defensywna		**DD** Najniższy efekt kreacji wartości przedsiębiorstwa Umiarkowane ryzyko utraty płynności finansowej	**DU** Niski efekt kreacji wartości przedsiębiorstwa Niskie ryzyko utraty płynności finansowej	**DO** Umiarkowany efekt kreacji wartości przedsiębiorstwa Najniższe ryzyko utraty płynności finansowe
Strategie zarządzania majątkiem obrotowym: Umiarkowana		**UD** Niski efekt kreacji wartości przedsiębiorstwa Wysokie ryzyko utraty płynności finansowej	**UU** Umiarkowany efekt kreacji wartości przedsiębiorstwa Umiarkowane ryzyko utraty płynności finansowej	**UO** Wysoki efekt kreacji wartości przedsiębiorstwa Niskie ryzyko utraty płynności finansowej
Strategie zarządzania majątkiem obrotowym: Ofensywna		**OD** Umiarkowany efekt kreacji wartości przedsiębiorstwa Największe ryzyko utraty płynności finansowej	**OU** Wysoki efekt kreacji wartości przedsiębiorstwa Wysokie ryzyko utraty płynności finansowej	**OO** Najwyższy efekt kreacji wartości przedsiębiorstwa Umiarkowane ryzyko utraty płynności finansowej

Źródło: opracowanie własne



Wykres 3.46. Zmiany w kombinacjach strategii zarządzania majątkiem obrotowym i źródłami jego finansowania w badanych przedsiębiorstwach. *Źródło: opracowanie własne*



Wykres 3.47. Zmiany w trzech głównych grupach kombinacji strategii zarządzania majątkiem obrotowym i źródłami jego finansowania w badanych przedsiębiorstwach. *Źródło: opracowanie własne*

Tabela 3.4. Różnice między wynikami przeprowadzonych badań, a danymi statystycznymi z GUS-u

	Przeprowadzone badania na 191 przedsiębiorstwach	Dane statystyczne z GUS	Wyjaśnienie
Udział majątku obrotowego w aktywach	**jest wysoki około 65% i wykazuje tendencję spadową**	**jest niski około 36% i nie wykazuje większych zmian**	**Inna struktura przedsiębiorstw, w badaniach przeważały przedsiębiorstwa produkcyjne i usługowe, istniejące od 8 lat, mało było przedsiębiorstw handlowych i byłych przedsiębiorstw państwowych**
Struktura majątku obrotowego	**rośnie udział należności**	**częste fluktuacje, w ostatnich 3 latach zmniejsza się udział należności**	**j.w.**
Obrót zapasów w dniach	**Wg mediany negatywna tendencja w całym okresie, wg średniej poprawa od 2002 roku**	**negatywna tendencja do 1999. zmiana tendencji od 2000 r.**	**Inna struktura przedsiębiorstw, w badaniach nie było przedsiębiorstw, które sprzedają towary, produkty w detalu za gotówkę, a pod względem ilościowym jest ich bardzo dużo w polskiej gospodarce**
Obrót należności w dniach	**Wg mediany negatywna tendencja w całym okresie, wg średniej poprawa od 2003**	**Negatywna tendencja do 1999. zmiana tendencji od 2000 r.**	**j.w. oraz inna metodyka liczenia w przeprowadzonych badaniach uwzględniono należności z bilansu oraz**

	roku		**należności, na które utworzono rezerwy, w danych GUS brak danych o należnościach, na które utworzono rezerwy**
Cykl operacyjny	**wg mediany negatywna tendencja w całym okresie, wg średniej poprawa od 2003 roku**	**Negatywna tendencja do 2001r. zmiana tendencji od 2002 r.**	**j.w.**

Źródło: opracowanie własne

Podsumowanie

Syntetyczne ujęcie badanych przedsiębiorstw pokazuje, że w badanym okresie (lata 1991-2003) systematycznie zmniejsza się udział majątku obrotowego w aktywach.[247] Jeszcze wyraźniejsze zmiany można zaobserwować w źródłach finansowania aktywów: na przestrzeni badanego okresu wyraźnie zwiększył się udział zobowiązań krótkoterminowych, spadł natomiast kapitałów stałych. Zmiany można również zaobserwować w strukturze majątku obrotowego. Ogólne tendencje w latach 1991-2001 były następujące rósł udział należności w majątku obrotowym, natomiast spadł udział środków pieniężnych i ich ekwiwalentów przy dość stałym udziale zapasów. W ostatnich dwóch latach można było zaobserwować zmiany tych tendencji: wciąż rośnie udział należności i ich ekwiwalentów w majątku obrotowym, wzrasta też udział środków pieniężnych przy spadającym udziale zapasów. Stopniowe zmiany zachodziły także w strukturze źródeł finansowania majątku obrotowego. W ostatnich trzech latach można zaobserwować zmianę tendencji w finansowaniu majątku obrotowego, nastąpił bowiem wzrost udziału kapitałów stałych i spadek zobowiązań krótkoterminowych. Tłumaczyć to można zachowawczym podejściem kadry zarządzającej przedsiębiorstw, które cenią sobie bezpieczeństwo finansowe i starają się utrzymywać wysoki poziom droższych kapitałów stałych w finansowaniu majątku obrotowego.

Z analizy efektów zarządzania majątkiem obrotowym w badanych przedsiębiorstwach wynika kilka pozytywnych i szereg negatywnych zjawisk. Do pozytywnych efektów zarządzania majątkiem obrotowym można zaliczyć:

1) zwiększający się udział zobowiązań krótkoterminowych w finansowaniu majątku obrotowego kosztem kapitałów stałych (zmiana droższego źródła finansowania na tańsze),
2) rosnący udział rezerw w stosunku do należności brutto oraz do przeciętnej sprzedaży, (z obserwacji autora wynika, że efekt ten jest w mniejszym stopniu spowodowany zwiększaniem się należności wątpliwych, a w większej – skłonności do ich wykazywania).

Niepokoją natomiast następujące zjawiska:

[247] W tabeli 3.4 przedstawiono główne różnice między wynikami przeprowadzonych badań a danymi z GUS-u.

1) wydłużający się obrót zapasów – w ostatnich czterech latach 47% przedsiębiorstw dokonywało obrotu zapasów w czasie nie krótszym niż 30 dni,
2) wydłużający się obrót należności – w ostatnich trzech latach 84% przedsiębiorstw czeka na zapłatę należności, co najmniej 30 dni, a 57% co najmniej 60 dni,
3) w ostatnich sześciu latach około 75% przedsiębiorstw płaci za zobowiązania z tytułu dostaw i usług średnio nie wcześniej niż po 30 dniach, a około 46% nie wcześniej niż po 60 dniach,
4) od 1997 r. rośnie liczba przedsiębiorstw, które mają nadpłynność z punktu widzenia wskaźnika płynności III stopnia (bieżąca),
5) od początku lat dziewięćdziesiątych stale wydłuża się cykl operacyjny,
6) od początku lat dziewięćdziesiątych stale wydłuża się cykl środków pieniężnych,
7) od początku lat dziewięćdziesiątych stale wydłuża się okres upłynnienia majątku obrotowego,
8) od początku lat dziewięćdziesiątych stale zmniejsza się produktywność majątku obrotowego.

3.2.2. Identyfikacja i ocena efektów zarządzania wartością przedsiębiorstwa

3.2.2.1. Wyniki uzyskane na podstawie badań ankietowych oraz badań sprawozdań finansowych

Dane z ankiety pokazują, że 16% ankietowanych przedsiębiorstw deklaruje, iż nadrzędnym celem istnienia (funkcjonowania) przedsiębiorstwa jest wzrost wartości przedsiębiorstwa. Dalsze badania pokazały jednak, że ponad 93% przedsiębiorstw nie szacuje kosztu kapitału własnego i nie wykorzystuje go w zarządzaniu przedsiębiorstwem, a przez 80% przedsiębiorstw kapitał własny uważany jest za najtańsze źródło finansowania działalności przedsiębiorstwa. Wynika z tego, że to ukierunkowanie na kreację wartości przedsiębiorstwa jest bardzo słabe, a świadomość zarządzania wartością istnieje w fazie myślowej, ale nie w rzeczywistości (co pokazują sprzeczne wyniki ankiety).[248] Warto więc się przyjrzeć czy badane przedsiębiorstwa powiększają swoją wartość. Obliczając parametry mierzące efekt kreacji wartości przedsiębiorstwa, przyjęto we wszystkich okresach premię za

[248] Zobacz też opis wyników badań w zakresie celu funkcjonowania przedsiębiorstw – rozdział 3.2.1.1.

ryzyko na poziomie 8%, co zostało już uzasadnione w punkcie dotyczącym metodyki badań. Dodatkowo za tą wielkością przemawia fakt, że w ankiecie średnia z dwóch przedziałów, za którymi opowiedziało się najwięcej (25%) ankietowanych przedsiębiorstw (33% przedsiębiorstw z tych, które udzieliły odpowiedzi), wynosi właśnie 8%. Pełne informacje o przekonaniach przedsiębiorstw co do satysfakcjonującej premii za ryzyko właścicieli zaprezentowano w tabeli 3.4.

Tabela 3.5. Poziomy premii za ryzyko wskazane przez przedsiębiorstwa

Poziom premii za ryzyko	Wskazania i ich brak w całej populacji	Wskazania
6 – 8 pkt %	16%	21%
2 – 4 pkt %	13%	16%
Do 2 pkt %	11%	14%
10 – 15 pkt %	11%	14%
8 – 10 pkt %	9%	12%
4 – 6 pkt %	7%	9%
15 – 20 pkt %	6%	7%
> 20 pkt %	5%	7%
Brak odpowiedzi	22%	X
Razem	**100%**	**100%**

Źródło: opracowanie własne

Najczęściej ankietowani deklarują, że celem nadrzędnym ich funkcjonowania jest generowanie zysku (26%). Podobna część przedsiębiorstw (20%) uważa, że właściciele oczekują zysków. Jak pokazują wyniki badań, przedsiębiorstwa starają się spełnić te oczekiwania. W badanym okresie większość badanych przedsiębiorstw generuje zyski, średnio 24% przedsiębiorstw częściej osiągało stratę netto niż zysk netto. Oczywiście to, że przedsiębiorstwa generują zyski, nie przesądza o tym, że są to wielkości satysfakcjonujące właścicieli, ale nie było to przedmiotem badań.

W roku 1991 aż 95% badanych przedsiębiorstw wypracowało dodatni wynik finansowy (tabela 3.5). Kolejne dwa lata prezentują się już słabiej: 75% w 1992 roku, a 69% w 1994 roku wypracowało zysk. Następne dwa lata to trend wzrostowy, w efekcie w 1996 jedynie 15% przedsiębiorstw odnotowało stratę. W kolejnym roku nastąpiła zmiana trendu i coraz mniej przedsiębiorstw mogło poszczycić się dodatnim wynikiem. Najsłabiej wypadł 2002 r., kiedy to 32% miało stratę netto, w 2003 r. nastąpiła lekka poprawa (29% miało stratę). Ogólnie ocena przedsiębiorstw objętych analizą z punktu widzenia zysku netto wypada dobrze, w badanym okresie średnio 76% przedsiębiorstw uzyskiwało dodatni wynik finansowy netto.

Tabela 3.6. Częstość wystąpienia dodatnich i ujemnych wartości zysku/straty netto

Zysk/strata netto													
rok	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
% przedsiębiorstw o dodatniej wartości parametru	95%	75%	73%	69%	81%	85%	77%	72%	75%	72%	74%	68%	71%
% przedsiębiorstw o ujemnej wartości parametru	5%	25%	28%	31%	19%	15%	23%	28%	25%	28%	26%	32%	29%

Źródło: opracowanie własne

Znacznie gorzej wyglądają wyniki analizy przedsiębiorstw z punktu widzenia parametrów stosowanych w koncepcji *VBM*. Obliczenia najpopularniejszego miernika *EVA* wskazują, że przy założeniu, iż premia za ryzyko inwestowania w kapitał własny przedsiębiorstwa, którego koszt jest niezbędny do obliczenia *WACC*, wynosi 8% (tabela 3.6), średnio 51% przedsiębiorstw generuje dodatnią wartość tego parametru (przy premii równej 6% dodatnią wartość parametru *EVA* osiąga 52%, a przy 10% premii 50% przedsiębiorstw). Przy 8% premii za ryzyko najwięcej przedsiębiorstw miało dodatnią *EVA* w 1991 r. – 73%, a najniższą w 2000 r. zaledwie 35%, ponad dwukrotnie mniej niż zysk.

Tabela 3.7. Częstość wystąpienia dodatnich i ujemnych wartości parametru *EVA* przy trzech poziomach premii za ryzyko

rok	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
EVA przy premii za ryzyko na poziomie 6%													
% przedsiębiorstw o dodatniej wartości parametru	73%	63%	54%	45%	52%	58%	52%	47%	50%	36%	44%	49%	56%
% przedsiębiorstw o ujemnej wartości parametru	27%	37%	46%	55%	48%	42%	48%	53%	50%	64%	56%	51%	44%
EVA przy premii za ryzyko na poziomie 8%													
% przedsiębiorstw o dodatniej wartości parametru	73%	61%	54%	45%	50%	57%	47%	47%	49%	35%	43%	48%	51%
% przedsiębiorstw o ujemnej wartości parametru	27%	39%	46%	55%	50%	43%	53%	53%	51%	65%	57%	52%	49%
EVA przy premii za ryzyko na poziomie 10%													
% przedsiębiorstw o dodatniej wartości parametru	73%	59%	54%	45%	49%	57%	46%	46%	47%	33%	42%	47%	50%
% przedsiębiorstw o ujemnej wartości parametru	27%	41%	46%	55%	51%	43%	54%	54%	53%	67%	58%	53%	50%

Źródło: opracowanie własne

Jeszcze słabiej wygląda ocena badanych przedsiębiorstw z punktu widzenia parametru *CVA* (tabela 3.7), według którego w latach 1991-2003 średnio 47% przedsiębiorstw generowało dodatnią jego wartość przy premii za ryzyko równej 8% (przy premii równej 6% dodatnią wartość parametru *CVA* osiąga 50%, a przy 10% premii 47% przedsiębiorstw). Najwięcej przedsiębiorstw miało dodatnią *CVA* w 1996 r. – 57% (zysk miało wtedy 93%), a najniższą w 2000 roku zaledwie 33% (zysk miało wtedy 80%).

Tabela 3.8. Częstość wystąpienia dodatnich i ujemnych wartości parametru *CVA* przy trzech poziomach premii za ryzyko

rok	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
CVA przy premii za ryzyko na poziomie 6%													
% przedsiębiorstw o dodatniej wartości parametru	50%	52%	48%	46%	50%	59%	52%	46%	54%	38%	46%	51%	56%
% przedsiębiorstw o ujemnej wartości parametru	50%	48%	53%	54%	50%	41%	48%	54%	46%	62%	54%	49%	44%
CVA przy premii za ryzyko na poziomie 8%													
% przedsiębiorstw o dodatniej wartości parametru	50%	52%	45%	45%	48%	57%	48%	44%	51%	33%	44%	48%	49%
% przedsiębiorstw o ujemnej wartości parametru	50%	48%	55%	55%	52%	43%	52%	56%	49%	67%	56%	52%	51%
CVA przy premii za ryzyko na poziomie 10%													
% przedsiębiorstw o dodatniej wartości parametru	50%	50%	45%	43%	46%	55%	45%	42%	49%	31%	42%	46%	49%
% przedsiębiorstw o ujemnej wartości parametru	50%	50%	55%	57%	54%	45%	55%	58%	51%	69%	58%	54%	51%

Źródło: opracowanie własne

Średni odsetek przedsiębiorstw, których *SVA* przyjmuje wartość dodatnią przy premii za ryzyko na poziomie 8%, wynosi 50,9% (tabela 3.8) (przy premii równej 6%, dodatnią wartość parametru *SVA* osiąga 51,4%, a przy 10% premii 50,8% przedsiębiorstw). Najwięcej przedsiębiorstw miało dodatnią *SVA* w 1991 r. – 68% (zysk miało wtedy 90%), a najniższą w 2000 r. zaledwie 42% (zysk miało wtedy 80%).

Tabela 3.9. Częstość wystąpienia dodatnich i ujemnych wartości parametru *SVA* przy trzech poziomach premii za ryzyko

Rok	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
SVA przy premii za ryzyko na poziomie 6%													
% przedsiębiorstw o dodatniej wartości parametru	73%	48%	45%	56%	47%	58%	45%	49%	49%	43%	51%	53%	51%
% przedsiębiorstw o ujemnej wartości parametru	27%	52%	55%	44%	53%	42%	55%	51%	51%	57%	49%	47%	49%
SVA przy premii za ryzyko na poziomie 8%													
% przedsiębiorstw o dodatniej wartości parametru	68%	48%	45%	56%	47%	58%	45%	49%	49%	42%	51%	53%	51%
% przedsiębiorstw o ujemnej wartości parametru	32%	52%	55%	44%	53%	42%	55%	51%	51%	58%	49%	47%	49%
SVA przy premii za ryzyko na poziomie 10%													
% przedsiębiorstw o dodatniej wartości parametru	68%	48%	45%	56%	47%	58%	45%	49%	49%	41%	50%	53%	51%
% przedsiębiorstw o ujemnej wartości parametru	32%	52%	55%	44%	53%	42%	55%	51%	51%	59%	50%	47%	49%

Źródło: opracowanie własne

Średni odsetek przedsiębiorstw, których *CFROI* jest większy niż *WACC* przy premii za ryzyko na poziomie 8%, wynosi 47% (tabela 3.9) (przy premii równej 6%, odsetek przedsiębiorstw, których *CFROI* jest większy niż *WACC* osiąga 48%, a przy 10% premii 46% przedsiębiorstw). Najwięcej przedsiębiorstw miało wyższy *CFROI* niż *WACC* w 1991 r. – 59% (zysk miało wtedy 77%), a najniższy w 2003 r. zaledwie 25% (zysk miało wtedy 63%).

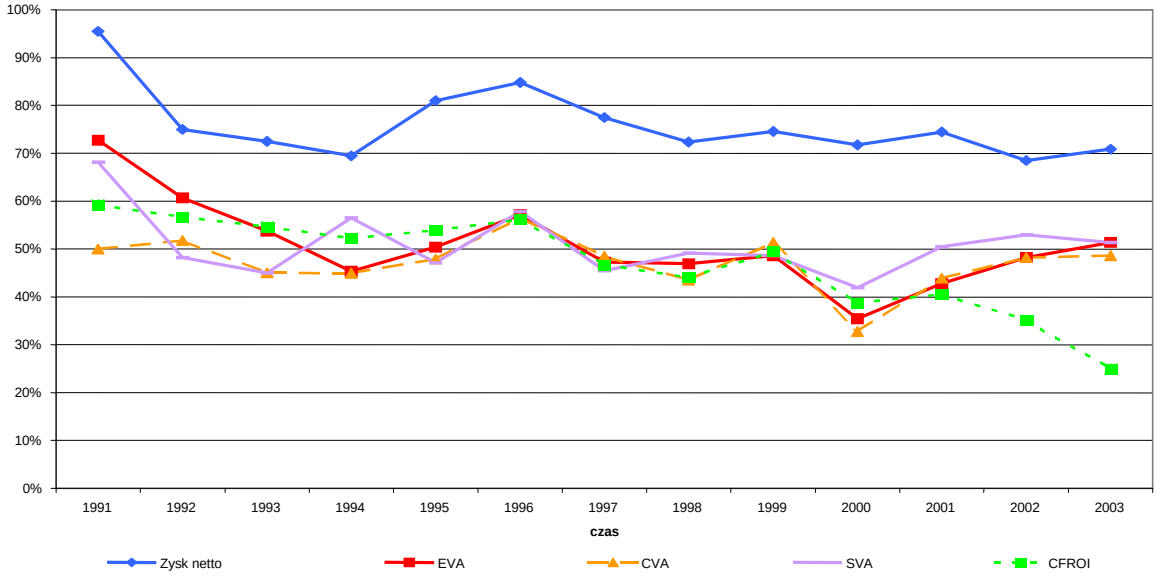
Tabela 3.10. Częstość wystąpienia wartości parametru *CFROI* wyższych lub niższych od wartości *WACC* przy trzech poziomach premii za ryzyko

rok	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
CFROI wyższych lub niższych od wartości *WACC* przy premii za ryzyko na poziomie 6%													
% przedsiębiorstw o dodatniej wartości parametru	59%	57%	55%	52%	55%	57%	48%	45%	51%	39%	41%	36%	28%
% przedsiębiorstw o ujemnej wartości parametru	41%	43%	45%	48%	45%	43%	52%	55%	49%	61%	59%	64%	72%
CFROI wyższych lub niższych od wartości *WACC* przy premii za ryzyko na poziomie 8%													
% przedsiębiorstw o dodatniej wartości parametru	59%	57%	55%	52%	54%	56%	47%	44%	49%	39%	41%	35%	25%
% przedsiębiorstw o ujemnej wartości parametru	41%	43%	45%	48%	46%	44%	53%	56%	51%	61%	59%	65%	75%

CFROI wyższych lub niższych od wartości *WACC* przy premii za ryzyko na poziomie 10%													
% przedsiębiorstw o dodatniej wartości parametru	59%	57%	55%	52%	54%	55%	46%	44%	49%	39%	39%	33%	22%
% przedsiębiorstw o ujemnej wartości parametru	41%	43%	45%	48%	46%	45%	54%	56%	51%	61%	61%	67%	78%

Źródło: opracowanie własne

Z porównania wyników zawartych w tabelach 3.6–3.9 wynika, że na początku lat dziewięćdziesiątych ze względu na wysoką inflację, a przez to wysokie oprocentowanie bezpiecznych lokat, wpływ zmian premii za ryzyko inwestowania w kapitał własny przedsiębiorstwa był żaden lub miał charakter marginalny na odsetek przedsiębiorstw, których wartość parametrów *EVA*, *CVA*, *SVA* i *CFROI* jest dodatnia. Dopiero z początkiem nowego wieku, kiedy inflacja i oprocentowanie bezpiecznych lokat wyraźnie spadły, zmiany wielkości premii za ryzyko w sposób istotny wpłynęły na odsetek przedsiębiorstw, których wartość parametrów *EVA*, *CVA*, *CFROI* jest dodatnia.[249] Wyjątkiem tu jest parametr *SVA*, który również w tym okresie wykazał się niewielką wrażliwością na zmiany premii za ryzyko. Średnio w badanym okresie zmiany w poziomie premii za ryzyko rzędu 4 punktów procentowych miały niewielki wpływ na odsetek przedsiębiorstw, których wartość parametrów *EVA*, *CVA*, *SVA* i *CFROI* jest dodatnia. Przeprowadzona analiza wrażliwości wpływu premii za ryzyko na wartość parametrów *EVA*, *CVA*, *SVA* i *CFROI* wykazała, że nie ma ona wpływu na wnioski na temat kreacji wartości przez badane przedsiębiorstwa.



Wykres 3.48. Częstość wystąpienia dodatnich wielkości parametrów *EVA, CVA, SVA, CFROI* przy premii za ryzyko na poziomie 8% oraz dodatniego wyniku finansowego netto. *Źródło: opracowanie własne*

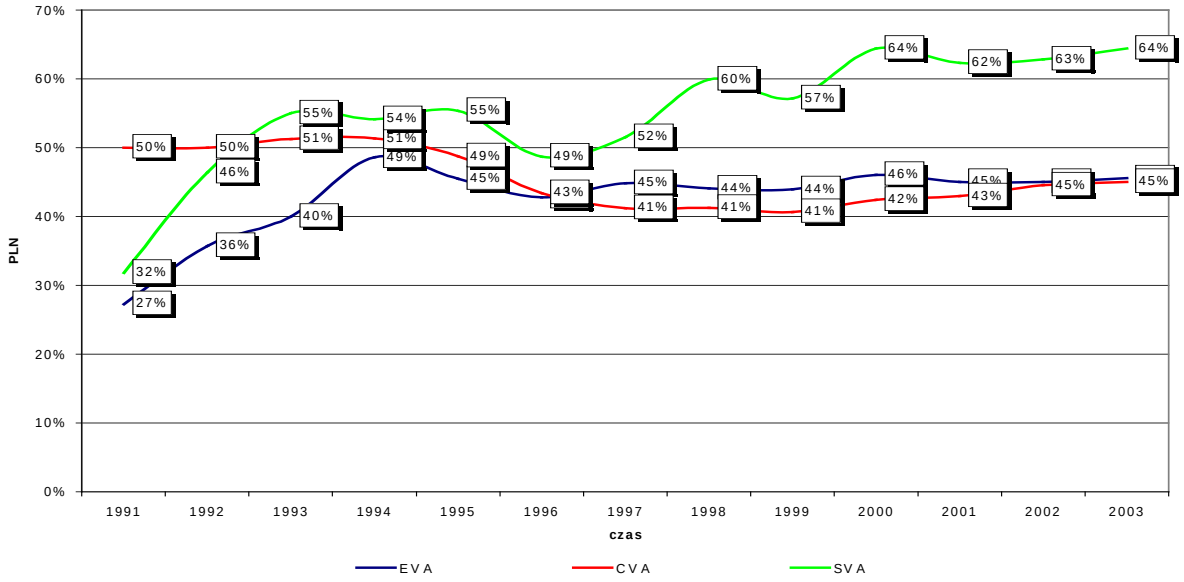
[249] Stała wielkość premii za ryzyko wynika z przyjętej przez autora metodyki, która oparta została na studiach literatury i wynikach badań ankietowych. Jednakże warta rozważenia jest zmienna wartość premii za ryzyko w okresach, kiedy następują istotne zmiany inflacji i oprocentowania bezpiecznych lokat.

Jeśli oceniać przedsiębiorstwa w badanym okresie z punktu widzenia osiąganego zysku, to przeciętnie 20% przedsiębiorstw ma straty. Jednak w analizowanym okresie sytuacja się zmieniała i pokrywała się ze stanami koniunktury w całej polskiej gospodarce. Wyraźną ogólną tendencję zmniejszania się liczby przedsiębiorstw generujących dodatni wynik finansowy ilustruje wykres 3.48, wyjątkiem są tu lata 1995 i 1996. Bardzo podobną tendencję, z tym że przy znacznie gorszych parametrach, można zaobserwować w przypadku parametrów *EVA, CVA, SVA* i *CFROI*..W latach 1991-93 w aspekcie tych czterech parametrów zmniejszała się liczba przedsiębiorstw generujących wartość, w 1994 r. ta sytuacja się pogłębiła, wyjątkiem jest tu parametr *SVA*, który wykazywał odwrotną tendencję. W roku 1995 nastąpiła poprawa sytuacji i tutaj także inaczej wygląda ocena sytuacji z perspektywy *SVA*. Następny rok przynosi zgodną pozytywną ocenę sytuacji przez wszystkie parametry (wzrost do około 57%). W roku 1997 wyraźnie następują negatywne zmiany – wszystkie cztery parametry sygnalizują zmniejszenie odsetka przedsiębiorstw powiększających swoją wartość (spadek do około 48%). Przez dwa kolejne lata utrzymuje się poziom z 1997 roku. Przełomowy okazał się 2000 r., kiedy to następuje dalsze pogorszenie sytuacji przedsiębiorstw, średnio już tylko 37% przedsiębiorstw tworzy wartość (z punktu widzenia koncepcji *VBM*). Kolejny rok przynosi nieznaczną poprawę sytuacji (wzrost do poziomu 44%). Ocena ostatnich dwóch lat nie jest jednoznaczna: parametry *EVA, CVA, SVA* wskazują na poprawę sytuacji (wzrost do 50%), z kolei *CFROI* pokazuje dalsze pogorszenie sytuacji (spadek do 35% w 2002 r. i 25% w 2003 roku).

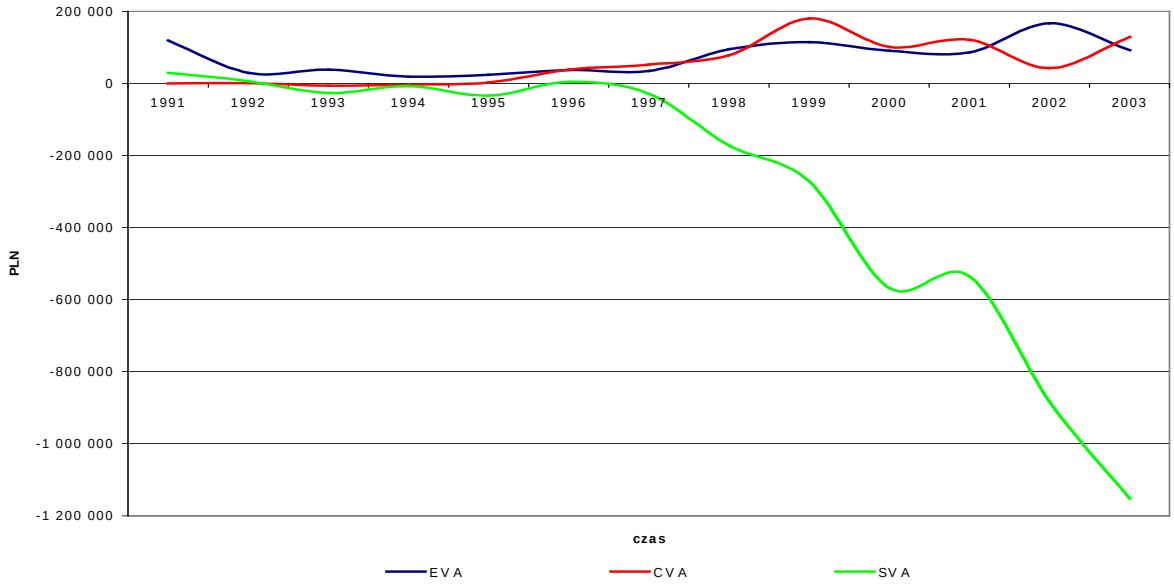
Sytuacja przedsiębiorstw rysuje się bardzo dobrze z punktu widzenia księgowego wyniku finansowego netto. Gorszy obraz wyłania się przy spojrzeniu na wyniki finansowe przedsiębiorstw przez pryzmat mierników kreacji wartości przedsiębiorstwa. Średnia częstość występowania efektu kreacji wartości przedsiębiorstwa obliczanego za pomocą parametrów EVA, *CVA, SVA* i *CFROI* wskazuje, że nieznaczna większość (51%) przedsiębiorstw częściej zmniejsza niż zwiększa swoją wartość. Jeżeli założymy, że ujemne i dodatnie wartości się wyrównują w badanym przedziale czasu, to można uznać, że wartość polskich przedsiębiorstw spada. Ta przesłanka pozwala przypuszczać, że czwarta hipoteza pracy zostanie udowodniona. Jednakże, aby uzyskać pewność, należy dokonać porównania na koniec 2003 r. skumulowanych efektów kreowanej wartości z uwzględnieniem zmiennej wartości pieniądza w czasie. Do tego celu zostały wykorzystane wartości parametrów *EVA, CVA* i *SVA*.[250] Wykres 3.49 ilustruje wyniki badania częstości występowania ujemnych,

[250] Parametr *CFROI* zostanie z tych obliczeń wyłączony ze względu na jego postać procentową.

skumulowanych, realnych wartości obliczanych dla parametrów *EVA*, *CVA*, *SVA*. Z obliczeń wynika, że w przypadku parametru *SVA* występuje niepokojąca tendencja, rośnie bowiem odsetek przedsiębiorstw, których skumulowane realne wartości *SVA* przyjmują wartość ujemną (w 1991 r. było ich 32%, w 1997 r. 52%, a w latach 2000-2003 utrzymywała się na poziomie około 63%). Wzrostową tendencję, choć na niższym poziomie, wykazuje również parametr *EVA*. W roku 1991 27% przedsiębiorstw miało ujemną skumulowaną realną wartość parametru *EVA*, w 1994 r. było ich już 49%, a w ostatnich dziewięciu latach odsetek ten utrzymywał się na podobnym poziomie: 45%. Zgoła odmienną tendencję wykazuje parametr *CVA*, według którego w latach 1991-1994 około 51% przedsiębiorstw wykazywało ujemne skumulowane realne wartości parametru *CVA*, a w ostatnich ośmiu latach 43%. Podsumowując, parametry *EVA* i *CVA* wskazują zgodnie, że w ostatnich dziewięciu latach przeważały przedsiębiorstwa, których skumulowane realne wartości parametrów *EVA* i *CVA* były dodatnie. Ocenę tę potwierdza także przebieg mediany skumulowanych realnych wartości parametrów *EVA*, *CVA* (wykres 3.50). W związku z powyższym można stwierdzić, że przeważa częstość występowania dodatnich skumulowanych realnych wartości dwóch z trzech parametrów (*EVA*, *CVA* i *SVA*) liczonych dla poszczególnych przedsiębiorstw (w ostatnich ośmiu latach około 66% przedsiębiorstw miało dodatnią skumulowaną realną wartość parametrów *EVA* i *CVA*).



Wykres 3.49. Częstość wystąpienia ujemnych wielkości skumulowanej realnej wielkości parametru *EVA*, *CVA*, *SVA* przy premii za ryzyko na poziomie 8%. *Źródło: opracowanie własne*



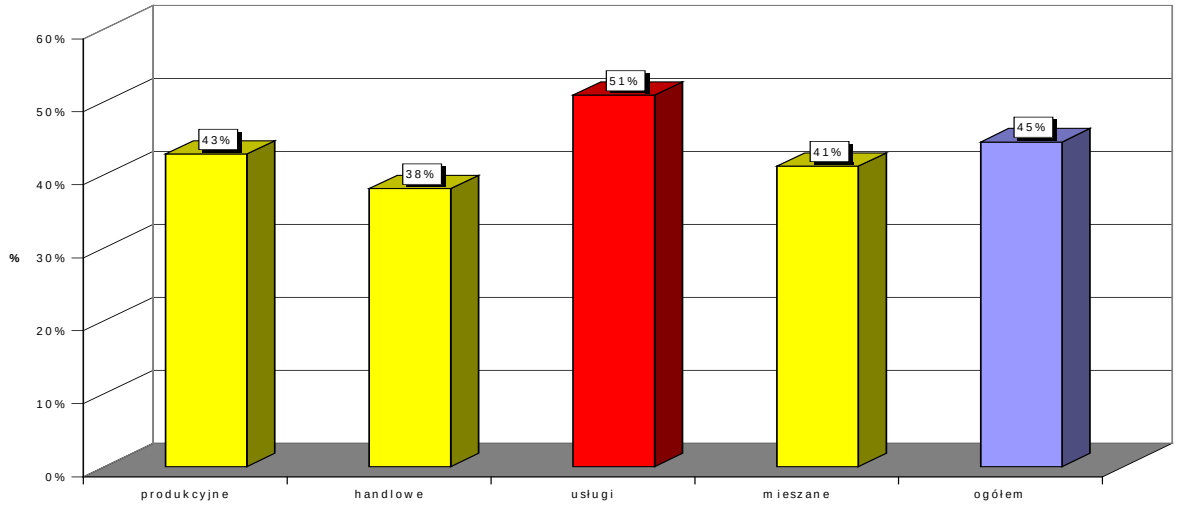
Wykres 3.50. Mediany skumulowanych wartości realnych parametrów *EVA*, *CVA*, *SVA* przy premii za ryzyko na poziomie 8%. *Źródło: opracowanie własne*

3.2.2.2. Wpływ realizowanych strategii zarządzania majątkiem obrotowym na wartość przedsiębiorstwa

Wykorzystując wartości skumulowane parametrów *EVA*, *CVA* i *SVA*, podzielono badaną populację przedsiębiorstw na trzy grupy. Do pierwszej grupy zaliczono te przedsiębiorstwa, które nie powiększają swojej wartości, do drugiej te, które swą wartość zwiększają, a do trzeciej zaliczono te przedsiębiorstwa, co do których trudno jednoznacznie stwierdzić, że kreują bądź niszczą wartość przedsiębiorstw. Podział ten posłużył do sprawdzenia czy występują istotne różnice w obszarze zarządzania majątkiem obrotowym oraz źródłami jego finansowania między przedsiębiorstwami z pierwszej i drugiej grupy.

Charakterystyka przedsiębiorstw, które nie kreują wartości

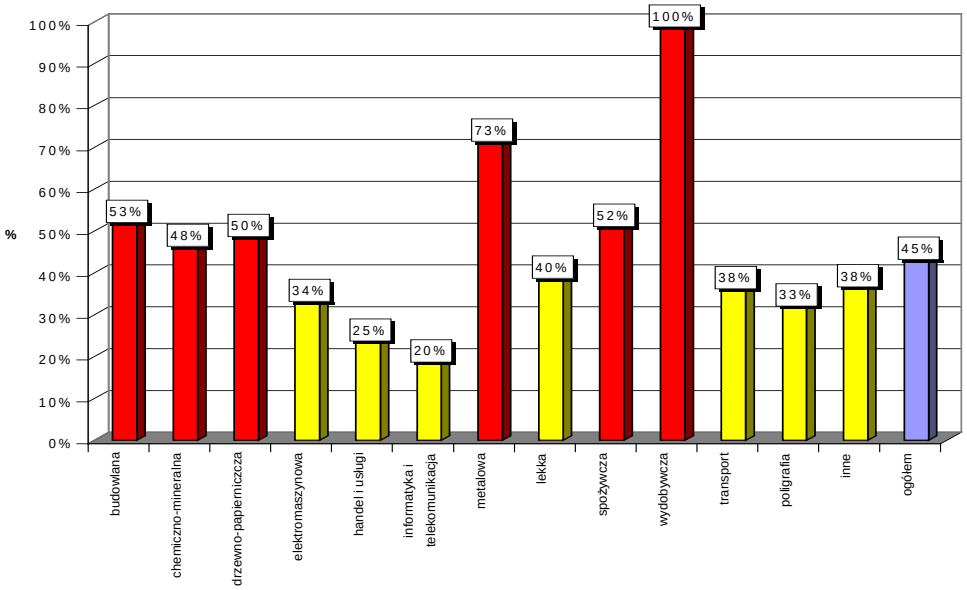
W kolejnym etapie badań wyodrębniono z próby badawczej te przedsiębiorstwa, których dwa z trzech parametrów *EVA*, *CVA*, *SVA* (przy 8% premii za ryzyko) wykazują ujemne skumulowane, realne wartości na koniec 2003 roku (pierwsza grupa). Kryterium to spełniało 45% przedsiębiorstw (85 ze 191 przedsiębiorstw). Struktura przedsiębiorstw, które nie kreują wartości ze względu na rodzaj prowadzonej działalności (wykres 3.51) wykazuje znaczne zróżnicowanie, jedynie przedsiębiorstwa usługowe negatywnie (ponad średnią) wyróżniają się z tej populacji.



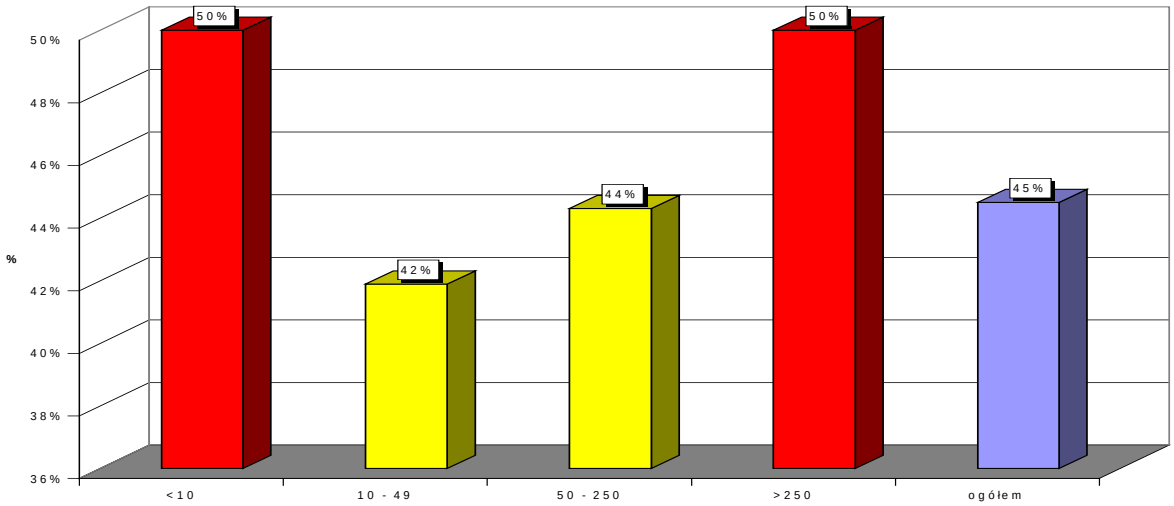
Wykres 3.51. Struktura przedsiębiorstw, które nie kreują wartości ze względu na rodzaj prowadzącej działalności. *Źródło: opracowanie własne*

Obserwacja przedsiębiorstw, które nie kreują wartości ze względu na branżę, wykazuje, że wszystkie przedsiębiorstwa z branży wydobywczej wykazują ujemne skumulowane, realne wartości dwóch z trzech parametrów *EVA, CVA, SVA* na koniec 2003 roku (wykres 3.52). Słabo prezentują się również takie branże, jak metalowa (73%), drzewno-papiernicza (57%), budowlana (53%) i spożywcza (52%). Najlepiej w tym ujęciu wypadają takie branże jak: poligraficzna (0%), informatyczna i telekomunikacyjna (20%), handel i usługi (25%), elektromaszynowa (34%).

Według kryterium zatrudnienia najwięcej kłopotów z kreowaniem wartości mają przedsiębiorstwa zatrudniające powyżej 250 osób. Wykres 3.53 wskazuje, że im mniejsze przedsiębiorstwo pod względem zatrudnienia, tym osiąga lepsze efekty w zakresie kreacji wartości przedsiębiorstwa.



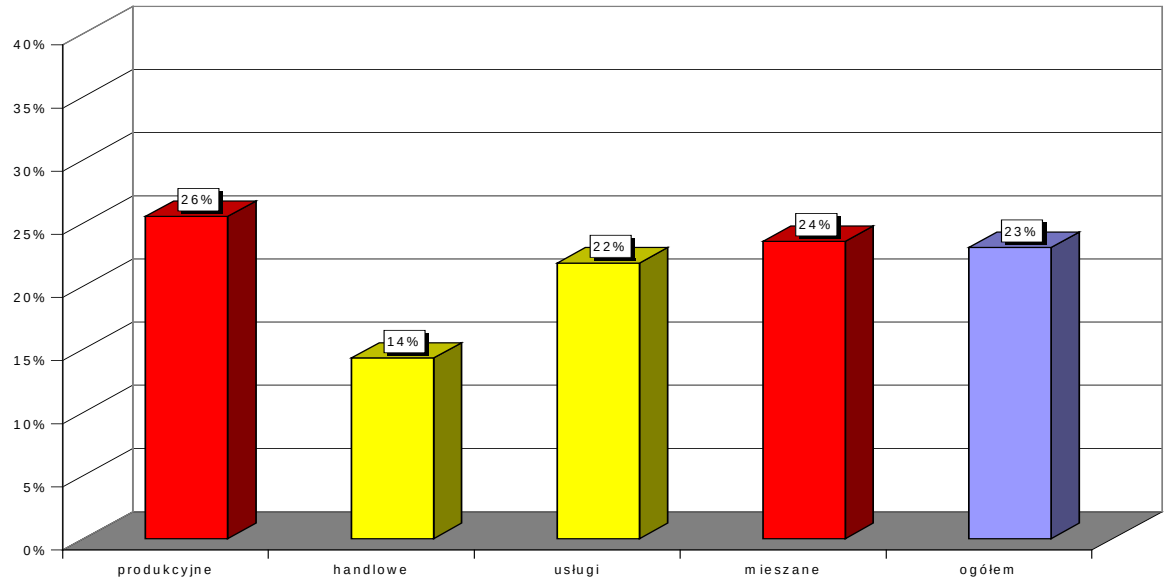
Wykres 3.52. Struktura przedsiębiorstw, które nie kreują wartości ze względu na rodzaj prowadzącej działalności. *Źródło: opracowanie własne*



Wykres 3.53. Struktura przedsiębiorstw, które nie kreują wartości ze względu liczbę zatrudnionych. *Źródło: opracowanie własne*

Charakterystyka przedsiębiorstw, które kreują wartość

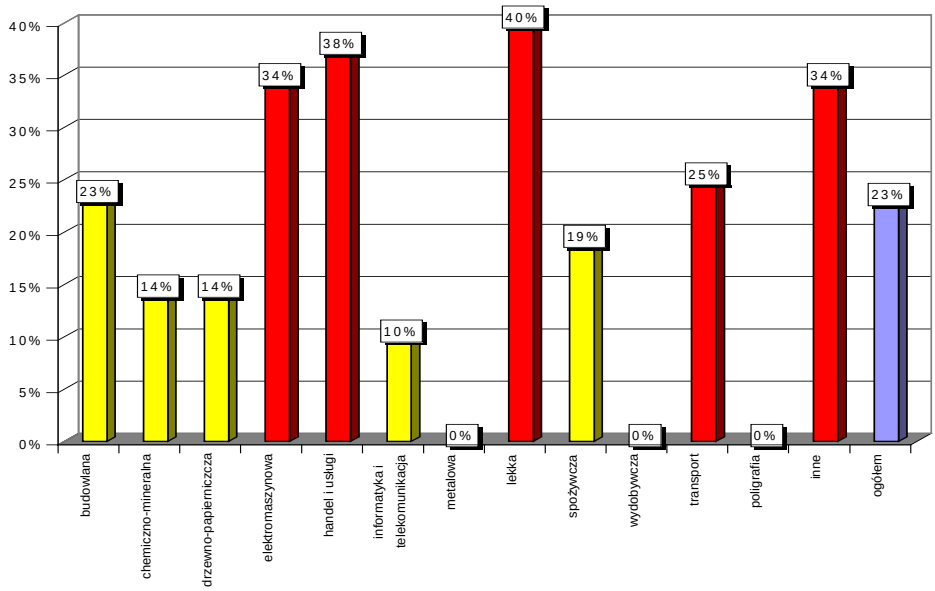
W następnym etapie badań wyodrębniono z próby badawczej te przedsiębiorstwa, których trzy z trzech parametrów *EVA*, *CVA*, *SVA* wykazują dodatnie skumulowane, realne wartości na koniec 2003 r. (druga grupa). Kryterium to spełniało 23% przedsiębiorstw (44 ze 191 przedsiębiorstw). Pozostałe 32% to przedsiębiorstwa, których nie można jednoznacznie zaklasyfikować, gdyż co najmniej jeden z trzech parametrów przyjmuje wartość ujemną (trzecia grupa). Struktura przedsiębiorstw, które kreują wartości ze względu na rodzaj prowadzonej działalności (wykres 3.50), wskazuje pewne zróżnicowanie, powyżej średniej wyróżniają się przedsiębiorstwa produkcyjne i mieszane, poniżej średniej są przedsiębiorstwa handlowe i usługowe.



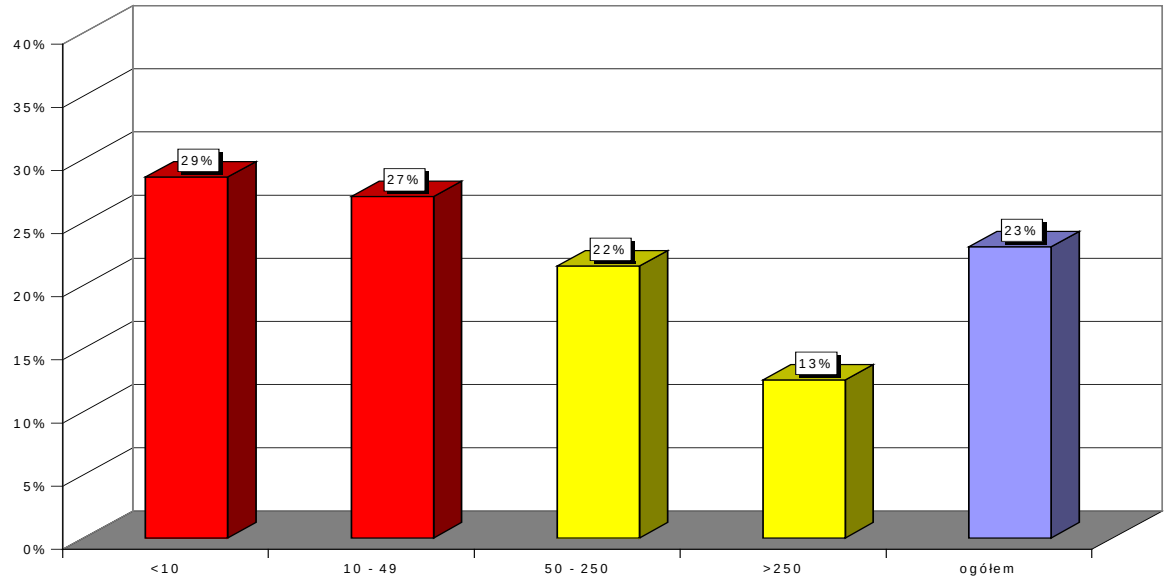
Wykres 3.54. Struktura przedsiębiorstw, które kreują wartość ze względu na rodzaj prowadzącej działalności. *Źródło: opracowanie własne*

Wśród przedsiębiorstw, które kreują wartość ze względu na branżę, wszystkie z branż: lekkiej, elektromaszynowej, handlowo-usługowej, transportowej, oraz niesklasyfikowane wykazują dodatnie skumulowane, realne wartości trzech parametrów *EVA*, *CVA*, *SVA* na koniec 2003 roku (wykres 3.55). Słabiej prezentują się takie branże, jak: budowlana, chemiczno mineralna, drzewno-papiernicza, spożywcza, informatyczna i telekomunikacyjna. Najgorzej wygląda sytuacja w następujących branżach: metalowa, wydobywcza, poligrafia, w których żadne z przedsiębiorstw z punktu widzenia przyjętych założeń nie zwiększa swojej wartości.

Według kryterium zatrudnienia najlepiej prezentują się przedsiębiorstwa zatrudniające poniżej 10 osób oraz zatrudniające od 10 do 49 osób. Nieznacznie poniżej średniej wypadły przedsiębiorstwa zatrudniające od 50 250 pracowników, a największe kłopoty z powiększaniem wartości mają przedsiębiorstwa zatrudniające powyżej 250 osób. Wykres 3.56 pokazuje, że im mniejsze przedsiębiorstwo pod względem zatrudnienia, tym osiąga lepsze efekty w zakresie kreacji wartości przedsiębiorstwa.



Wykres 3.55. Struktura przedsiębiorstw, które kreują wartość ze względu na rodzaj prowadzącej działalności. *Źródło: opracowanie własne*



Wykres 3.56. Struktura przedsiębiorstw, które kreują wartość ze względu liczbę zatrudnionych. *Źródło: opracowanie własne*

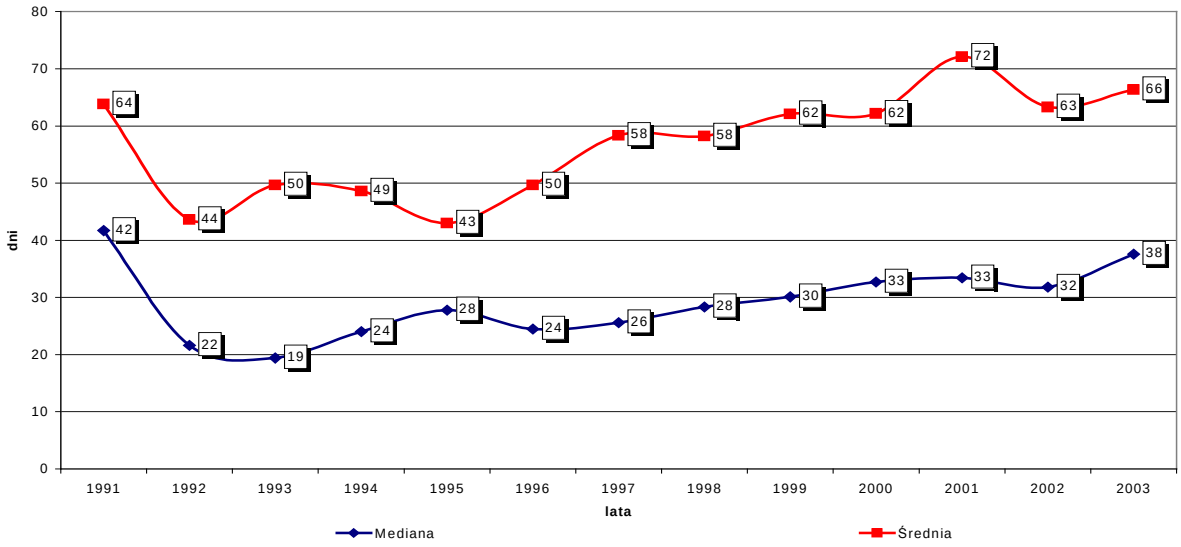
Porównanie efektów zarządzania majątkiem obrotowym przedsiębiorstw, które powiększają swoją wartość, z przedsiębiorstwami, których wartość się zmniejsza

Tworzenie wartości przedsiębiorstwa jest wypadkową szeregu czynników, jednym z nich jest zarządzanie majątkiem obrotowym i źródłami jego finansowania.[251] Nie musi on mieć charakteru decydującego o wartości (choć w skrajnych przypadkach jest to możliwe), może jednak przechylać szalę w jedną lub w drugą stronę albo zdecydowanie poprawić lub pogorszyć sytuację w tym obszarze. Przeprowadzona analiza wskazuje, że wśród wyselekcjonowanych 85 przedsiębiorstw (pierwsza grupa) efekty zarządzania majątkiem obrotowym pogłębiają kłopoty tych przedsiębiorstw w obszarze kreowania wartości. Szereg wskaźników wykazuje bowiem wartości istotnie słabsze niż średnie i mediany w drugiej grupie przedsiębiorstw.

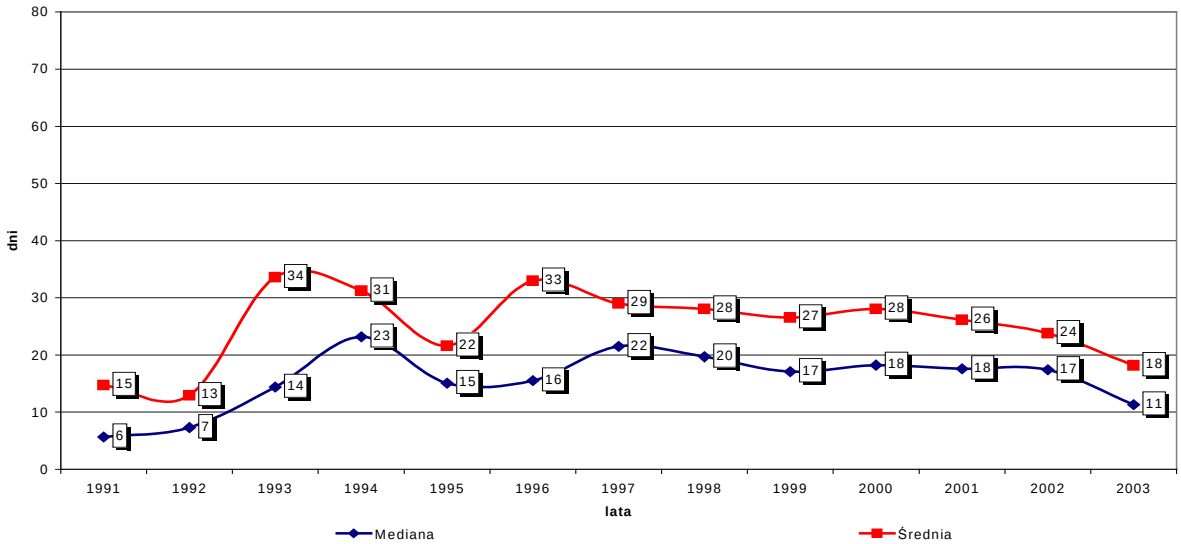
Średni okres obrotu zapasów przedsiębiorstw, które nie kreują wartości (57 dni), jest znacznie większy niż w całej badanej populacji i ponaddwukrotnie większy niż w przedsiębiorstwach, które powiększają swoją wartość (25 dni) (wykresy 3.57-3.58). Zakres zmian średniego obrotu zapasów przedsiębiorstw, które nie powiększają swojej wartości zawiera się w przedziale 43-72 dni. Przebieg średniej i mediany okresu obrotu zapasów w dniach wskazuje na wyraźną wzrostową tendencję, począwszy od 1992 roku. Przyrost tego wskaźnika począwszy od 1992, wskazuje na pogorszenie gospodarowania zapasami w stopniu znacznie wyższym niż dla badanej całej populacji. Znacznie lepiej wygląda sytuacja w przedsiębiorstwach zwiększających swoją wartość. Zakres zmian średniego obrotu zapasów tych przedsiębiorstw zawiera się w przedziale 13-34 dni. Przebieg średniej i mediany okresu

[251] Szerzej na ten temat w rozdziale 1.

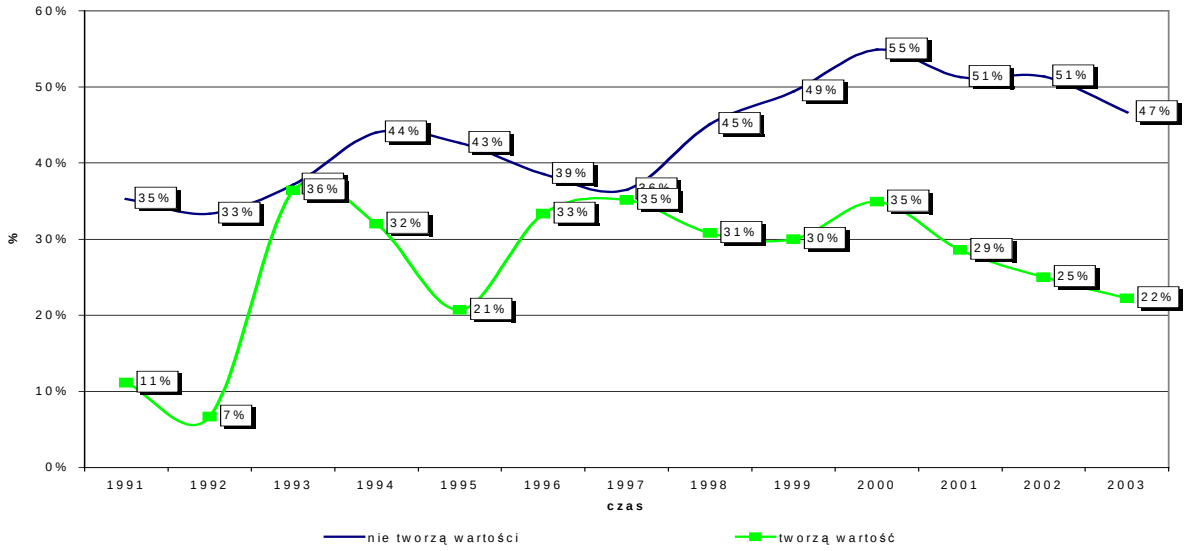
obrotu zapasów w dniach wskazuje na spadkową tendencję począwszy od 1993 roku. Zmniejszenie wartości tego wskaźnika począwszy od 1993 r., wskazuje na poprawę gospodarowania zapasami. Z tymi tendencjami korespondują wyniki prezentowane na kolejnym wykresie 3.59, który pokazuje, że w tej grupie średnio jest mniejszy odsetek przedsiębiorstw, w których obrót zapasów wynosi 30 i więcej dni (średnio u 27%) niż w przypadku przedsiębiorstw, które nie powiększają swojej wartości (średnio u 44%).



Wykres 3.57. Obrót zapasów w przedsiębiorstwach nie generujących wartości. *Źródło: opracowanie własne*

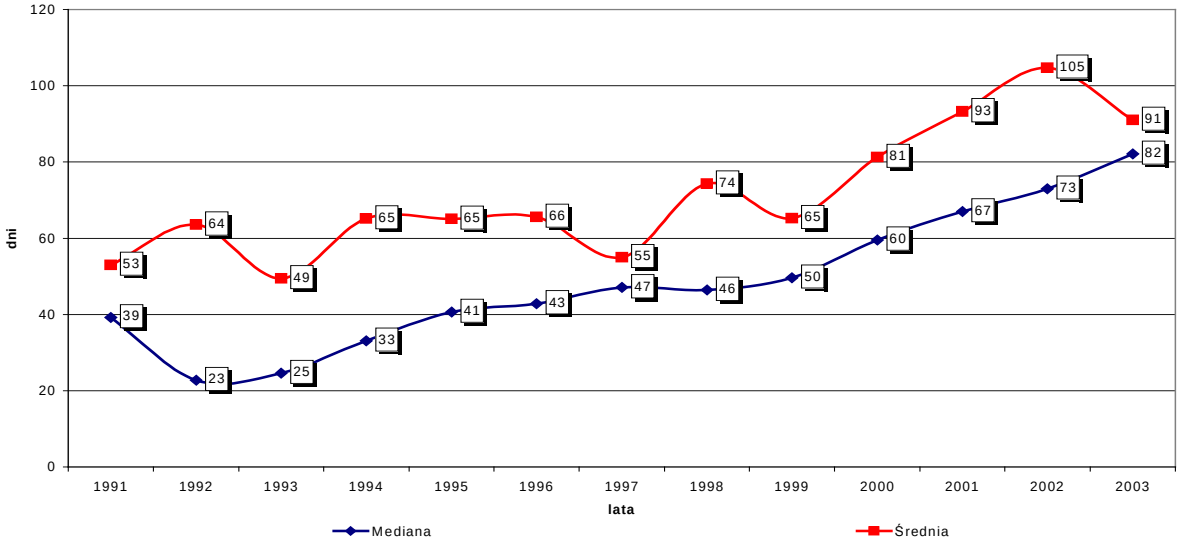


Wykres 3.58. Obrót zapasów w przedsiębiorstwach generujących wartość. *Źródło: opracowanie własne*

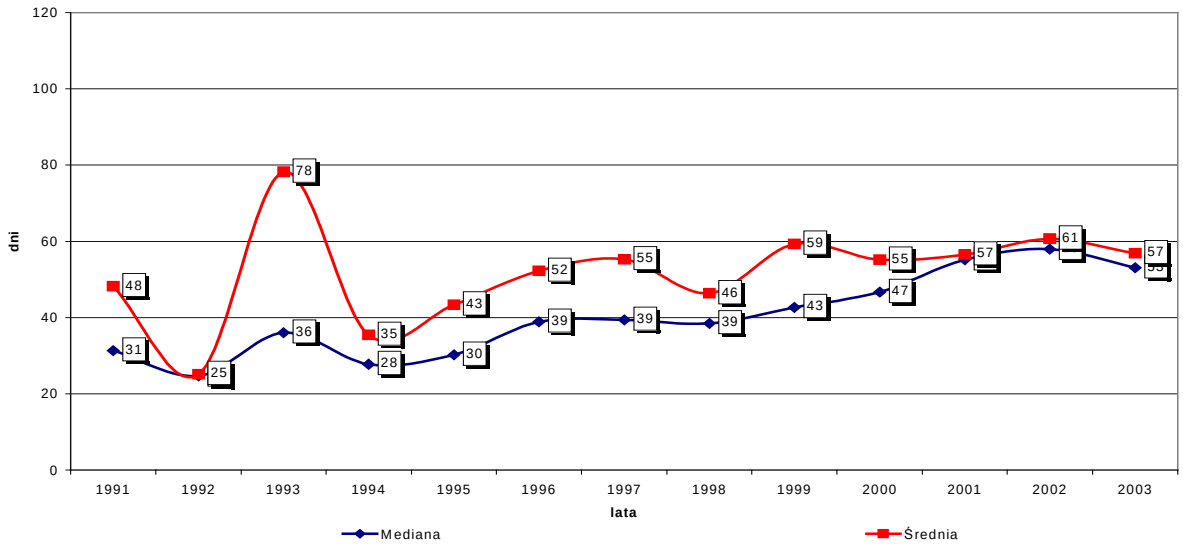


Wykres 3.59. Częstość występowania obrotu zapasów (>= 30 dniom) w przedsiębiorstwach, które generują i nie generują wartości. *Źródło: opracowanie własne*

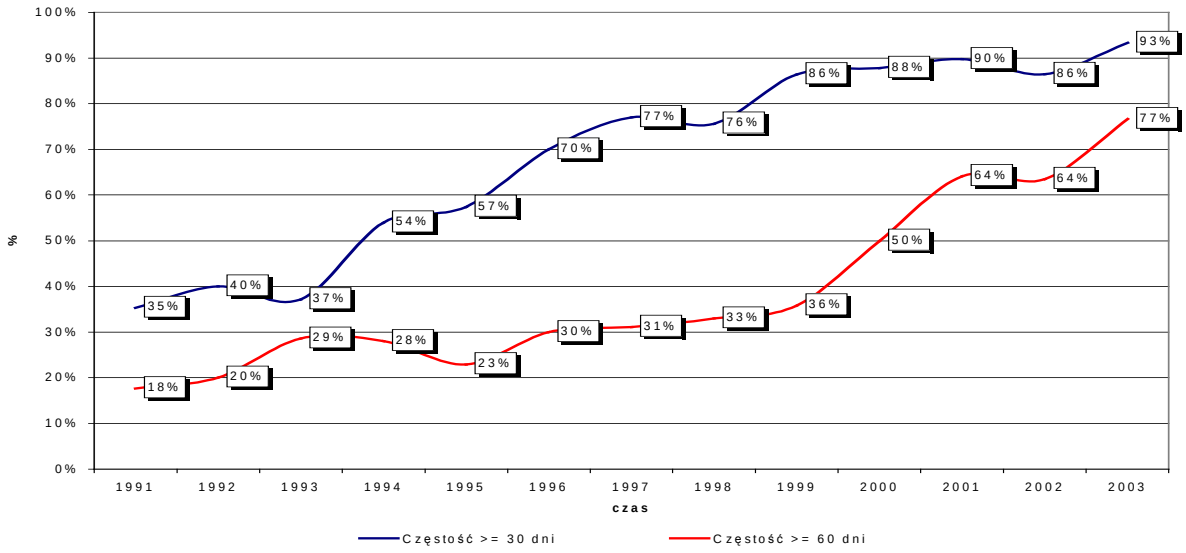
Średni okres obrotu należności brutto w dniach w przedsiębiorstwach, które nie tworzą wartości, wynosił 71 dni (jest wyższy niż w całej populacji - 63 dni) i jest znacznie wyższy niż w przedsiębiorstwach, które powiększają swoją wartość (52 dni). Z wykresów 3.60 i 3.61 wynika, że wydłużenie okresu obrotu należnościami występuje w obu grupach od roku 1994 r., z tym, że w przedsiębiorstwach, które kreują swoją wartości w ostatnich trzech latach, nastąpiło wyraźne wyhamowanie tej tendencji zarówno w przypadku średniej, jak i mediany. Kolejne wykresy (3.62 i 3.63) potwierdzają dotychczasowe wnioski. Porównanie obu grup przedsiębiorstw wskazuje, że w drugiej grupie jest znacznie mniej tych, które czekają na uregulowanie należności okres co najmniej 30 dni (średnio 62%, w pierwszej grupie 68%), oraz znacznie mniej tych, które czekają co najmniej 60 dni (średnio 23%, w pierwszej grupie 39%).



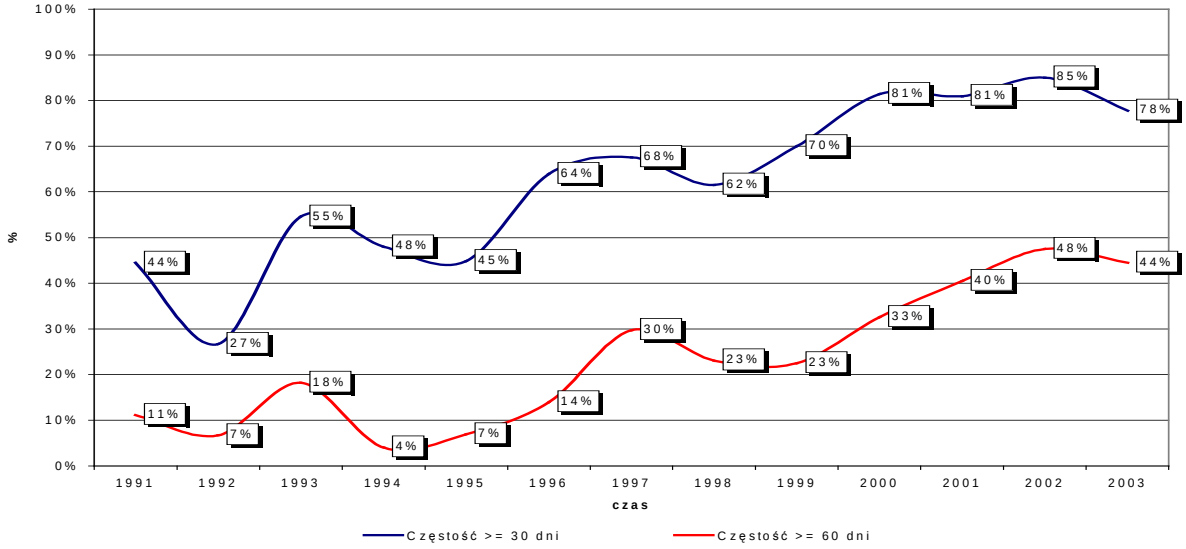
Wykres 3.60. Obrót należności w przedsiębiorstwach nie generujących wartości. *Źródło: opracowanie własne*



Wykres 3.61. Obrót należności w przedsiębiorstwach generujących wartość. *Źródło: opracowanie własne*

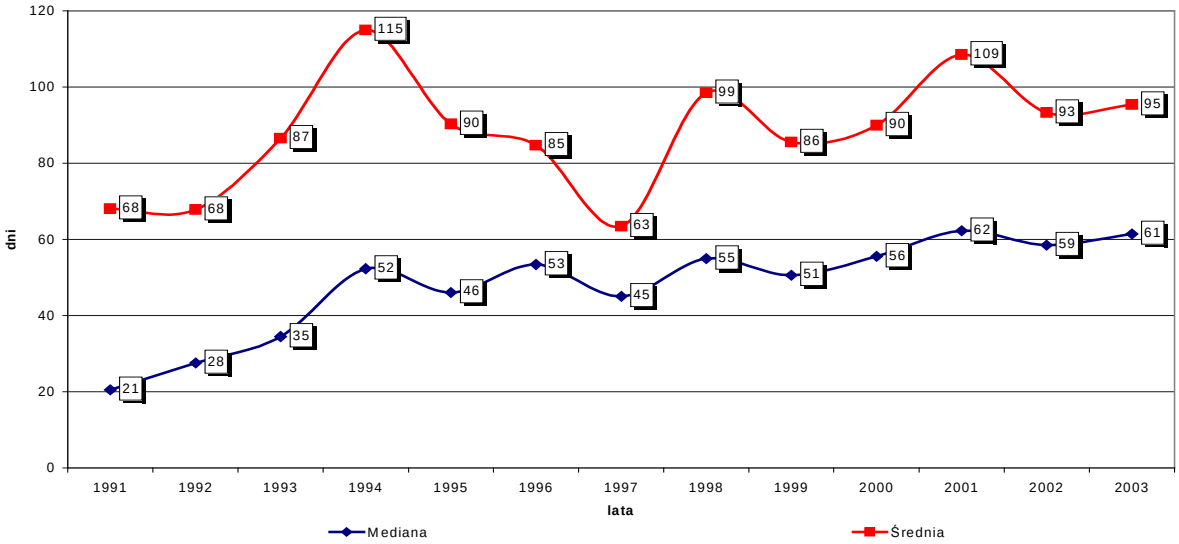


Wykres 3.62. Częstość występowania obrotu należności (>= 30 i 60 dniom) w przedsiębiorstwach nie generujących wartości. *Źródło: opracowanie własne*

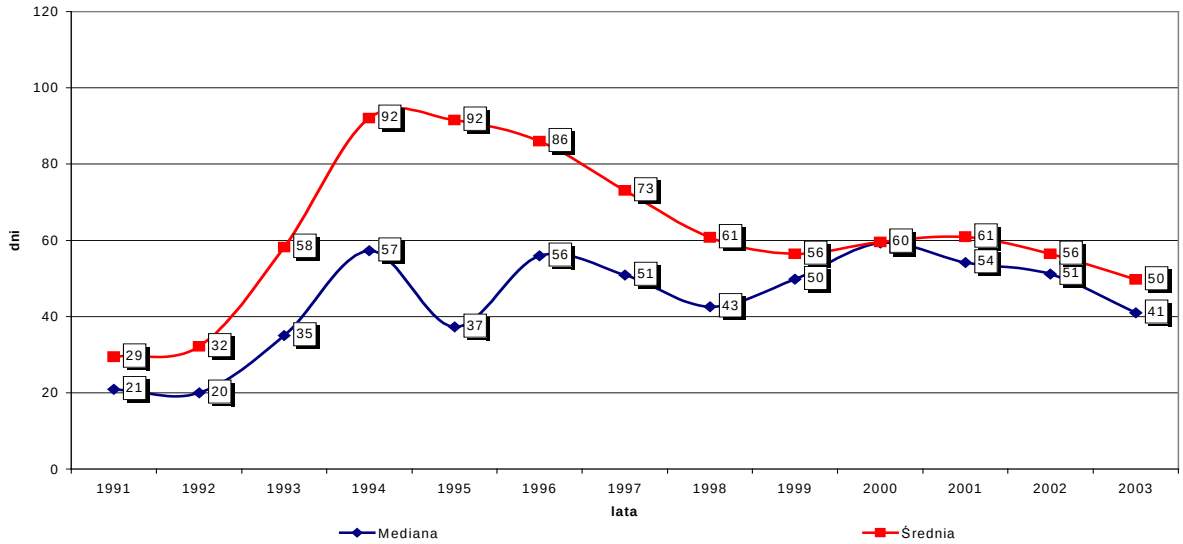


Wykres 3.63. Częstość występowania obrotu należności (>= 30 i 60 dniom) w przedsiębiorstwach generujących wartość. *Źródło: opracowanie własne*

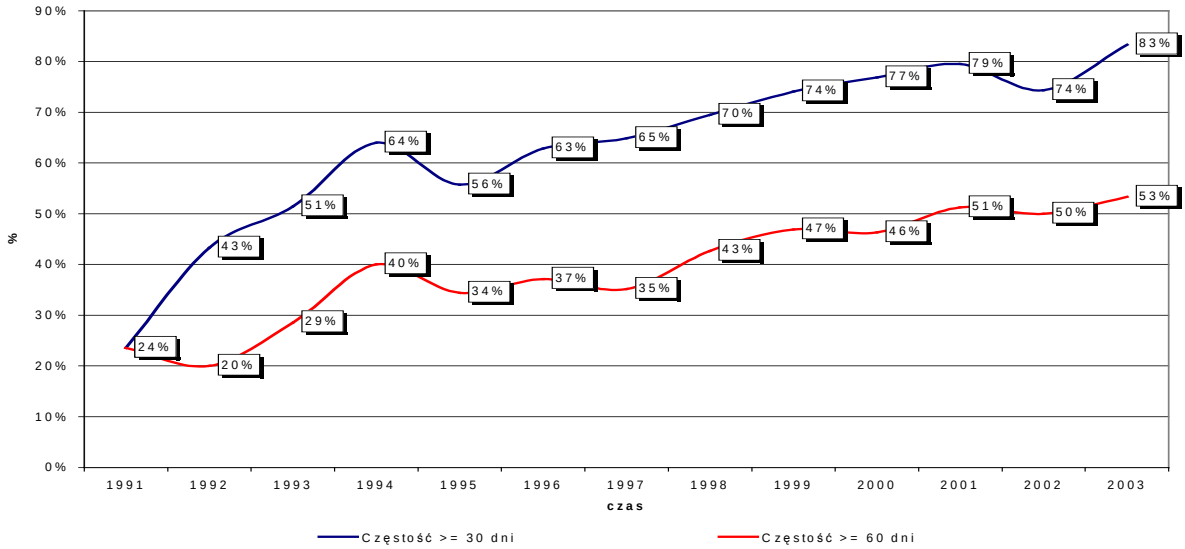
Przedsiębiorstwa nie tworzące wartości dłużej niż przedsiębiorstwa powiększające swoją wartość nie regulują swoich zobowiązań (wykres 3.64 i 3.65). Średni okres regulowania zobowiązań w dniach w pierwszej wynosi 88 dni i jest wyższy niż w całej populacji (62 dni). W konsekwencji częstości płacenia zobowiązań w czasie nie krótszym niż 30 dni oraz po okresie minimum 60 dni jest większa w pierwszej niż w drugiej grupie.



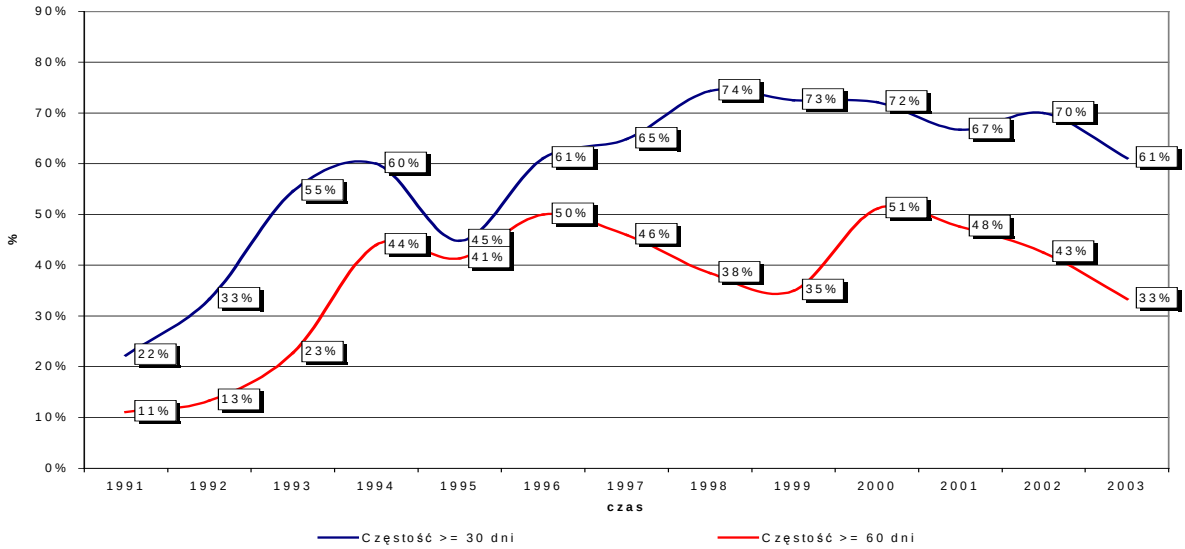
Wykres 3.64. Czas płacenia zobowiązań w przedsiębiorstwach nie generujących wartości. *Źródło: opracowanie własne*



Wykres 3.65. Czas płacenia zobowiązań w przedsiębiorstwach generujących wartość. *Źródło: opracowanie własne*

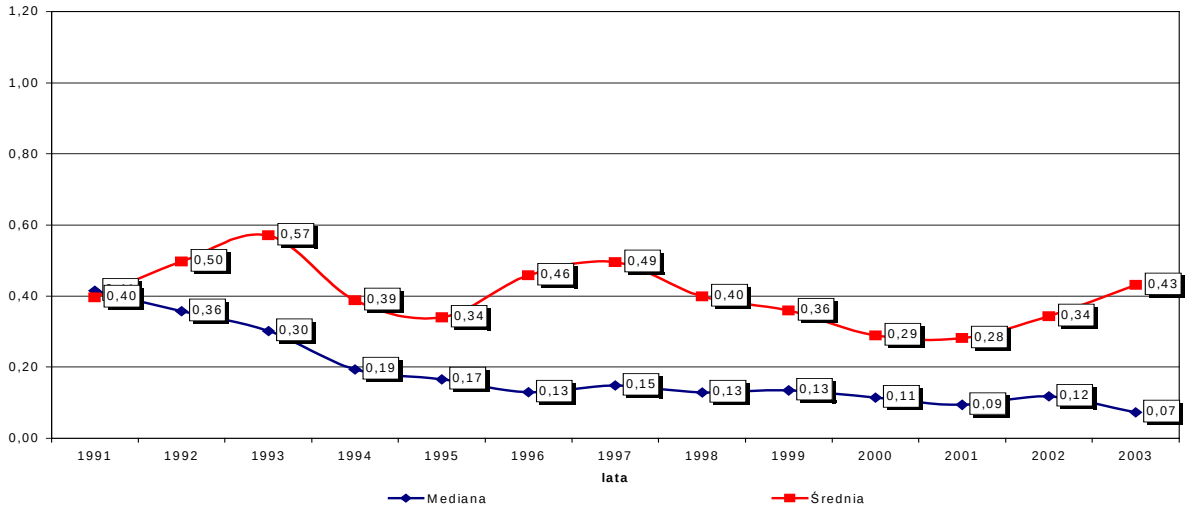


Wykres 3.66. Częstość występowania czasu płacenia zobowiązań (>= 30 i 60 dniom) w przedsiębiorstwach nie generujących wartości. *Źródło: opracowanie własne*

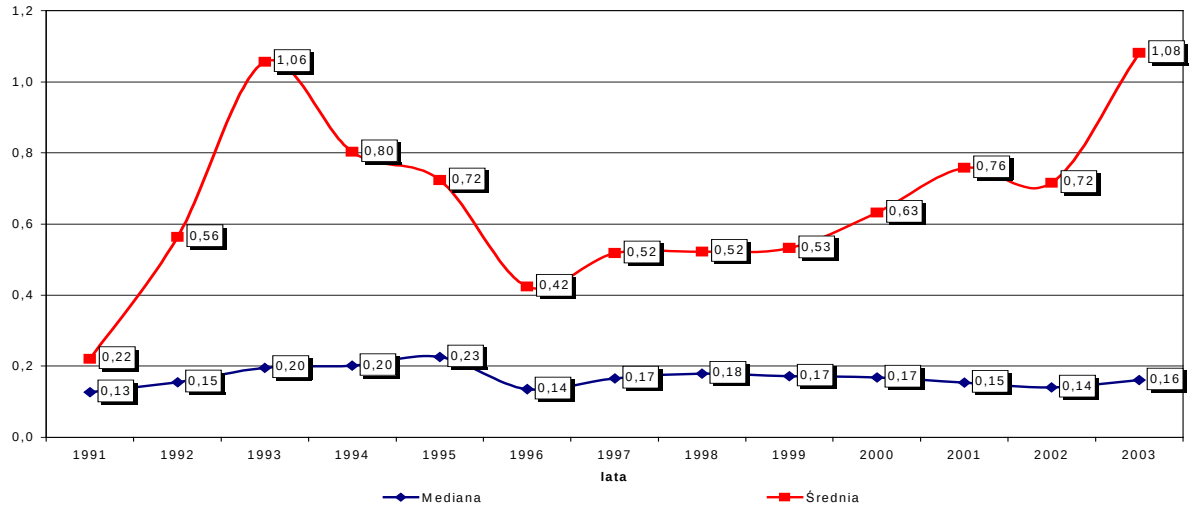


Wykres 3.67. Częstość występowania czasu płacenia zobowiązań (>= 30 i 60 dniom) w przedsiębiorstwach generujących wartość. *Źródło: opracowanie własne*

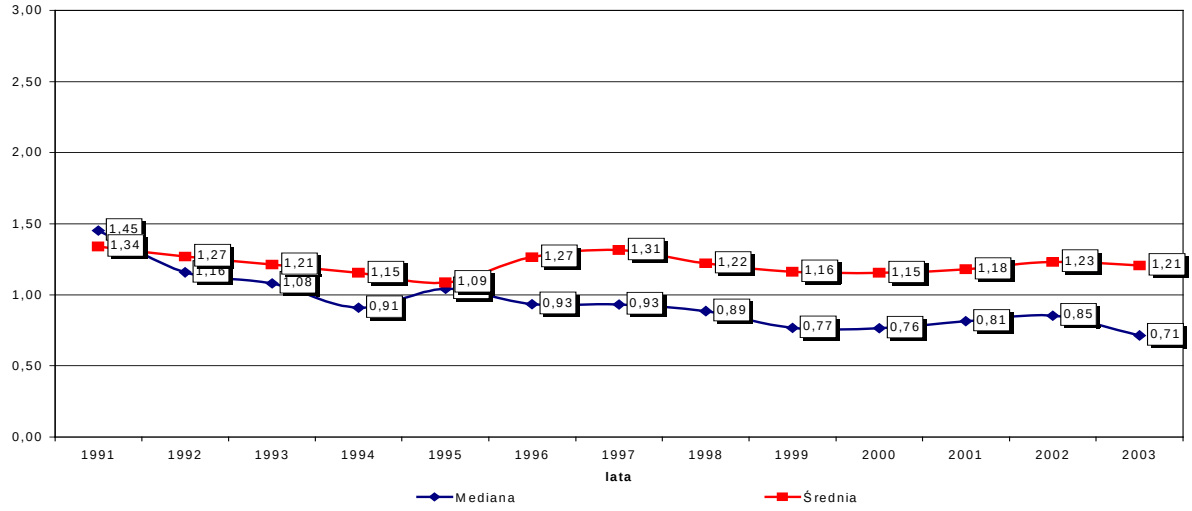
W przedsiębiorstwach nie powiększających swojej wartości średnia płynności I stopnia (wykresy 3.68-3.69) jest o blisko 40% niższa niż w drugiej grupie (mediana w obu grupach przeciętnie kształtuje się na podobnym poziomie). Płynność II stopnia w pierwszej grupie przedsiębiorstw jest niższa o 22%, a płynność III stopnia o 9% niższa niż w drugiej grupie, co koresponduje z dotychczasowymi wnioskami. Wskaźniki płynności kształtują się na zbliżonym podobnym poziomie jak w całej badanej populacji (wykresy 3.70-3.73).



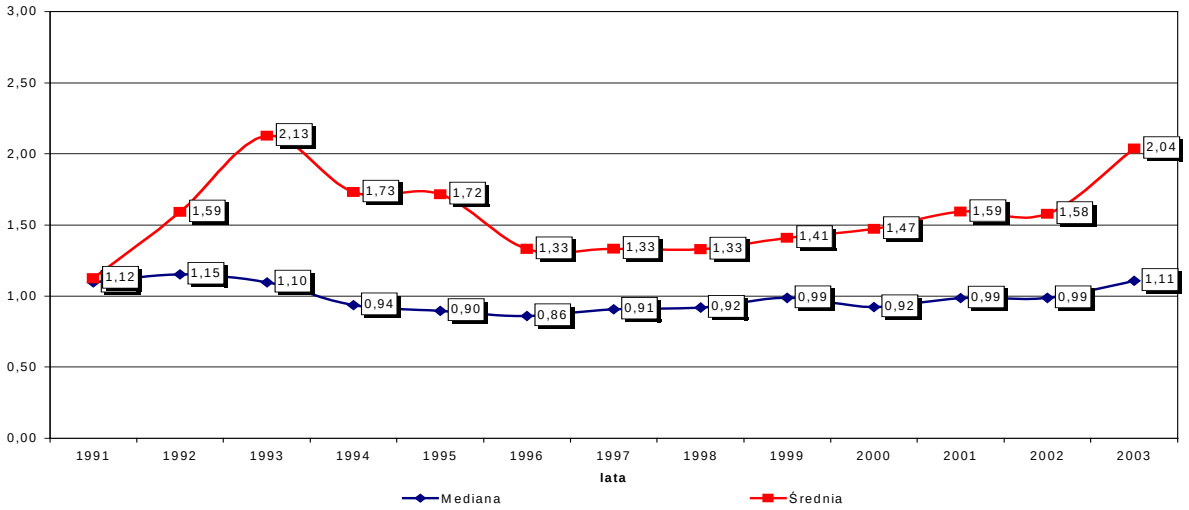
Wykres 3.68. Wskaźnik płynności I stopnia w przedsiębiorstwach nie generujących wartości. *Źródło: opracowanie własne*



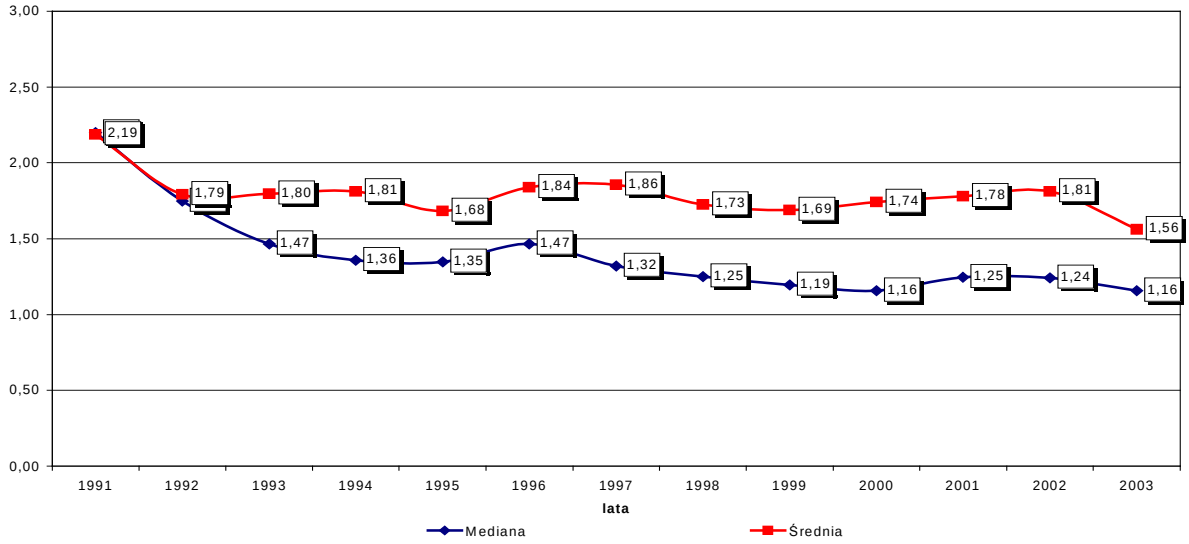
Wykres 3.69. Wskaźnik płynności I stopnia w przedsiębiorstwach generujących wartość. *Źródło: opracowanie własne*



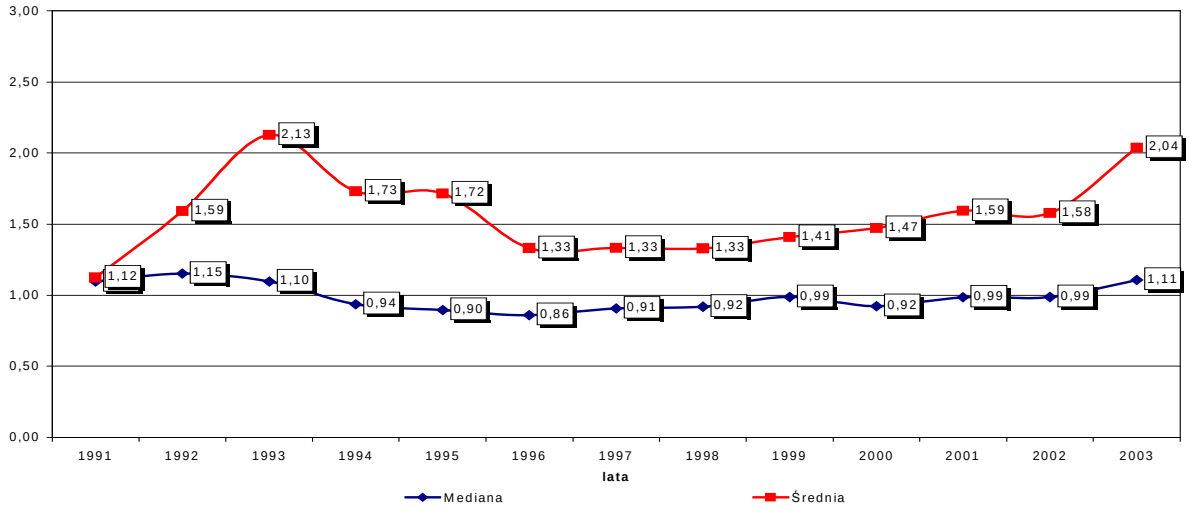
Wykres 3.70. Wskaźnik płynności II stopnia w przedsiębiorstwach nie generujących wartości. *Źródło: opracowanie własne*



Wykres 3.71. Wskaźnik płynności II stopnia w przedsiębiorstwach generujących wartość. *Źródło: opracowanie własne*

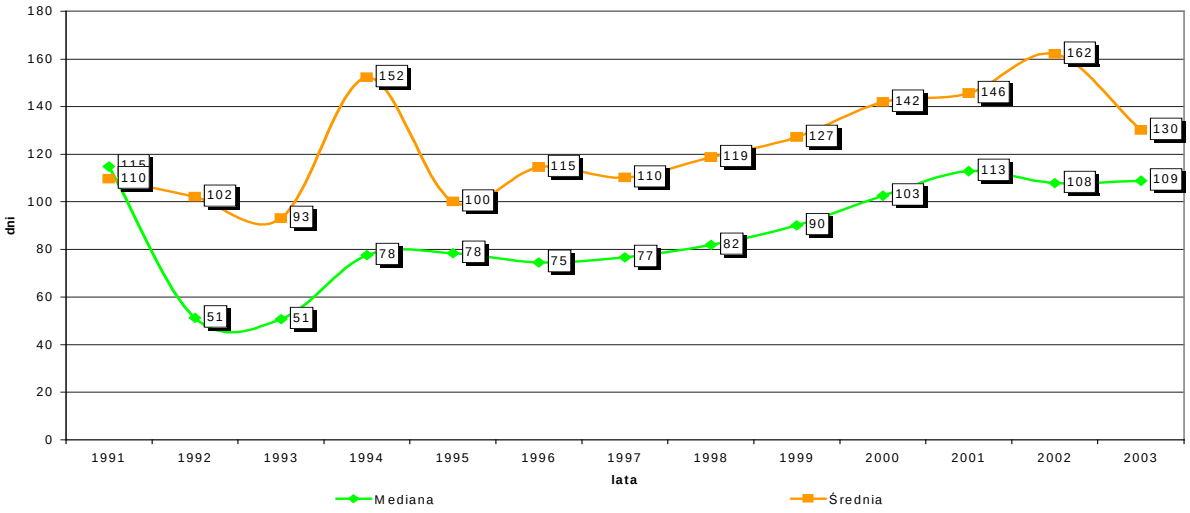


Wykres 3.72. Wskaźnik płynności III stopnia w przedsiębiorstwach nie generujących wartości. *Źródło: opracowanie własne*

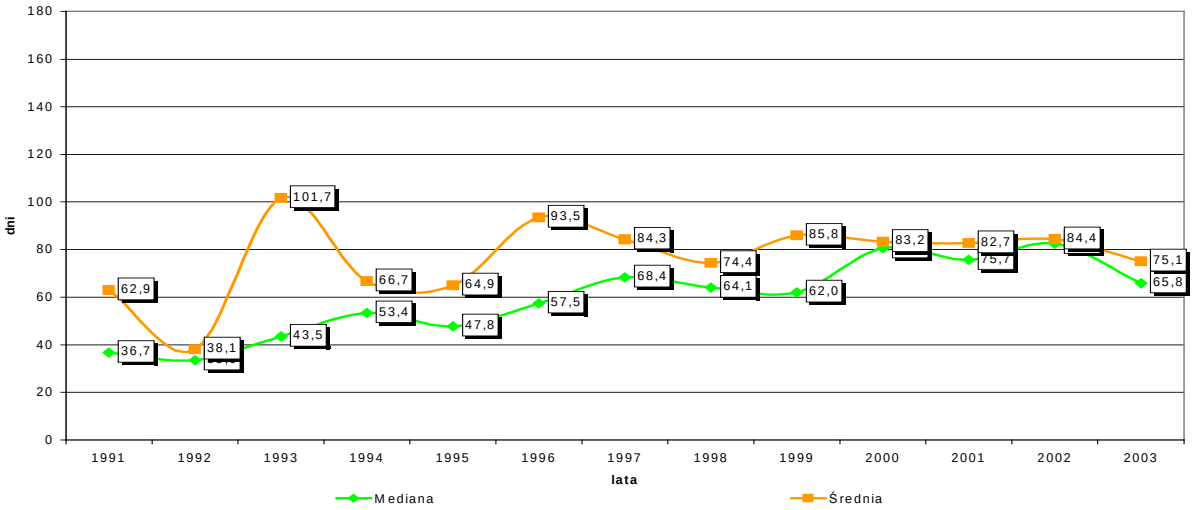


Wykres 3.73. Wskaźnik płynności III stopnia w przedsiębiorstwach generujących wartość. *Źródło: opracowanie własne*

Przedsiębiorstwa nie tworzące wartości mają dłuższy cykl operacyjny niż przedsiębiorstwa, które powiększają swoją wartość (wykresy 3.74-3.75). W przedsiębiorstwach z pierwszej grupy średni czas trwania cyklu operacyjnego wynosi 124 dni i jest o 61% dłuższy niż w drugiej grupie (77 dni). Z wykresu 3.74 wynika, że w najgorszym 2002 r., przedsiębiorstwa nie generujące wartości potrzebowały średnio aż pół roku, aby odzyskać środki zainwestowane w zapasy i należności. Przebieg mediany prezentuje się lepiej niż średniej, lecz i tak przeciętna mediana w pierwszej grupie jest o miesiąc dłuższa niż w drugiej grupie przedsiębiorstw.



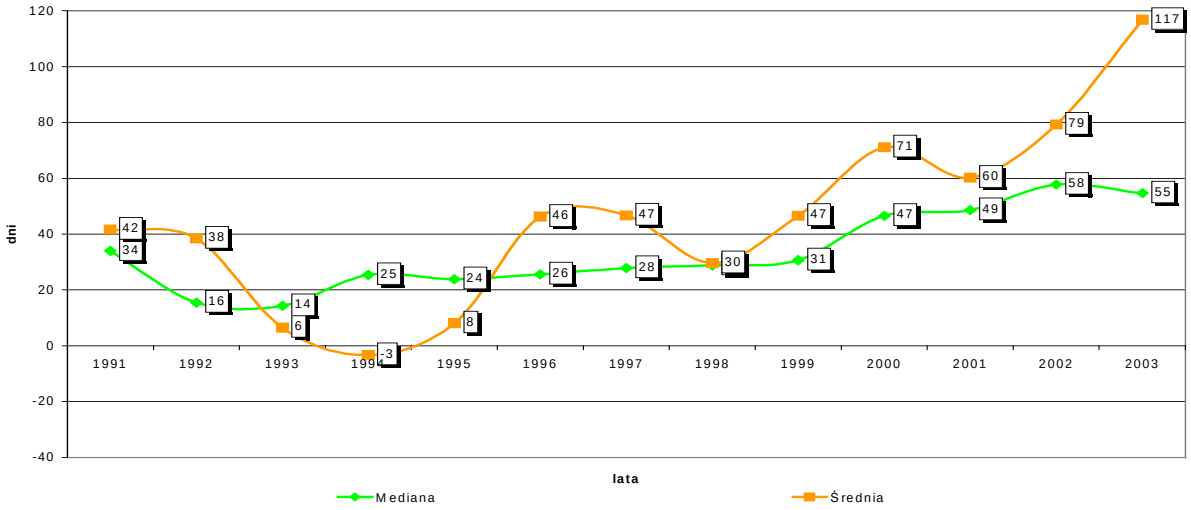
Wykres 3.74. Wskaźnik cyklu operacyjnego w przedsiębiorstwach nie generujących wartości. *Źródło: opracowanie własne*



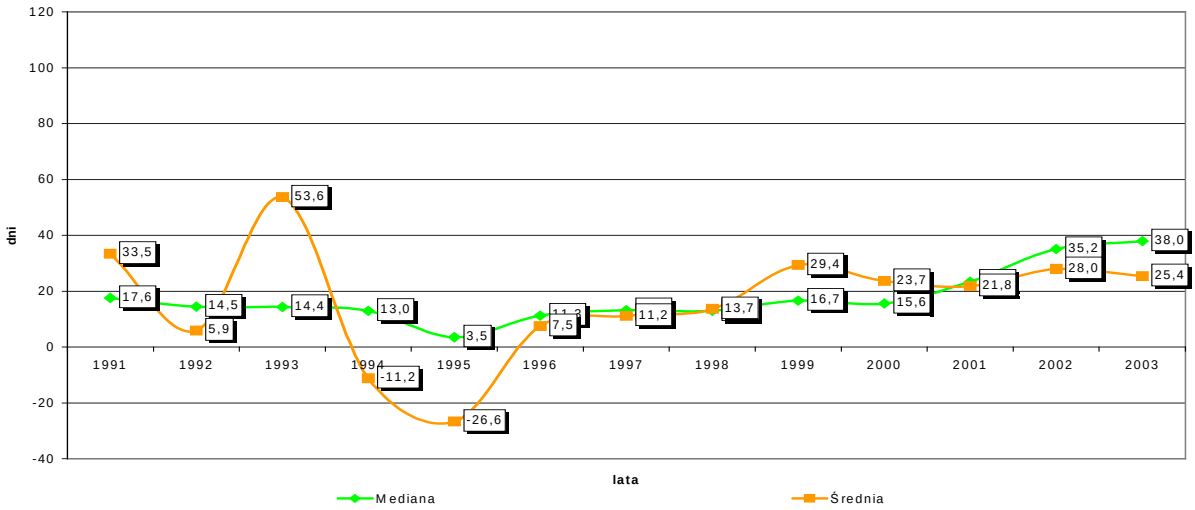
Wykres 3.75. Wskaźnik cyklu operacyjnego w przedsiębiorstwach generujących wartość. *Źródło: opracowanie własne*

Także cykl środków pieniężnych prezentuje się mniej korzystnie w przedsiębiorstwach nie tworzących wartości niż w przedsiębiorstwach, które powiększają swoją wartość (wykresy 3.74-3.75). Średnia wartość cyklu środków pieniężnych wynosi 45 dni w pierwszej grupie i 17 dni w drugiej grupie. W najgorszym 2003 r. środki zaangażowane

w finansowanie zapasów i należności w pierwszej grupie były odzyskiwane po 117 dniach, czyli o 91 dni wolniej niż w drugiej grupie. Także przeciętny poziom mediany jest blisko dwukrotnie dłuższy w pierwszej niż w drugiej grupie.



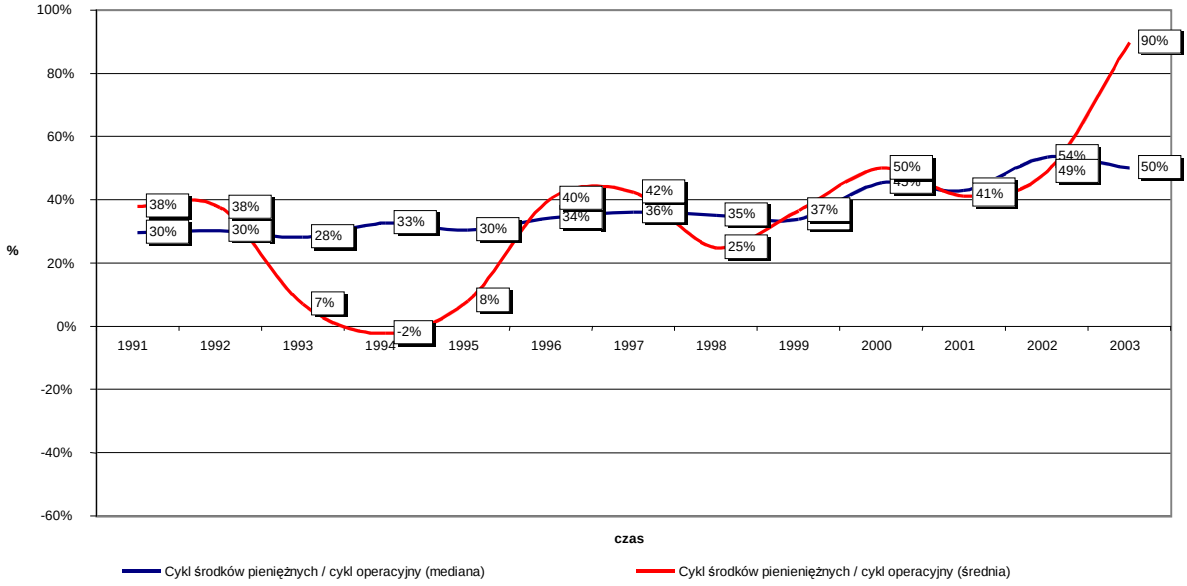
Wykres 3.76. Wskaźnik cyklu środków pieniężnych w przedsiębiorstwach nie generujących wartości. *Źródło: opracowanie własne*



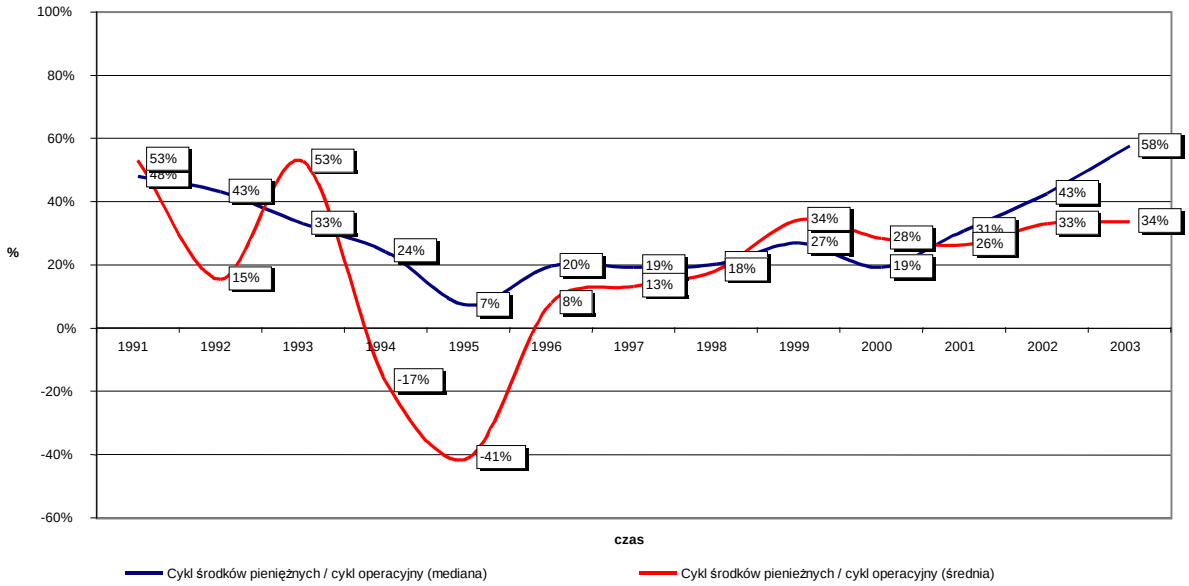
Wykres 3.77. Wskaźnik cyklu środków pieniężnych w przedsiębiorstwach generujących wartość. *Źródło: opracowanie własne*

Jeśli porównać średnie oraz mediany wielkości cyklu środków pieniężnych i cyklu operacyjnego, można stwierdzić, że w latach 1991-2003, w przedsiębiorstwach nie generujących wartości, krótszy był średnio czas cyklu operacyjnego finansowanego z zobowiązań z tytułu dostaw i usług niż w przypadku przedsiębiorstw tworzących wartość (wykresy 3.78 i 3.79). Jak wynika przebiegu mediany w pierwszej grupie przedsiębiorstw na początku lat dziewięćdziesiątych około 70% czasu cyklu operacyjnego przerzucano na dostawców, w latach 1996-1999 65% tego czasu obciążało dostawców, a w latach 2001-2003 już tylko około 50%. Świadczyć to może o coraz mniejszych możliwościach przerzucenia wydłużającego się czasu oczekiwania na gotówkę z tytułu cyklu operacyjnego na dostawców.

Analiza przebiegu mediany w drugiej grupie przedsiębiorstw od początku dekady do 1995 r. wskazuje, że co raz większa część czasu cyklu operacyjnego była przerzucana na dostawców (wzrost z 52 do 93%); w kolejnych latach nastąpiło odwrócenie tendencji, udział ten systematycznie malał osiągając najniższą wartość w 2003 roku (42%). Z porównania obu grup przedsiębiorstw wynika, że cykl operacyjny musi być finansowany w większym zakresie z droższych źródeł finansowania w przypadku pierwszej grupy (średnio w latach 1991-2003 w 36%) niż w drugiej grupie przedsiębiorstw (średnio w latach 1991-2003 w 20%). Dłuższy cykl operacyjny i mniej korzystna struktura jego finansowania negatywnie wpływają na kreację wartości przedsiębiorstw z drugiej grupy.

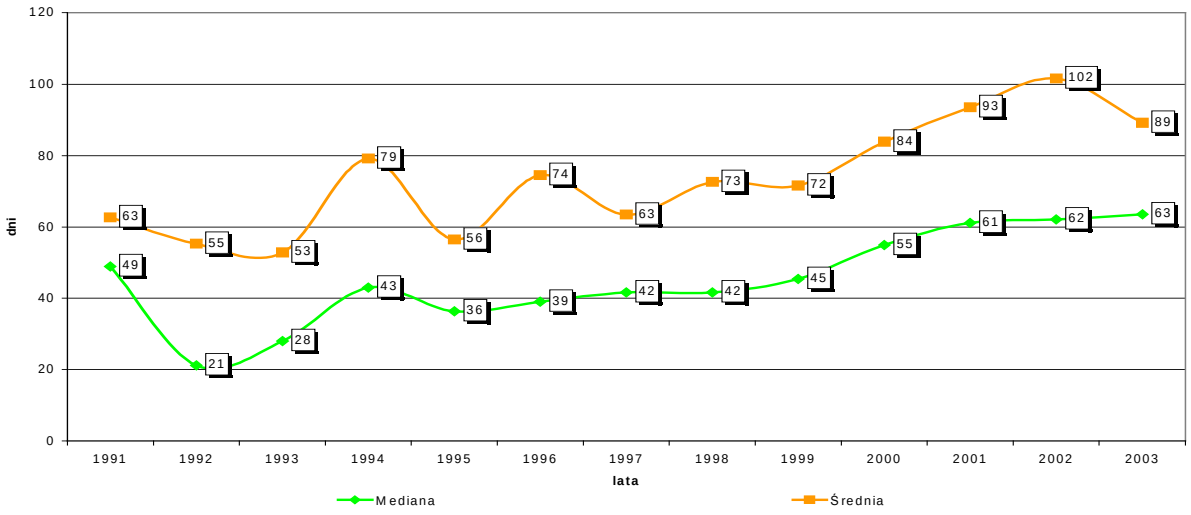


Wykres 3.78. Cykl środków pieniężnych w relacji do cyklu operacyjnego w przedsiębiorstwach nie generujących wartości. *Źródło: opracowanie własne*

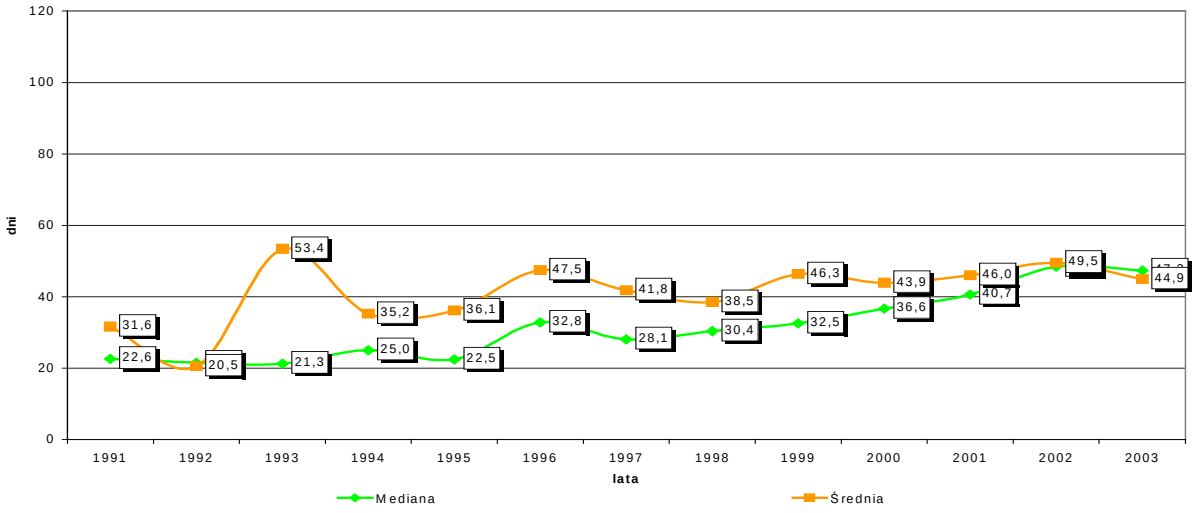


Wykres 3.79. Cykl środków pieniężnych w relacji do cyklu operacyjnego w przedsiębiorstwach generujących wartość. *Źródło: opracowanie własne*

Średnia oraz mediana wskaźnika upłynniania wykazują wyższe wartości w przypadku przedsiębiorstwach nie generujących wartości niż w przedsiębiorstwach powiększających swoją wartość (wykresy 3.80 i 3.81). W latach 1997-2003 w przebiegu wykresu zarówno średniej, jak i mediany tego parametru widać wyraźną wzrostową tendencję w pierwszej grupie przedsiębiorstw. W drugiej grupie przedsiębiorstw w analogicznym okresie dynamika wzrostu tego wskaźnika była dużo mniejsza. W ostatnich trzech latach w tej grupie przedsiębiorstw, nastąpiła stabilizacja tego parametru, na poziomie 47 dni dla średniej i 45 dni dla mediany. W tym samym przedziale czasu w pierwszej grupie przedsiębiorstw mediana jest o blisko 40%, a średnia aż o 100% wyższa. Oznacza to konieczność angażowania większych środków na finansowanie majątku obrotowego w przedsiębiorstwach nie generujących wartości, co potwierdza dotychczasowe wnioski.

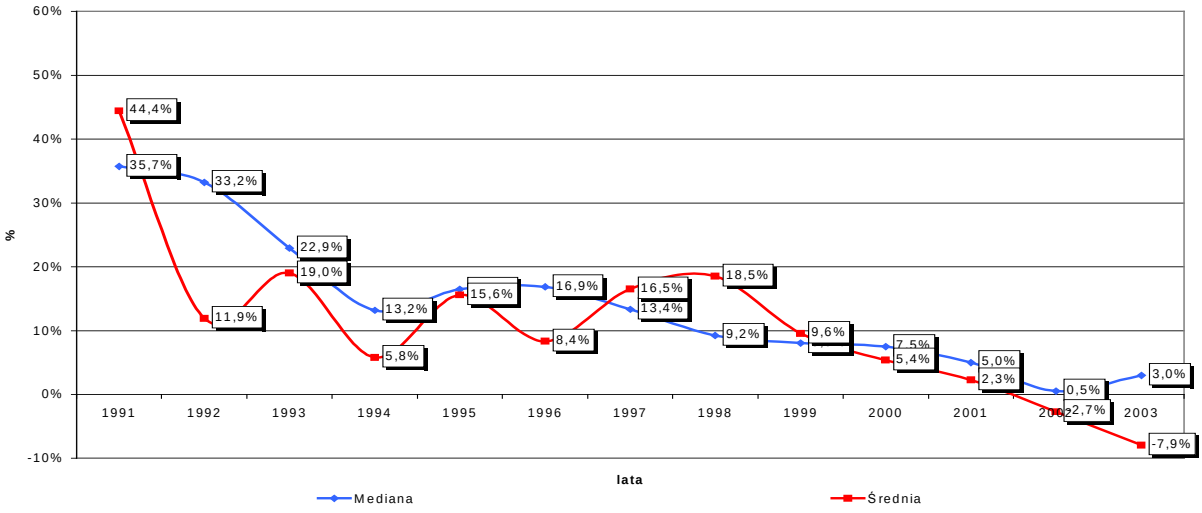


Wykres 3.80. Wskaźnik upłynnienia w przedsiębiorstwach nie generujących wartości. *Źródło: opracowanie własne*

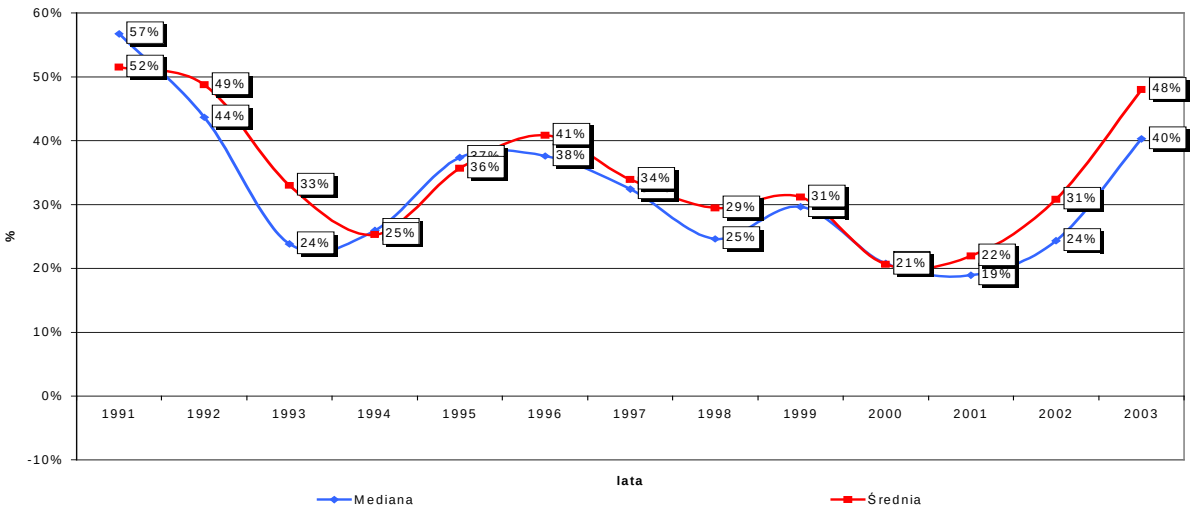


Wykres 3.81. Wskaźnik upłynnienia w przedsiębiorstwach generujące wartość. *Źródło: opracowanie własne*

Dotychczas opisane efekty zarządzania majątkiem obrotowym i źródłami jego finansowania mają swoje odzwierciedlenie w produktywności majątku obrotowego brutto (wykresy 3.82-3.83). Wykres mediany wskaźnika produktywności wskazuje, że w pierwszej grupie przedsiębiorstw następuje sukcesywne pogarszanie się tego parametru. Wykres średniej cechuje się większą zmiennością, lecz ogólna tendencja jest taka sama. W drugiej grupie przedsiębiorstw mediana i średnia wartość produktywności majątku obrotowego brutto mają zbliżony przebieg w latach 1991-1994 jak w pierwszej grupie przedsiębiorstw. W kolejnych dwóch latach w drugiej grupie nastąpił większy przyrost produktywności niż w grupie pierwszej, następnie w latach 1997-2001 w obu grupach jest widoczna ta sama spadkowa tendencja. Kolejny rozdźwięk następuje w ostatnich dwóch latach badania, kiedy to produktywność w drugiej grupie przedsiębiorstw wyraźnie wzrosła.

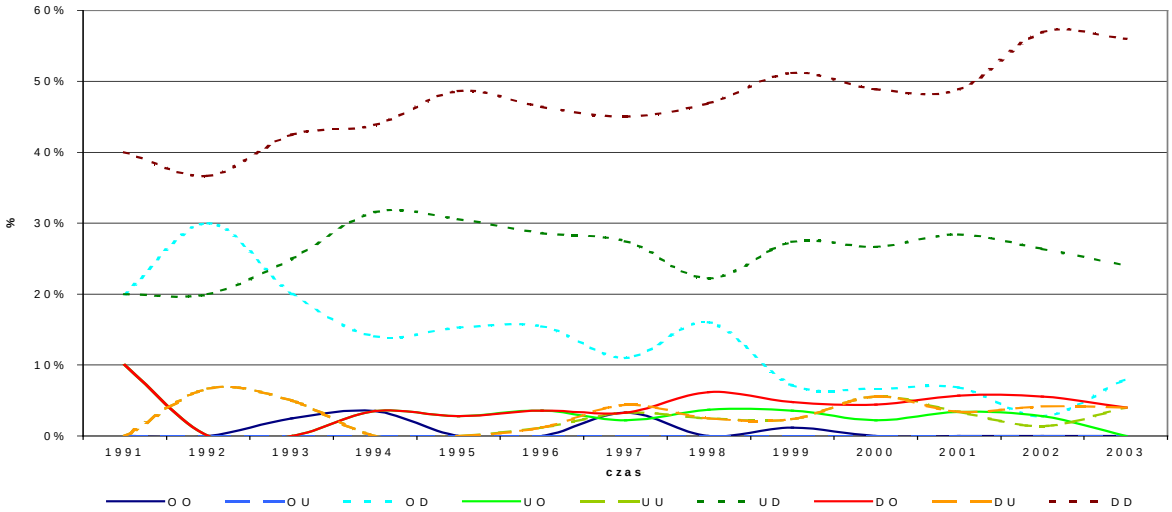


Wykres 3.82. Wskaźnik produktywności majątku obrotowego brutto w przedsiębiorstwach nie generujących wartości. *Źródło: opracowanie własne*

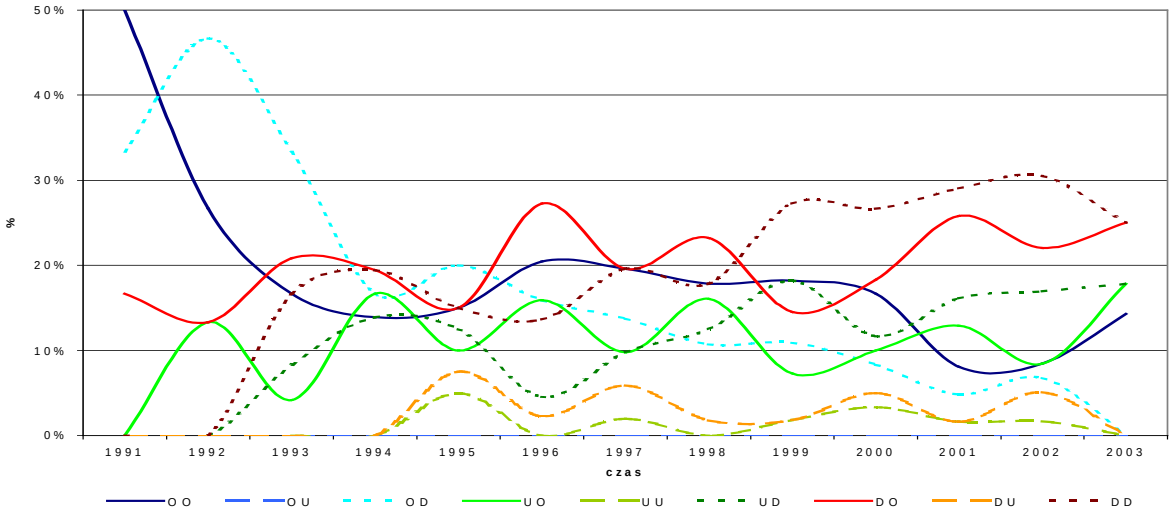


Wykres 3.83. Wskaźnik produktywności majątku obrotowego brutto w przedsiębiorstwach generujących wartość. *Źródło: opracowanie własne*

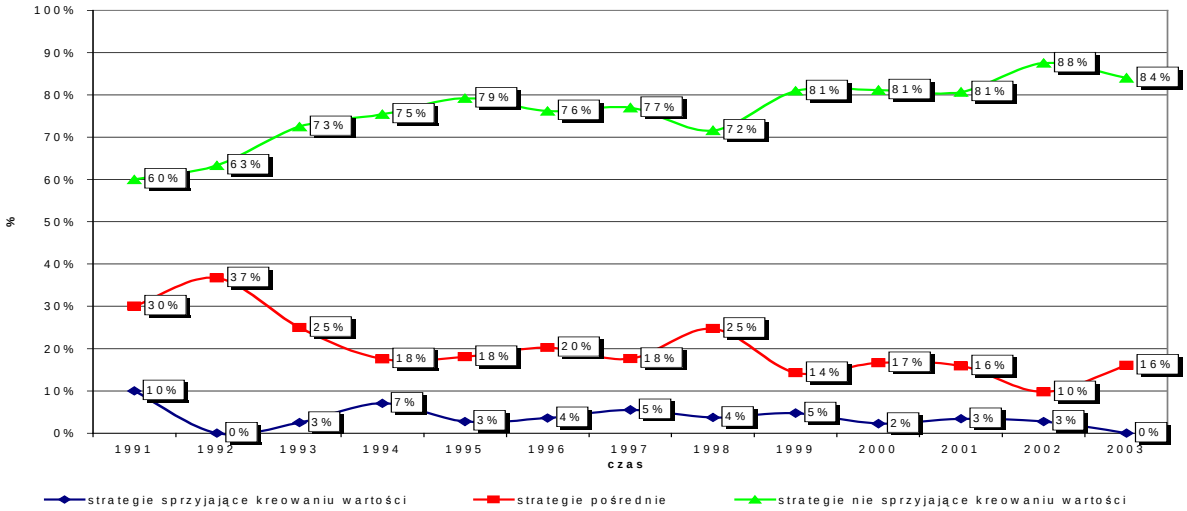
Jeśli porównać kombinacje strategii realizowanych w obszarze majątku i źródeł jego finansowania w obu grupach przedsiębiorstw, okaże się, że przeciętnie wśród przedsiębiorstw nie tworzących wartości częściej realizowana jest strategia defensywna w obszarze zarządzania majątkiem obrotowym (przeciętnie przez 54%) niż w drugiej grupie przedsiębiorstw (przeciętnie 40%). W pierwszej grupie przedsiębiorstw w znacznie mniejszym stopniu jest realizowana strategia ofensywna zarządzania majątkiem obrotowym (przeciętnie przez 16%) niż w drugiej grupie (przeciętnie przez 37%). Reszta przypada na strategię umiarkowaną 30% w pierwszej grupie i 23% w drugiej. Znaczne różnice między tymi dwoma grupami przedsiębiorstw występują w obszarze zarządzania źródłami finansowania majątku obrotowego. W pierwszej grupie przedsiębiorstw dominują strategie defensywne (przeciętnie przez 84%), znacznie rzadziej realizowane są strategie ofensywne (przeciętnie przez 9%) i umiarkowane (przeciętnie przez 7%). Inne są proporcje między tymi strategiami w drugiej grupie przedsiębiorstw. Strategie defensywna i ofensywna są realizowane przez podobny odsetek przedsiębiorstw (przeciętnie przez 46 i 47%), umiarkowana strategia jest stosowana przez 6% przedsiębiorstw z tej grupy. W efekcie najczęstszą kombinacją w pierwszej grupie przedsiębiorstw jest strategia DD realizowana przeciętnie przez 47% przedsiębiorstw, następna w kolejności jest strategia UD przeciętnie stosowana przez 26% przedsiębiorstw (wykres 3.84). Obie te strategie nie sprzyjają powiększaniu wartości przedsiębiorstwa. W drugiej grupie przedsiębiorstw rozkład strategii jest bardziej równomierny (wykres 3.85). Najczęściej stosowane są strategie DO (przeciętnie przez 20%), następnie OO i DD (przeciętnie przez 19%) oraz OD (przeciętnie przez 17%). Jak wynika z rozdziału drugiego, niektóre kombinacje sprzyjają kreowaniu wartości przedsiębiorstwa, częściej wpływa na nią negatywnie, a części można określić mianem neutralnych, gdyż trudno jednoznacznie określić ich wpływ na wartość. Po zgrupowaniu dziewięciu kombinacji strategii zarządzania majątkiem obrotowym i źródłami jego finansowania (wykres 3.86) okazuje się, że w pierwszej grupie przedsiębiorstw przeciętnie w badanym okresie jedynie 4% realizuje te kombinacje strategii, które korzystnie wpływają na wartość przedsiębiorstwa, 20% to kombinacje strategii o charakterze neutralnym, dominują natomiast strategie, których wpływ na wartość jest negatywny - 76%. W drugiej grupie przedsiębiorstw sytuacja wygląda dużo korzystniej (wykres 3.87), przeciętnie 30% przedsiębiorstw realizuje te strategie, które sprzyjają powiększaniu wartości przedsiębiorstwa, 38% stosuje strategie neutralne, a 32% strategie, które negatywnie wpływają na wartość.



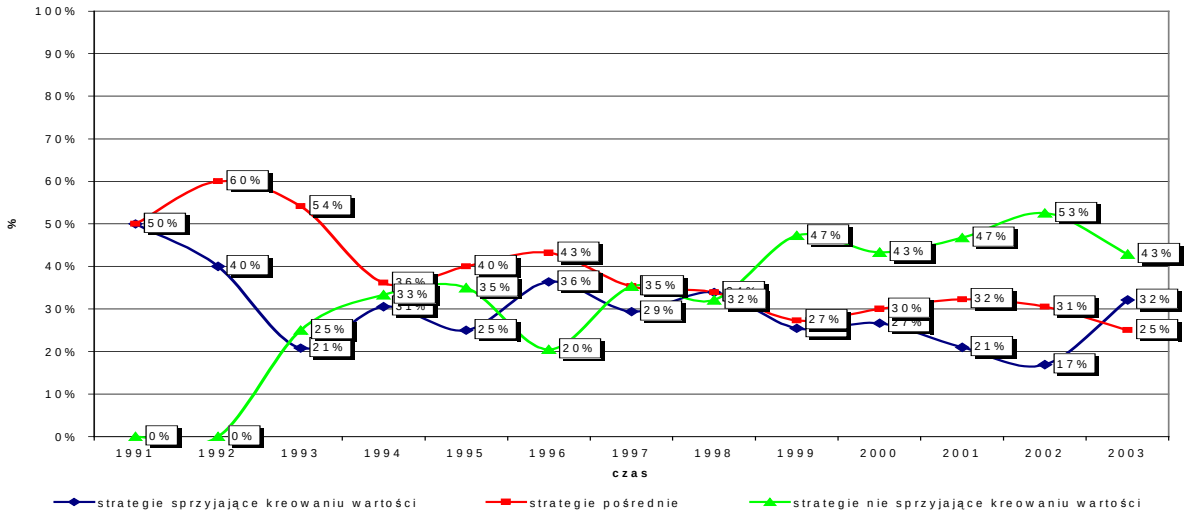
Wykres 3.84. Zmiany w kombinacjach strategii zarządzania majątkiem obrotowym i źródłami jego finansowania w przedsiębiorstwach nie generujących wartości. *Źródło: opracowanie własne*



Wykres 3.85. Zmiany w kombinacjach strategii zarządzania majątkiem obrotowym i źródłami jego finansowania w przedsiębiorstwach generujących wartość. *Źródło: opracowanie własne*



Wykres 3.86. Zmiany w trzech głównych grupach kombinacji strategii zarządzania majątkiem obrotowym i źródłami jego finansowania w przedsiębiorstwach nie generujących wartości. *Źródło: opracowanie własne*



Wykres 3.87. Zmiany w trzech głównych grupach kombinacji strategii zarządzania majątkiem obrotowym i źródłami jego finansowania w przedsiębiorstwach generujących wartość. *Źródło: opracowanie własne*

Z porównania przedsiębiorstw, które nie zwiększają swojej wartości, i tych, które tą wartość powiększają, wynika, że pierwsza grupa przedsiębiorstw ma znacznie gorsze efekty w zakresie zarządzania majątkiem obrotowym i źródłami jego finansowania niż druga grupa (tabela 3.10).

Tabela 3.11. Efekty zarządzania majątkiem obrotowym i źródłami jego finansowania w dwóch grupach przedsiębiorstw

	Przedsiębiorstwa nie powiększające swojej wartości	**Przedsiębiorstwa powiększające swoją wartość**
Zarządzanie zapasami	gorsze	lepsze
Zarządzanie należnościami	gorsze	lepsze
Zarządzanie zobowiązaniami z tytułu dostaw i usług	gorsze	lepsze
Zarządzanie płynnością	dobra	dobra
Cykl operacyjny	dłuższy	krótszy
Upłynnienie	dłuższe	krótsze
Cykl środków pieniężnych	dłuższy	krótszy
Finansowanie cyklu środków pieniężnych	gorsze (gorsze)	lepsze (tańsze)
Produktywność majątku obrotowego brutto	niska	wysoka
Strategie zarządzania majątkiem obrotowym	gorsze	lepsze
Strategie zarządzania źródłami finansowania majątku obrotowego	gorsze	lepsze
Kombinacje strategii zarządzania majątkiem obrotowym o źródłami jego finansowania	gorsze	lepsze

Źródło: opracowanie własne

3.3. Wnioski końcowe

Jednym z mankamentów praktyki współczesnego zarządzania przedsiębiorstwem jest podejmowanie decyzji, również z obszaru zarządzania majątkiem obrotowym, na podstawie informacji księgowych. Potwierdzają to wywiady i analiza sprawozdań finansowych badanych przedsiębiorstw. Z punktu widzenia zarządzania wartością przedsiębiorstwa jest to istotny błąd, gdyż informacje księgowe nie uwzględniają zmian wartości pieniądza w czasie, a dyskontowanie związane z różnym postrzeganiem wartości pieniądza (kapitału)[252] w zależności od tego, kto jest jego dostarczycielem, jest stałym elementem każdej z metod pomiaru efektu kreacji wartości przedsiębiorstwa używanych w tej koncepcji.

Na podstawie przeprowadzonych badań ankietowych oraz badań sprawozdań finansowych przedsiębiorstw obejmujące lata 1991-2003 dokonano weryfikacji postawionych hipotez.

Hipotezę (III): **„Potencjał tkwiący w zarządzaniu majątkiem obrotowym w zakresie kreacji wartości nie jest w wystarczającym stopniu wykorzystywany przez polskie przedsiębiorstwa,"** można uznać za uprawdopodobnioną, gdyż większość hipotez pomocniczych została udowodniona:

1. Większość (84%) przedsiębiorstw nie stawia sobie za główny cel zwiększania swojej wartości (jedynie 16% deklaruje wzrost wartości przedsiębiorstwa lub zwiększanie wartości dla właścicieli).
2. Kapitał obrotowy netto jest istotnym źródłem finansowania majątku obrotowego. W badanych przedsiębiorstwach kapitał obrotowy netto (część kapitału stałego, która finansuje majątek obrotowy) wynosi średnio 31% (mediana 25%). Częstość występowania udziału kapitału obrotowego netto większego niż 10% w strukturze źródeł finansowania majątku obrotowego wynosi 67%.
3. Większość (60%) przedsiębiorstw nie szacuje kosztu kapitału własnego, dalsze 33% deklaruje, że szacuje koszt kapitału własnego, ale odpowiedzi na inne pytania podważają prawdziwość tych deklaracji.
4. Większość (93%) przedsiębiorstw nie wykorzystuje kosztu kapitału własnego w zarządzaniu majątkiem obrotowym.
5. Większość (80%) przedsiębiorstw wyraża przekonanie, że kapitał własny jest najtańszym źródłem finansowania działalności.

[252] Może tu pojawić się kontrargument, że w ostatnich latach inflacja jest niska, ale w zarządzaniu wartością nie inflacja jest ważna, a koszt poszczególnych źródeł finansowania (koszt kapitału własnego i długu), który jest znacząco wyższy od inflacji.

6. Większość przedsiębiorstw deklaruje stosowanie określonych metod zarządzania majątkiem obrotowym.
7. Dominuje strategia defensywna zarządzania majątkiem obrotowym, która jest realizowana przez połowę przedsiębiorstw, sprzyjająca powstawaniu luki wartości.
8. Większość przedsiębiorstw realizuje strategię ofensywną (49%) w obszarze zarządzania źródłami finansowania majątku obrotowego, która sprzyja kreowaniu wartości przedsiębiorstwa, ale spory udział mają też przedsiębiorstwa stosujące strategię defensywną (46%).
9. Wśród kombinacji strategii zarządzania majątkiem obrotowym i źródłami ich finansowania przeważają te, które nie sprzyjają kreowaniu wartości przedsiębiorstwa (41%).

Przedsiębiorstwa źle zarządzają majątkiem obrotowym z następujących powodów:

1) Większość (67%) przedsiębiorstw nie oferuje upustów za wcześniejszą płatność.
2) Większość (88%) przedsiębiorstw, które oferują upusty odbiorcom za wcześniejszą płatność, nie oblicza kosztu kapitału własnego, mimo iż należności są finansowane także kapitałami stałymi (jedynie 4% ankietowanych przedsiębiorstw deklaruje, że oferuje odbiorcom upusty za wcześniejszą płatność i oblicza koszt kapitału własnego).
3) Przedsiębiorstwa nie są w stanie optymalizować majątku obrotowego, gdyż nie szacują kosztu kapitału własnego, a jest on istotnym źródłem jego finansowania.
4) Dość duża (14%) przedsiębiorstw kieruje się intuicją w zarządzaniu majątkiem obrotowym, a 18% nie stosuje żadnych metod zarządzania majątkiem obrotowym.
5) 34% przedsiębiorstw nie zastanawia się, jaka struktura finansowania majątku obrotowego jest dla nich odpowiednia.
6) Z tych przedsiębiorstw, które mają docelową strukturę finansowania majątku obrotowego, 28% jest przekonanych, że maksymalizacja udziału kapitału stałego w tej strukturze jest najkorzystniejsza, wychodząc z założenia, że jest najtańsza (bo kapitał własny nic nie kosztuje).
7) 17% przedsiębiorstw nie posiada systemu komputerowego do zarządzania zapasami i uważa, że jest to ważna bariera w poprawie efektywności zarządzania zapasami, a dalsze 37% jest niezadowolonych z wykorzystywanego systemu i widzą w nim barierę poprawy efektywności.

8) 10% przedsiębiorstw nie posiada systemu komputerowego do zarządzania należnościami i uważa, że jest to ważna bariera w poprawie efektywności zarządzania należnościami, a dalsze 27% jest niezadowolonych z wykorzystywanego systemu i widzą w nim barierę poprawy efektywności.
9) 10% przedsiębiorstw nie posiada systemu komputerowego do zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami oraz uważa, że jest to ważna bariera w poprawie efektywności zarządzania nimi, a dalsze 23% jest niezadowolonych z wykorzystywanego systemu i widzą w nim barierę poprawy efektywności.
10) Jak pokazują wyniki przeprowadzonych badań ankietowych wiele przedsiębiorstw nie stosuje żadnych metod zarządzania majątkiem obrotowym (dotyczy zapasów - 7% oraz środków pieniężnych i ich ekwiwalentów – 16%) lub kieruje się intuicją (zapasy 13%, należności 13%, środki pieniężne i ich ekwiwalenty 18%).
11) Wiele przedsiębiorstw nie wykorzystuje możliwości, jakie daje współczesna technika (np. bankowość internetowa – 21%, brak 11% lub słabe systemy informatyczne wspomagające zarządzanie – 47%).
12) 20% przedsiębiorstw nie stosuje żadnych, a 24% stosuje tylko jedną formę upustu wobec odbiorców. Najczęściej stosowane formy upustu to upusty za lojalność - 55% oraz za ilość 51%. Do rzadziej stosowanych należą natomiast upusty za płatność przed terminem – 33% i płatność gotówkową – 31%. Większość, bo aż 93% badanych przedsiębiorstw, twierdzi, że jedną z podstawowych barier w usprawnianiu zarządzania należnościami są nierzetelni klienci. Jednocześnie większość przedsiębiorstw niewiele robi, aby udowodnić klientom, że płacenie w umówionych terminach się opłaca, gdyż blisko 70% nie proponuje odbiorcom upustów za płatność przed terminem.

Błędy te sprawiają, że w większości przedsiębiorstw decyzje podejmowane w ramach majątku obrotowego sprzyjają powstawaniu „luki wartości".

W efekcie wymienione dowody wskazują, że decyzje podejmowane w zakresie majątku obrotowego sprzyjają powstawaniu „luki wartości". Decyzje podejmowane w obszarze majątku obrotowego w znacznym stopniu są oparte na fałszywych przesłankach, co sprawia, że mogą być nieefektywne z punktu widzenia zarządzania wartością przedsiębiorstwa. Błędy popełniane przez przedsiębiorstwa w obszarze majątku obrotowego zarówno w sferze organizacyjnej, jak i wykonawczej wskazują, że istnieją istotne rezerwy, które można wykorzystać do zwiększenia wartości przedsiębiorstw. Przedsiębiorstwa jeżeli mierzą efektywność zarządzania majątku obrotowego, to przez pryzmat księgowy, co nie

musi prowadzić do tych samych wniosków z punktu widzenia ekonomicznego. Powyższa analiza uprawdopodabnia hipotezę (III), że **potencjał tkwiący w zarządzaniu majątkiem obrotowym w zakresie kreacji wartości nie jest wykorzystywany przez polskie przedsiębiorstwa.**

Wyniki badań pokazują, że 1 i 2 hipoteza pomocnicza do hipotezy IV została potwierdzona.

1. Częstość występowania ujemnych i równych zero wartości trzech z czterech parametrów (*EVA, CVA, SVA i CFROI*), liczonych dla poszczególnych przedsiębiorstw, jest większa niż 50% (wynosi średni 51%) w badanym okresie.
2. Częstość występowania ujemnych skumulowanych, realnych wartości dwóch z trzech parametrów (*EVA, CVA i SVA*), liczonych dla poszczególnych przedsiębiorstw, jest mniejsza niż 50% (wynosi 45 %) w 2003 roku.

W związku z powyższym hipoteza (IV): **„Duża część polskich przedsiębiorstw nie zwiększa swojej wartości”** została uprawdopodobniona.

4. Propozycje modyfikacji narzędzi wykorzystywanych w zarządzaniu majątkiem obrotowym na potrzeby koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa

4.1. Modyfikacja metod i narzędzi wykorzystywanych w zarządzaniu majątkiem obrotowym na potrzeby koncepcji zarządzania wartości

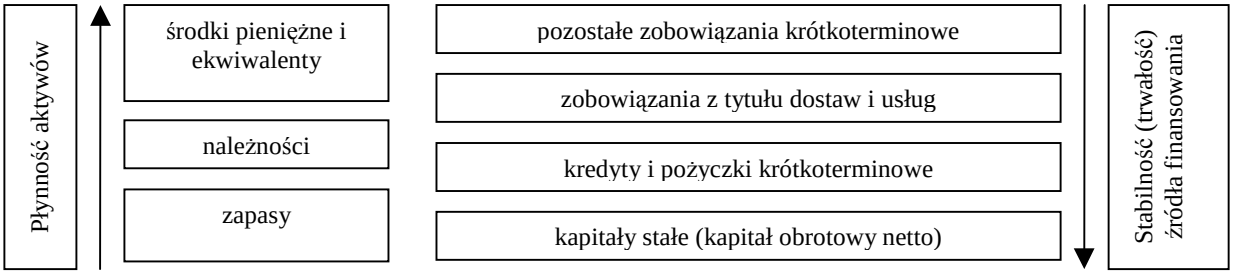
Wiele opisanych w pracy metod i narzędzi stosowanych w zarządzaniu majątkiem obrotowym powstało wiele lat temu. Jakkolwiek z teoretycznego punktu widzenia nie budzą zastrzeżeń, to koncepcja *VBM* wymaga bacznego spojrzenia na źródła i koszt finansowania aktywów. W takim razie powinny być podjęte działania uwzględniające koszt kapitału bądź precyzyjniejszego zarządzania kapitałami. W związku z tym autor po przeanalizowaniu narzędzi zawartych w pracy proponuje szereg modyfikacji, które jego zdaniem powinny być bardziej przydatne w *VBM*.

4.1.1. Propozycje usprawniające zarządzanie źródłami finansowania majątku obrotowego

W obszarze zarządzania źródłami finansowania majątku obrotowego uwagę autora zwrócił problem doboru źródeł finansowania do odpowiednich składników majątku obrotowego. Efektem tych rozważań są propozycje zmian dotychczasowych rozwiązań w tym zakresie.

Istotną kwestia z punktu widzenia zarządzania majątkiem obrotowym jest dobór odpowiednich źródeł finansowania. Na problem ten można spojrzeć w dwojaki sposób. Pierwszy, który zaprezentowano na rysunku 4.1, polega na przypisaniu składnikom majątku obrotowego pasywów według zasady: im mniejsza płynność danego aktywu, tym stabilniejsze źródło finansowania. To podejście jest dość powszechne. W efekcie uznaje się, że jeżeli kapitał obrotowy netto jest dodatni, to zapasy są finansowane w odpowiadającej im części z kapitałów stałych. Jeżeli tak nie jest lub poziom kapitałów obrotowego netto jest niewystarczający, to źródłem finansowania zapasów są kredyty i pożyczki krótkoterminowe.

W przypadku należności ich źródłem finansowania mogą być kapitały stałe, jeżeli poziom kapitału obrotowego netto przewyższa wartość zapasów. Jeśli ten warunek nie jest spełniony lub poziom kapitałów obrotowych netto jest zbyt mały, aby finansować zapasy i należności, to następne w kolejności będą kredyty i pożyczki krótkoterminowe, a gdyby one okazały się niewystarczające, to przyjęłyby tę rolę zobowiązania z tytułu dostaw i usług. Najbardziej płynny składnik majątku obrotowego – środki pieniężne i ich ekwiwalenty, będą finansowane z najmniej trwałych źródeł finansowania: zobowiązań z tytułu dostaw i usług oraz pozostałych nie wymienionych składników zobowiązań krótkoterminowych.



Rysunek 4.1. Przyporządkowanie składnikom majątku obrotowego źródeł finansowania według kryterium płynności aktywów. *Źródło: opracowanie własne*

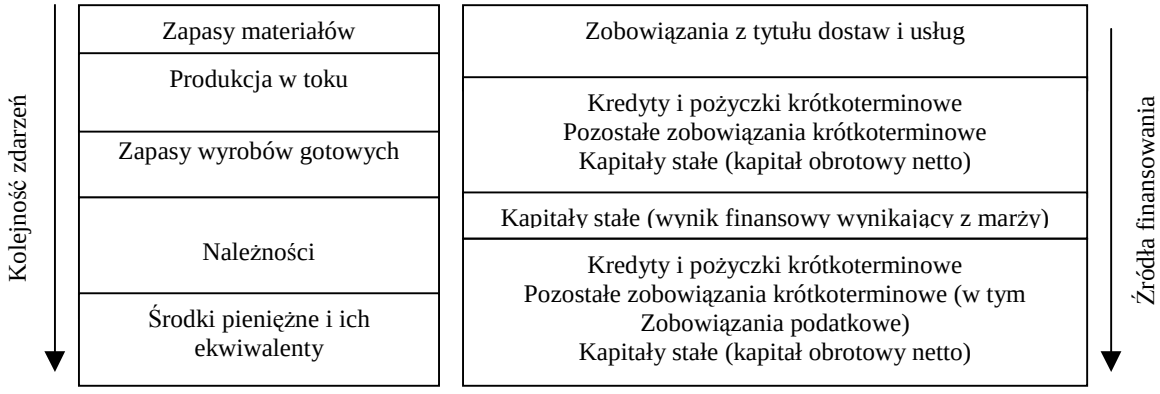
Podejście to ma istotny walor przy określaniu (ocenie) poziomu bezpieczeństwa majątku obrotowego z punktu widzenia źródeł jego finansowania oraz płynności przedsiębiorstwa. Natomiast stosowanie go w celu określania kosztów utrzymania poszczególnych składników majątku obrotowego może prowadzić do błędnych wniosków i złych decyzji. W tym kontekście widać, że to podejście opiera się na sztucznym założeniu, nie odzwierciedlającym ciągu zdarzeń przyczynowo-skutkowych, które zachodzą podczas cyklu obrotowego w przedsiębiorstwie. Wolne od tych wad jest drugie spojrzenie, związane z cyklem obrotowym przedsiębiorstwa (rysunek 4.2). Przypisanie źródeł finansowania oparte jest na ciągu zdarzeń zachodzących w przedsiębiorstwie (tabela 4.1). Przedsiębiorstwo, kupując materiały, zaciąga zobowiązania wobec dostawców. Oznacza to, że do czasu spłaty zobowiązań z tytułu dostaw i usług finansowane są najpierw zapasy materiałów, następnie produkcja w toku i zapasy wyrobów gotowych. W zależności od tego jaki jest faktyczny termin ich płatności, z tego źródła można/lub nie finansować też inne aktywa będące konsekwencją dalszych zdarzeń. Jeżeli rzeczywisty czas płatności jest krótszy niż czas rotacji zapasów, to przedsiębiorstwo korzysta z kredytów i pożyczek krótkoterminowych lub pozostałych zobowiązań krótkoterminowych (innych zobowiązań, zobowiązań z tytułu podatków i ubezpieczeń społecznych). Gdy kapitał obrotowy netto jest dodatni, to źródłem

finansowania tej części mogą być także kapitały stałe. W sytuacji, gdy czas rotacji zapasów jest krótszy od czasu płacenia zobowiązań z tytułu dostaw i usług, to źródło finansuje również należności. Pozostała część należności, która nie została uregulowana z zobowiązań z tytułu dostaw i usług, może być sfinansowana z krótkoterminowych kredytów i pożyczek, zobowiązań z tytułu podatków i ubezpieczeń społecznych, ale tylko w odniesieniu do należności z tytułu dostaw, robót i usług i do wysokości kosztu wytworzenia sprzedanego produktu. Pozostała część należności z tytułu dostaw, robót i usług odpowiadająca marży jest finansowana z kapitału własnego, a konkretnie z części wyniku finansowego, który zawarty był w marży na sprzedaży (i to niezależnie od tego, czy kapitał obrotowy netto jest dodatni) oraz z zobowiązań z tytułu podatków. Środki pieniężne i ich ekwiwalenty są finansowane z kredytów i pożyczek krótkoterminowych, pozostałych zobowiązań krótkoterminowych oraz z części kapitałów stałych (zakumulowany gotówkowy wynik finansowy).

Tabela 4.1. Konsekwencje podejmowanych decyzji operacyjnych dla aktywów i pasywów

	Decyzje	Zmiany w aktywach	Zmiany w pasywach
1	Zakup materiałów	materiały (+)	zobowiązania z tytułu dostaw i usług (+)
2	Produkcja	materiały (-) → produkcja w toku (+)	
		produkcja w toku (-) → produkty gotowe (+)	
3	Płatność za zobowiązania	środki pieniężne (-)	zobowiązania z tytułu dostaw i usług (-)
4	Sprzedaż	produkty gotowe (-) → należności (+)	
5	Otrzymanie zapłaty za produkty	należności (-) → środki pieniężne (+)	

Źródło: opracowanie własne



Rysunek 4.2. Przyporządkowanie składnikom majątku obrotowego źródeł finansowania – drugie spojrzenie. *Źródło: opracowanie własne*

Omawiany problem można rozciągnąć na przypisanie źródeł finansowania wszystkim aktywom (rysunek 4.3. i 4.4) ale nie jest to główny przedmiot rozważań niniejszej pracy.

Rysunek 4.3. Aktywa i źródła ich finansowania – tradycyjne ujęcie. *Źródło: opracowanie własne*

Rysunek 4.4. Aktywa i źródła ich finansowania –ujęcie przyczynowo - skutkowe. *Źródło: opracowanie własne*

Jakkolwiek powszechnie w literaturze przedmiotu podejście do przypisywania źródeł finansowania majątku obrotowego według płynności aktywów ma walor poznawczy przy ocenie możliwości płatniczych, jak również bezpieczeństwa przedsiębiorstwa, to z punktu widzenia koncepcji *VBM* nie powinno być ono wykorzystywane w określaniu kosztu finansowania poszczególnych składników majątku obrotowego, gdyż może prowadzić do błędnych wniosków i w konsekwencji decyzji. Problem ten ilustruje przykład, gdzie porównano tradycyjne spojrzenie na źródła finansowania majątku obrotowego ze spojrzeniem proponowanym przez autora.

Przykład

Na podstawie danych zawartych w tabelach 4.2-4.4 zestawiono dwie struktury finansowania poszczególnych składników majątku obrotowego. Wariant pierwszy (tabela 4.5) wywodzi się z przekonania, że poszczególnym aktywom należy przypisywać źródła finansowania zgodnie z zasadą im mniej płynne aktywa, tym trwalsza struktura finansowania. W drugim wariancie (tabela 4.6) przypisanie źródeł finansowania składnikom majątku obrotowego oparte jest na ciągu przyczynowo-skutkowym (ciągu zdarzeń zachodzących w przedsiębiorstwie wynikających z cyklu obrotowego).

Tabela 4.2. Uproszczony bilans

Rok	0	1	2	3
Aktywa	**450**	**1 050**	**1 050**	**1 050**
Majątek trwały	**400**	**400**	**400**	**400**
Majątek obrotowy	**50**	**650**	**650**	**650**
Zapasy		200	200	200
Materiały		50	50	50
Produkcja w toku		25	25	25
Produkty gotowe		125	125	125
Należności		300	300	300
z tytułu dostaw i usług		300	300	300
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	50	150	150	150
Pasywa	**450**	**1 050**	**1 050**	**1 050**
Kapitał własny	**450**	**490**	**490**	**490**
Kapitał udziałowy	450	450	450	450
Wynik finansowy		40	40	40
Zobowiązania długoterminowe		**0**	**0**	**0**
Zobowiązania krótkoterminowe	**0**	**560**	**560**	**560**
kredyty bankowe		350	350	350
zobowiązania z tytułu dostaw i usług		200	200	200
zobowiązania z tytułu podatków		10	10	10

Źródło: opracowanie własne

Tabela 4.3. Uproszczony rachunek zysków i strat

Rok	1	2	3
Przychody ogółem	**1000**	**1000**	**1000**
Przychody operacyjne	1000	1000	1000
Przychody finansowe	0	0	0
Koszty ogółem	**950**	**950**	**950**
Koszty operacyjne	915	915	915
Koszty materiałów	700	700	700
Koszty produkcji	215	215	215
Pozostałe koszty	0	0	0
Koszty finansowe	35	35	35
Dochód brutto	**50**	**50**	**50**
Podatek	10	10	10
Dochód netto	**40**	**40**	**40**

Źródło: opracowanie własne

Tabela 4.4. Uproszczony rachunek przepływów pieniężnych

Rok	1	2	3
Wynik finansowy	**40**	**40**	**40**
Korekta	**60**	**-40**	**-40**
Zmiana stanu zobowiązań wobec dostawców	200	0	0
Zmiana stanu kredytów	350	0	0
Zmiana stanu zapasów	-200	0	0
Zmiana stanu należności	-300	0	0
Zmiana stanu zobowiązań z tytułu podatków	10	0	0
wypłata dywidend		-40	-40
Przepływy netto	**100**	**0**	**0**
Stan początkowy	**50**	**150**	**150**
Stan końcowy	**150**	**150**	**150**

Źródło: opracowanie własne

Tabela 4.5. Struktura finansowania składników majątku obrotowego – wariant I

Rok	1	2	3
Zapasy	**200**	**200**	**200**
Kapitał stały	90	90	90
kredyty bankowe krótkoterminowe	110	110	110
Należności	**300**	**300**	**300**
kredyty bankowe krótkoterminowe	240	240	240
zobowiązania z tytułu dostaw i usług	60	60	60
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	**150**	**150**	**150**
zobowiązania z tytułu dostaw i usług	140	140	140
zobowiązania z tytułu podatków	10	10	10

Źródło: opracowanie własne

Tabela 4.6. Struktura finansowania składników majątku obrotowego – wariant II

Rok	1	2	3
Zapasy	**200**	**200**	**200**
zobowiązania z tytułu dostaw i usług	200	200	200
Należności	**300**	**300**	**300**
zobowiązania z tytułu dostaw i usług	0	0	0
kredyty bankowe krótkoterminowe	288	288	288
Kapitał stały	12	12	12
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	**150**	**150**	**150**
kredyty bankowe	62	62	62
zobowiązania z tytułu podatków	10	10	10
Kapitał stały	78	78	78

Źródło: opracowanie własne

Tabela 4.7. Koszt źródeł finansowania

Rok	1 – 5
Kapitał własny	20%
kredyty bankowe – nominalny	10%
stopa podatkowa	20%
kredyty bankowe – realny (z uwzględnieniem tarczy podatkowej	8%

Źródło: opracowanie własne

Tabela 4.8. Koszt finansowania składników majątku obrotowego – wariant I

Rok	1	2	3
Zapasy	**26,8**	**26,8**	**26,8**
Kapitał stały (w tym przypadku własny)	18,0	18,0	18,0
kredyty bankowe krótkoterminowe	8,8	8,8	8,8
Należności	**19,2**	**19,2**	**19,2**
kredyty bankowe krótkoterminowe	19,2	19,2	19,2
zobowiązania z tytułu dostaw i usług	0,0	0,0	0,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	**0,0**	**0,0**	**0,0**
zobowiązania z tytułu dostaw i usług	0,0	0,0	0,0
zobowiązania z tytułu podatków	0,0	0,0	0,0

Źródło: opracowanie własne

Tabela 4.9. Koszt finansowania składników majątku obrotowego – wariant II

Rok	1	2	3
Zapasy	**0,0**	**0,0**	**0,0**
zobowiązania z tytułu dostaw i usług	0,0	0,0	0,0
Należności	**25,4**	**25,4**	**25,4**
zobowiązania z tytułu dostaw i usług	0,0	0,0	0,0
Kredyty bankowe krótkoterminowe	23,0	23,0	23,0
Kapitał stały	2,4	2,4	2,4
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	**20,6**	**20,6**	**20,6**
Kredyty bankowe	5,0	5,0	5,0
zobowiązania z tytułu podatków	0,0	0,0	0,0
Kapitał stały (w tym przypadku własny)	15,6	15,6	15,6

Źródło: opracowanie własne

Tabela 4.10. Koszt finansowania składników majątku obrotowego w % – wariant I

Rok	1	2	3
Zapasy	13,4%	13,4%	13,4%
Należności	6,4%	6,4%	6,4%
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: opracowanie własne

Tabela 4.11. Koszt finansowania składników majątku obrotowego w % – wariant II

Rok	1	2	3
Zapasy	0,0%	0,0%	0,0%
Należności	8,5%	8,5%	8,5%
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	13,7%	13,7%	13,7%

Źródło: opracowanie własne

Przyjęcie jednego z tych dwóch wariantów niesie istotne konsekwencje dla zarządzania poszczególnymi składnikami majątku obrotowego. Problem ten staje się wyraźniejszy, gdy poszczególnym źródłom finansowanie zostanie przypisany określony koszt korzystania z nich. W tabeli 4.7 zaprezentowano przykładowe koszty poszczególnych źródeł finansowania. Koszt kapitału własnego został zróżnicowany według trzech kategorii.[268] Koszt kapitału własnego został oszacowany na poziomie 20%, nominalny koszt kredytu bankowego określono na poziomie 10%, a po uwzględnieniu tarczy podatkowej wielkość realna kosztu kredytu wynosi 8%. Koszt zobowiązań z tytułu dostaw i usług wynosi zero przy założeniu, że dostawcy nie oferują upustów za wcześniejszą płatność, a zobowiązania te nie są

[268] Jeżeli przedsiębiorstwo wypracowuje dodatni wynik finansowy na działalności operacyjnej, to część majątku obrotowego (część należności z tytułu dostaw i usług oraz część środków pieniężnych i ich ekwiwalentów) jest finansowana z kapitału własnego niezależnie od tego, czy kapitał obrotowy netto jest dodatni czy ujemny. Wynika z tego, że kwota należności zawiera w sobie marżę, która w części lub w całości zawiera wypracowany wynik finansowy dotyczący danego okresu. Jeżeli należność zostanie uiszczona, to zostanie zamieniona na środki pieniężne, a struktura źródeł finansowania w części dotyczącej wyniku finansowego przenosi się z należności na środki pieniężne.

przeterminowane. Koszt zobowiązań z tytułu podatków również wynosi zero, jeżeli zobowiązania te nie są przeterminowane.[269]

Efektem przyjętych założeń są wyniki zawarte w tabelach 4.8. i 4.9, które pokazują koszt finansowania w jednostkach pieniężnych poszczególnych składników majątku obrotowego w zależności od przyjętego wariantu. Wartości z tych tabel odpowiada procentowy koszt finansowania poszczególnych składników majątku obrotowego zawarty w tabelach 4.10 i 4.11. W wariancie pierwszym najdroższe w utrzymaniu są zapasy, utrzymanie należności kosztuje przedsiębiorstwo ponaddwukrotnie mniej niż zapasy, a koszt utrzymania środków pieniężnych jest zerowy. W drugim wariancie sytuacja prezentuje się odmiennie. Koszty finansowania zapasów wynoszą zero, droższe jest utrzymanie należności, a utrzymanie środków pieniężnych i ich ekwiwalentów jest ponaddwukrotnie droższe niż należności.[270]

Decyzje oparte na wnioskach z pierwszego wariantu w przedsiębiorstwie mogą być błędne (np. w obszarze zarządzania należnościami). Określając np. politykę kredytu kupieckiego czy też ustalając upusty za wcześniejszą płatność, przedsiębiorstwo będzie opierać się na zaniżonych kosztach finansowania należności, co w konsekwencji odbije się na wartości przedsiębiorstwa. Także w obszarze środków pieniężnych i ich ekwiwalentów opieranie się na tradycyjnej strukturze finansowania majątku obrotowego może sprowokować niekorzystne zdarzenia z punktu widzenia wartości przedsiębiorstwa. W przedsiębiorstwie może się bowiem pojawić przekonanie, że skoro koszt finansowania środków pieniężnych jest zerowy lub bliski zeru, to przychody generowane przez środki pieniężne i ich ekwiwalenty to „czysta" korzyść dla przedsiębiorstwa, większa być może od korzyści z działalności operacyjnej i w efekcie nie warto inwestować w rozwój działalności operacyjnej. W rzeczywistości pokrycie kosztów przychodów finansowych generowane przez środki pieniężne i ich ekwiwalenty jest bardzo trudnym zadaniem.

Z przykładu tego wynika, że wybór jednego z tych wariantów ma istotne znaczenie dla zarządzania poszczególnymi składnikami majątku obrotowego, gdyż może prowadzić do różnych wniosków i odmiennych decyzji. Zdaniem autora, przyporządkowanie źródeł

[269] W ramach kapitału własnego można wyróżnić wynik finansowy zrealizowany i nie zrealizowany gotówkowo. Wynik finansowy nie zrealizowany gotówkowo to wynik finansowy zawarty w nieprzeterminowanych należnościach z tytułu dostaw i usług. Wynik finansowy gotówkowy to wynik finansowy, który ma potwierdzenie we wpływach gotówkowych. Kwestią do dyskusji jest, czy wynikowi finansowemu należy przypisywać taki sam koszt kapitału jak np. kapitałowi udziałowemu.

[270] W przykładzie w II wariancie koszt zapasów jest zerowy przy podanych założeniach, w innych okolicznościach (np. gdy zobowiązania z tytułu dostaw, robót i usług byłyby mniejsze od zapasów i pojawiłaby się konieczność finansowania zapasów z kredytów krótkoterminowych) koszt utrzymania zapasów byłby większy od zera.

finansowania do poszczególnych składników majątku obrotowego według zasady: im mniej płynne aktywa, tym trwalsza struktura finansowania (pierwszy wariant) jest prostsze do zastosowania, lecz niezgodne z rzeczywistością. Rzeczywiste określenie źródeł finansowania składników majątku obrotowego oparte jest na ciągu przyczynowo skutkowym, który opisuje cykl obrotowy przedsiębiorstwa (drugi wariant). Przyjęcie pierwszego rozwiązania może prowadzić do błędnych decyzji, obniżania efektywności przedsiębiorstwa i w konsekwencji negatywnie wpłynąć na wartość przedsiębiorstwa, natomiast zastosowanie drugiego wariantu ułatwi poprawę efektywności oraz kreowanie wartości przez przedsiębiorstwo.

4.1.2. Określanie zapotrzebowania na zewnętrzne środki finansowania

Często w planach operacyjnych i finansowych przedsiębiorstwa stawiają sobie za cel zwiększenie sprzedaży. Wzrost sprzedaży powoduje najczęściej zwiększenie zapotrzebowania na środki finansowe. Zbyt duże tempo wzrostu sprzedaży może prowadzić do przeinwestowania w majątek obrotowy (chodzi tu głównie o zapasy i należności). Błędne kalkulacje mogą prowadzić do tego, że środki finansowe będą niewystarczające i w konsekwencji mogą spowodować utratę płynności finansowej i bankructwo przedsiębiorstwa.[271] Aby oszacować wzrost zapotrzebowania na zewnętrzne środki finansowe (*EFN – external fund needed*) można posłużyć się znaną formułą[272]:

$$EFN = \frac{A}{S} \times \Delta S - \frac{Z}{S} \times \Delta S - M \times S_1 \times (1 - d) \tag{4.1}$$

gdzie: EFN – zapotrzebowanie na zewnętrzne środki finansowe,
A – stan aktywów niezbędny do realizacji sprzedaży w wysokości S,
S – wielkość sprzedaży,
A/S – wzrost aktywów przypadający na jednostkę wzrostu sprzedaży,
Z – wielkość zobowiązań w przypadku realizacji sprzedaży w wysokości S,
Z/S – udział zobowiązań w finansowaniu sprzedaży akceptowany przez wierzycieli,
S_1 – planowana wielkość sprzedaży w pierwszym roku,
ΔS – roczny przyrost wielkości sprzedaży,
M – wskaźnik rentowności sprzedaży (zysk przypadający na jednostkę sprzedaży),
d – stopa udziału dywidend w zysku netto.

Zdaniem autora, wzór (4.1) ma zbyt ogólną, syntetyczną postać, przez co w tej wersji trudnego do zastosować w praktyce. Aby wzór ten miał bardziej praktyczny charakter, należy dokonać jego atomizacji. W pierwszym kroku aktywa i zobowiązania zostały rozwinięte do

[271] A. Rutkowski, *Zarządzanie* …wyd. cyt., s. 364.
[272] Tamże, s. 364.

postaci aktywów trwałych i obrotowych oraz zobowiązań długo- i krótkoterminowych, w efekcie otrzymano wzór w następującej postaci:

$$EFN = \frac{A_T}{S} \times \Delta S + \frac{A_O}{S} \times \Delta S - \frac{Z_D}{S} \times \Delta S - \frac{Z_K}{S} \times \Delta S - M \times S_1 \times (1-d) \tag{4.2}$$

gdzie: A_T – majątek trwały,
A_O – majątek obrotowy,
Z_D – zobowiązania długoterminowe,
Z_K – zobowiązania krótkoterminowe.

W drugim kroku dokonano weryfikacji elementów składowych wzoru (4.2) z punktu widzenia ich wpływu na zapotrzebowanie na zewnętrzne środki finansowania. Uznano, że aktywa trwałe w krótkim okresie nie wymagają zwiększenia proporcjonalnie do sprzedaży oraz że zobowiązania długoterminowe nie zmieniają się proporcjonalnie do sprzedaży. W związku z tym wzór (4.2) przybierze następującą postać:

$$EFN = \frac{A_O}{S} \times \Delta S - \frac{Z_K}{S} \times \Delta S - M \times S_1 \times (1-d) \tag{4.3}$$

W kolejnym etapie skoncentrowano się na dywidendach. W dotychczasowych rozważaniach (w powyższych wzorach na *EFN*) przyjmowano było założenie, że przyrost sprzedaży powoduje natychmiastową konieczność wypłaty dywidendy. W praktyce jednak istnieje przynajmniej kilkumiesięczne przesunięcie czasowe od chwili zamknięcia ksiąg rachunkowych danego roku. Dlatego też, jeżeli wzór ten jest wykorzystywany dla określenia rocznego wzrostu zapotrzebowania na zewnętrzne środki finansowe i w tym okresie jest planowana wypłata dywidendy, to wspomniane odroczenie w czasie dywidendy należy uwzględnić. Stąd też:

$$EFN = \frac{A_O}{S} \times \Delta S - \frac{Z_K}{S} \times \Delta S - M \times S_1 + M \times S_0 \times d \tag{4.4}$$

gdzie: S_0 – wielkość sprzedaży w poprzednim okresie.

W czwartym kroku rozwinięto aktywa obrotowe i zobowiązania krótkoterminowe, wyszczególniając ich składniki. Z podziału tego zostały wykluczone krótkoterminowe pożyczki, weksle i kredyty bankowe w związku z przekonaniem autora, iż zmiana sprzedaży nie wpływa automatycznie na ich wielkość. Dlatego też wzór (4.4) został rozwinięty do postaci:

$$EFN = \frac{Q}{S} \times \Delta S + \frac{N}{S} \times \Delta S + \frac{P}{S} \times \Delta S - \frac{Z_P}{S} \times \Delta S - \frac{Z_U}{S} \times \Delta S - \frac{Z_I}{S} \times \Delta S - M \times S_1 + M \times S_0 \times d \tag{4.5}$$

gdzie: Q – wielkość zapasów,
N – wielkość należności,
P – wielkość środków pieniężnych i ich ekwiwalentów,
Z_P – wielkość zobowiązań podatkowych,
Z_U – wielkość zobowiązań z tytułu dostaw robót i usług,
Z_I – wielkość innych zobowiązań krótkoterminowych.

Poszczególne składniki majątku obrotowego i zobowiązań krótkoterminowych wzrastają w różnym stopniu, np. zapasy w miarę wzrostu sprzedaży mogą przyrastać wolniej, a z kolei należności mogą rosnąć szybciej. Dlatego też w kolejnym kroku wzór wzbogacono o korektę proporcji między składnikami majątku obrotowego i zobowiązań krótkoterminowych a wielkością sprzedaży.

$$EFN = \frac{w_Q \times Q}{S} \times \Delta S + \frac{w_N \times N}{S} \times \Delta S + \frac{w_P \times P}{S} \times \Delta S - \frac{w_T \times Z_P}{S} \times \Delta S - \frac{w_U \times Z_U}{S} \times \Delta S - \frac{w_I \times Z_I}{S} \times \Delta S - M \times S_1 + M \times S_0 \times d \tag{4.6}$$

gdzie: w_Q – wskaźnik korekty proporcji zapasów do sprzedaży,
w_N – wskaźnik korekty proporcji zapasów do sprzedaży należności,
w_P – wskaźnik korekty proporcji środków pieniężnych i ich ekwiwalentów do sprzedaży,
w_T – wskaźnik korekty proporcji zobowiązań podatkowych do sprzedaży,
w_U – wskaźnik korekty proporcji zobowiązań z tytułu dostaw robót i usług do sprzedaży,
w_I – wskaźnik korekty proporcji innych zobowiązań krótkoterminowych do sprzedaży.

Jeżeli obliczane będzie zapotrzebowanie na zewnętrzne środki finansowania w krótszych niż roczne okresach czasu lub dywidenda nie jest przewidziana, to korektę związaną z dywidendą można pominąć. Wtedy to wzór (4.6) przybierze postać:

$$EFN = \frac{w_Q \times Q}{S} \times \Delta S + \frac{w_N \times N}{S} \times \Delta S + \frac{w_P \times P}{S} \times \Delta S - \frac{w_P \times Z_P}{S} \times \Delta S - \frac{w_U \times Z_U}{S} \times \Delta S - \frac{w_I \times Z_I}{S} \times \Delta S - M \times S_1 \tag{4.7}$$

W efekcie dokonywanych przekształceń otrzymano dwie postacie wzoru, (4.6) i (4.7), które pozwolą odpowiedzieć na pytanie, czy oraz ile przedsiębiorstwo potrzebuje dodatkowych środków na sfinansowanie zmiany poziomu sprzedaży. Po skonfrontowaniu z możliwościami możliwe też będzie przeprowadzenie symulacji, jak zmiana poszczególnych zmiennych wpłynie na wielkość środków niezbędnych do pozyskania z zewnątrz. Wzory te mają istotne znaczenie z punktu widzenia koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa, gdyż pozwalają dość precyzyjnie określić niezbędną wielkość zapotrzebowania na zewnętrzne środki finansowania, co z kolei zmniejsza ryzyko zarówno braku płynności, jak i nadpłynności finansowej. Brak płynności może skutkować upadkiem przedsiębiorstwa, a nadpłynność będzie oznaczała ponoszenie dodatkowych kosztów związanych z opłaceniem źródeł finansowania. Ograniczenie takiego ryzyka sprzyja powiększaniu wartości przedsiębiorstwa.

4.1.3. Określanie upustów i terminów płatności

Z przeprowadzonych badań ankietowych wynika, że:

- 18,1% przedsiębiorstw nie stosuje żadnych upustów,
- 45,8% stosuje upust za lojalność,
- 54,2% za ilość,
- 42,2% za płatność gotówkową,
- 31,3% za płatność przed terminem,
- 55,4% przedsiębiorstw oferuje swoim klientom upust za płatność przed terminem i/lub za płatność gotówką.

Zatem blisko 45% przedsiębiorstw nie oferuje swoim klientom żadnych zachęt do wcześniejszego uregulowania zobowiązań. Jednocześnie 96,6% przedsiębiorstw skarży się na nierzetelnych klientów, którzy nie płacą w terminie. Te dwa czynniki (brak zachęt dla klientów) do wcześniejszego regulowania zobowiązań oraz nierzetelności klientów sprawiają, że udział należność w aktywach przedsiębiorstw jest zbyt duży, co generuje dodatkowe koszty związane z obsługą źródeł ich finansowania oraz sprawia, że przedsiębiorstwa mają mniej środków na inne cele np. na inwestycje. W konsekwencji prowadzi to do zmniejszania wartości przedsiębiorstwa. Aby zmienić (poprawić) tę sytuację, przedsiębiorstwa mogą zrobić co najmniej dwie rzeczy:

- opracować system zachęt dla płatności przed terminem,
- przeprowadzić akcję edukacyjną (na etapie sprzedaży) wśród odbiorców, aby im uświadomić, że korzystanie z tychże upustów jest najkorzystniejszą formą płatności.

Określenie i różnicowanie terminów płatności jest pochodną sytuacji w jakiej znajdzie się przedsiębiorstwo. Na przykład w przypadku kłopotów z pozyskaniem źródeł finansowania lub kłopotów z płynnością przedsiębiorstwo będzie oferowało korzystniejsze warunki przy płatności krótkiej niż długiej. Możliwe są również inne warianty, których wybór niesie różne konsekwencje dla kosztów utrzymania należności:

1) Korzystniejsze warunki sprzedaży z krótkim terminem płatności niż przy płatności standardowej (co oznacza, że dla sprzedającego mniej kosztowna jest płatność krótka niż odroczona)
2) Korzystniejsze warunki sprzedaży ze standardowym terminem płatności niż przy płatności krótkiej (co oznacza, że dla sprzedającego bardziej kosztowna jest płatność krótka niż odroczona).

3) Jednakowe warunki sprzedaży z krótkim terminem płatności i płatności standardowej (co oznacza, że dla sprzedającego obie formy kosztują tyle samo).

Tabela 4.12. Warianty atrakcyjności terminów płatności dla wierzyciela i dłużnika

I wariant Tradycyjne – typowe podejście		Dłużnik (kupujący)	
		Płatność w terminie	Płatność po terminie
Wierzyciel (sprzedający)	Krótki termin płatności	+	+ +
		+	–
	Długi termin płatności	+	+ +
		+	–
II wariant **Docelowy wariant – oczekiwany przez sprzedającego**		**Dłużnik (kupujący)**	
		Płatność w terminie	**Płatność po terminie**
Wierzyciel (sprzedający)	**Krótki termin płatności**	**+ +**	**–**
		+	**–**
	Długi termin płatności	**+**	**–**
		+	**–**
Legenda:	+ + bardzo atrakcyjny	+ atrakcyjny	– nieatrakcyjny

Źródło: opracowanie własne

Dwa warianty oceny atrakcyjności terminów płatności zaprezentowano tabela 4.17. Pierwszy wariant pokazuje że korzyści mogą być zupełnie inaczej postrzegane przez wierzyciela i dłużnika. Dominuje tradycyjny pogląd, że im dłużnik później zapłaci za należność, tym większą odniesie korzyść. Zadaniem sprzedających jest doprowadzenie do sytuacji, by dłużnik realizował płatność w terminie (wariant II). Sytuacja ta jest do udowodnienia, gdy poza argumentami dotyczącymi reputacji (którą można utracić, płacąc po terminie), pojawią się argumenty finansowe. Sprzedający musi się liczyć z sytuacjami, gdy np. mimo iż krótka płatność jego zdaniem ma atrakcyjniejsze warunki płatności dla kupującego niż odroczona (gdyż jeżeli więcej kosztuje sprzedającego, to teoretycznie powinna być tańsza czyli korzystniejsza dla kupującego), to kupujący nie realizuje wcześniejszej płatności. Może to wynikać z kilku przyczyn:

- kupujący działa nieracjonalnie,
- kupujący działa racjonalnie, ale ma inny koszt kapitału niż sprzedający,
- kupujący działa racjonalnie i dostrzega korzystniejszą formę płatności, ale nie ma środków finansowych.

Zakładając, że te trzy czynniki nie wystąpią, wariant II jest możliwy do osiągnięcia przez zastosowanie upustów cenowych. Dla odbiorcy upust cenowy jest atrakcyjny, gdy wcześniejsza spłata przyniesie mu większy profit niż gdyby sam obracał tymi środkami i jednocześnie koszt źródła finansowania jest niższy niż wielkość upustu w obowiązującym czasie. Dla dostawcy upust cenowy jest korzystny, gdy jest on mniejszy od kosztu kapitału zaangażowanego w finansowanie należności lub też gdy spowoduje większą ściągalność należności.

Jak można określić upust za płatność przed terminem i jakie elementy należy uwzględnić? Sprzedający musi znać lub oszacować:

- operacyjny koszt wytworzenia sprzedawanego produktu, towaru czy też usługi.
- koszt kapitału, którym finansuje się te koszty,
- wielkość marży,
- ryzyko braku zapłaty za należność.

Na podstawie tych informacji należy wyliczyć stopę dyskonta, a następnie zmiany wartości należności w czasie. Następnie trzeba oszacować koszt kapitału odbiorcy. Dopiero wtedy można dopiero określić wielkość upustu, która będzie atrakcyjna zarówno dla sprzedającego, jak i kupującego. Upust będzie atrakcyjny dla kupującego w sytuacji, gdy koszt nieskorzystania z upustu będzie większy niż koszt kapitału, który odbiorca musi zaangażować do zapłacenia należności (w uproszczeniu można by przyjąć, że koszt kapitału odbiorcy wynosi co najmniej tyle, ile przeciętny koszt kredytu z uwzględnieniem tarczy podatkowej). Sprzedający przy kalkulacji ceny i terminów płatności musi brać pod uwagę następujące elementy (czynniki):

- koszt wytworzenia produktu lub usługi, zakupu towaru,
- koszt kapitału, z którego będą finansowane,
- ryzyko nieuzyskania zapłaty w terminie, oraz dodatkowo
- terminy płatności VAT.

Aby skalkulować upust, trzeba mieć możliwość obliczenia stopy procentowej wynikającej z upustu oraz oszacowania: kosztu utrzymania należności, wartości sprzedaży przy długiej i krótkiej płatności, wielkości płatności za sprzedaż oraz wyniku transakcji przy długim i krótkim terminie płatności. Autor proponuje następujące formuły w tym zakresie.

Roczną stopę procentową wynikającą z upustu można obliczyć na podstawie wzoru:

$$r = u/(1-u) \times \frac{360}{d_1 - d_0} \tag{4.8}$$

gdzie: r – stopa procentowa,
u – procentowa wielkość upustu,
d_0 – liczba dni w których obowiązuje upust,
d_1 – standardowy termin płatności bez upustu.

Natomiast dla obliczenia efektywnej rocznej stopy procentowej należy posłużyć się wzorem:

$$r_e = \left(1 + \frac{r}{360\ /(d_1 - d_0)}\right)^{[365\ /(d_1 - d_0)]} - 1 \tag{4.9}$$

gdzie: r_e – efektywna stopa procentowa (roczna).

Koszt utrzymania należności dla danej transakcji może obliczyć, opierając się na wzorze:

$$K_u = r_k \times K_W \times P \times d_t / 365 \tag{4.10}$$

gdzie: K_u – koszt utrzymania należności,
r_k – koszt kapitału zaangażowanego w finansowanie należności,
K_w – jednostkowy koszt wytworzenia lub jednostkowy koszt operacyjny,
d_t – czas płatności,
P – ilość sprzedana.

W celu sprawienia, aby wzór (4.10) bardziej przystawał do polskich realiów, autor proponuje, aby został on rozbudowany o podatek *VAT*:

$$K_u = r_k \times K_W \times P \times d / 365 + (S_N - K_V) \times V \times P \times r_k \times \frac{d_t - d_V}{365} \tag{4.11}$$

gdzie: S_N – sprzedaż netto,
K_V – podstawa do *VAT* naliczonego zawarta w kosztach wytworzenia,
V – stawka podatku *VAT* ,
d_V – liczba dni od momentu sprzedaży do czasu kiedy trzeba zapłacić *VAT*.

W kolejnym kroku autor proponuje uzupełnienie wzoru o prawdopodobieństwo zapłaty w terminie płatności i po terminie płatności.

$$\begin{aligned} K_u = {} & p_t \times (r_k \times K_W \times P \times d / 365 + (S_N - K_V) \times V \times P \times r_k \times \frac{d_t - d_V}{365}) \\ & + p_o \times (r_k \times K_W \times P \times d / 365 + (S_N - K_V) \times V \times P \times r_k \times \frac{d_t + d_o - d_V}{365}) \end{aligned} \tag{4.12}$$

gdzie: p_t – prawdopodobieństwo zapłaty w terminie płatności,
p_a – prawdopodobieństwo zapłaty po terminie płatności,
d_o – liczba dni zwłoki od terminu płatności.

Najprostszy wzór na wartość sprzedaży przy długim terminie płatności to:

$$S_L = c \times P \tag{4.13}$$

gdzie: S_L – wartość sprzedaży dla długiej płatności,
c – cena jednostkowa sprzedaży.

Danej wartości sprzedaży odpowiada wielkość płatności za sprzedaż przy długim terminie płatności, przy czym wielkość płatności może być równa lub mniejsza od wartości sprzedaży. Dlatego też autor proponuje obliczać wielkość płatności przy długim terminie płatności według następującej formuły:

$$S_C = S_L \times (p_t + p_o) \tag{4.14}$$

gdzie: S_C – wielkość płatności za sprzedaż przy długim terminie płatności.

Przy sprzedaży z upustem wartość sprzedaży i wielkość płatności za sprzedaż są równe, gdyż upust zostaje udzielony tylko wtedy, gdy następuje płatność. Wielkości te można obliczyć na podstawie wielkości sprzedaży z długim terminem płatności skorygowanej o upust i o ewentualny wzrost sprzedaży.

$$S_S = S_L \times (1 - u) \times (1 + w) \tag{4.15}$$

gdzie: S_S – wartość sprzedaży dla krótkiej płatności,
u – upust w %,
w – wzrost sprzedaży z tytułu upustu w %.

Wynik transakcji z krótkim terminem płatności:

$$M_S = S_S - K_w - K_u \tag{4.16}$$

gdzie: M_S – marża dla krótkiej płatności.

Wynik transakcji z długim terminem płatności:

$$M_L = S_C - K_w - K_u \tag{4.17}$$

gdzie: M_L – marża dla długiej płatności,
p_L – prawdopodobieństwo zapłaty.

W celu sprawdzenia prawdziwości powyższych wzorów oraz zbadania, czy możliwa jest sytuacja, gdy zarówno dla sprzedającego, jak i kupującego najkorzystniejsza jest krótka płatność, przeanalizowano następujący przykład.

Przykład

Przy założeniach zawartych w tabeli 4.13 i dodatkowym: że wzrost sprzedaży z tytułu upustu nie występuje, wyniki transakcji na warunkach „5/10 net 30” dla sprzedającego są takie jak przedstawiono to w tabeli 4.14. W tabeli tej porównano wyniki transakcji przy krótkim terminie płatności (z upustem) z wynikami przy długim terminie płatności (standardowy termin płatności). Zbadano też, jak na wyniki porównania obu terminów płatności wpłynie uwzględnienie prawdopodobieństwa zapłaty w terminie (w II wariancie

przyjęto uproszczenie, że 5% należności nie jest w ogóle regulowane, a pozostałe są płacone w terminie).

Tabela 4.13. Założenia do przykładu

Warianty	Wartość sprzedaży	Koszt wytworzenia	Podstawa naliczenia *VAT* zawarta w kosztach wytworzenia	Upust	Czas obowiązywania upustu (w dniach)	Standardowy termin płatności (w dniach)	Prawdopodobieństwo zapłaty	Wzrost sprzedaży z tytułu upustu	Koszt utrzymania należności	Podatek *VAT*	Termin płatności *VAT* (w dniach)
I	100	80	40	5%	10	30	100%	0%	14%	22%	25
II	100	80	40	5%	10	30	95%	0%	14%	22%	25

Źródło: opracowanie własne

Warunki „5/10 net 30" oznaczają, że jeżeli kupujący ma 30 dniowy termin płatności, ale zapłaci całą kwotę do 10 dnia od daty sprzedaży, to dostanie upust 5%. Czyli np. zakładając, że wartość sprzedaży wynosi 100, to kupujący ma do wyboru zapłatę w ciągu 30 dni 100 lub w ciągu 10 dni 95. Krótka płatność oznacza dla kupującego zarobek 5,26% w ciągu 20 dni (30 dni - 10 dni), co odpowiada nominalnej rocznej stopie procentowej w wysokości blisko 96% (efektywna roczna stopa będzie wynosić 155%). Dla sprzedającego w pierwszym wariancie oferowanie upustu nie jest atrakcyjne, gdyż standardowy termin płatności oferuje wyższy wynik na transakcji niż krótki termin z upustem. W drugim wariancie, uwzględniającym prawdopodobieństwo zapłaty za należność, oferowanie odbiorcom upustu gwarantuje wyższy wynik transakcji zarówno przy uwzględnieniu podatku VAT, jak jego braku niż standardowy termin płatności.

Tabela 4.14. Wynik na sprzedaży w zależności od terminu płatności

Warianty	Krótki terminem płatności - upust				Długi terminem płatności - bez upust			
	Prawdopodobne wpływy ze sprzedaży	Koszt wytworzenia	Koszty utrzymania należności	Wynik na transakcji	Prawdopodobne wpływy ze sprzedaży	Koszt wytworzenia	Koszty utrzymania należności	Wynik na transakcji
I bez VAT	95,00	80,00	0,31	14,69	100,00	80,00	0,92	19,08
I z VAT	95,00	80,00	-0,19	15,19	100,00	80,00	1,10	18,90
II bez VAT	95,00	80,00	0,31	14,69	95,00	80,00	0,92	14,08
II z VAT	95,00	80,00	-0,19	15,19	95,00	80,00	1,10	13,90

Źródło: opracowanie własne

Po wprowadzeniu dodatkowych założeń zawartych w tabeli 4.20 (trzeci wariant) sprawdzono, na ile istotne dla wyników transakcji może być opóźnienie w płatności za należność oraz prawdopodobieństwo braku zapłaty (w przykładzie wynosi 2%), równe różnicy między 100% a sumą prawdopodobieństwa zapłaty w terminie oraz prawdopodobieństwa zapłaty po terminie.

Tabela 4.15. Dodatkowe założenia do przykładu

	Zwyczajowe opóźnienie w płatności	Prawdopodobieństwo zapłaty w terminie	Prawdopodobieństwo zapłaty po terminie
III wariant	35 dni	20%	78%

Źródło: opracowanie własne

W trzecim wariancie (tabela 4.16) oferowanie upustu odbiorcom gwarantuje sprzedającemu wyższy wynik na transakcji jedynie przy uwzględnieniu podatku VAT, jeśli się nie uwzględni tego podatku, można dojść do przekonania, że standardowy termin płatności oferuje wyższy wynik na transakcji niż przy oferowaniu upustu za wcześniejszą płatność.

Tabela 4.16. Wynik na sprzedaży w zależności od terminu płatności

Warianty	Krótki terminem płatności – upust				Długi terminem płatności - bez upust			
	Prawdopodobne wpływy ze sprzedaży	Koszt wytworzenia	Koszty utrzymania należności	Wynik na transakcji	Prawdopodobne wpływy ze sprzedaży	Koszt wytworzenia	Koszty utrzymania należności	Wynik na transakcji
III bez VAT	95,00	80,00	0,31	14,69	98,00	80,00	1,78	16,22
III z VAT	95,00	80,00	-0,19	15,19	98,00	80,00	2,97	15,03

Źródło: opracowanie własne

W tabeli 4.17 przedstawiono łączną płatność kupującego z tytułu transakcji w zależności od terminu płatności za zobowiązanie, z uwzględnieniem ewentualnych kosztów finansowania i dochodów z tytułu bezpłatnego finansowania. Wariant A odpowiada płatności w terminie, wariant B odpowiada wcześniejszej płatności z upustem, a wariant C płatność po wymaganym terminie. Dla zachowania porównywalności łączna płatność za transakcję została obliczona na 65 dzień od daty sprzedaży (w wersji C płatność za zobowiązania została uregulowana 35 dni po terminie płatności, czyli 65 dni od daty sprzedaży). Przy założeniu, że koszt źródeł finansowania jest taki sam u sprzedającego i kupującego, najniższa łączna płatność za transakcję będzie przy korzystaniu z płatności z upustem.

Tabela 4.17. Łączna płatność dla kupującego w zależności od terminu płatności

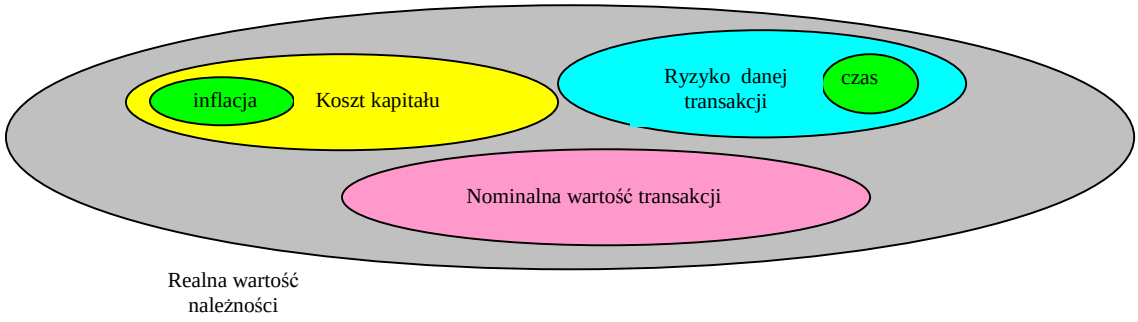
Wersja	Płatność w terminie	Koszt finansowania przez 35 dni	Dochód z tytułu bezpłatnego finansowania przez 30 dni	Łączna płatność
A	122,00	1,64	1,40	**122,23**
Wersja	Płatność z upustem	Koszt finansowania przez 65 dni	Dochód z tytułu bezpłatnego finansowania przez 0 dni	Łączna płatność
B	115,90	2,89	0,00	**118,79**
Wersja	Płatność po terminie	Koszt finansowania przez 0 dni	Dochód z tytułu bezpłatnego finansowania przez 65 dni	Łączna płatność
C	122,00	0,00	3,04	**118,96**

Źródło: opracowanie własne

Przykład ten ilustruje, że możliwe jest doprowadzenie przez sprzedawcę do sytuacji zawartej w tabeli 4.12, kiedy to najkorzystniejszym rozwiązaniem dla sprzedającego jest oferowanie upustu za wcześniejszą płatność, a dla kupującego skorzystanie z upustu (ponad przeciętna stopa zwrotu).

Monitorowanie wartości należności

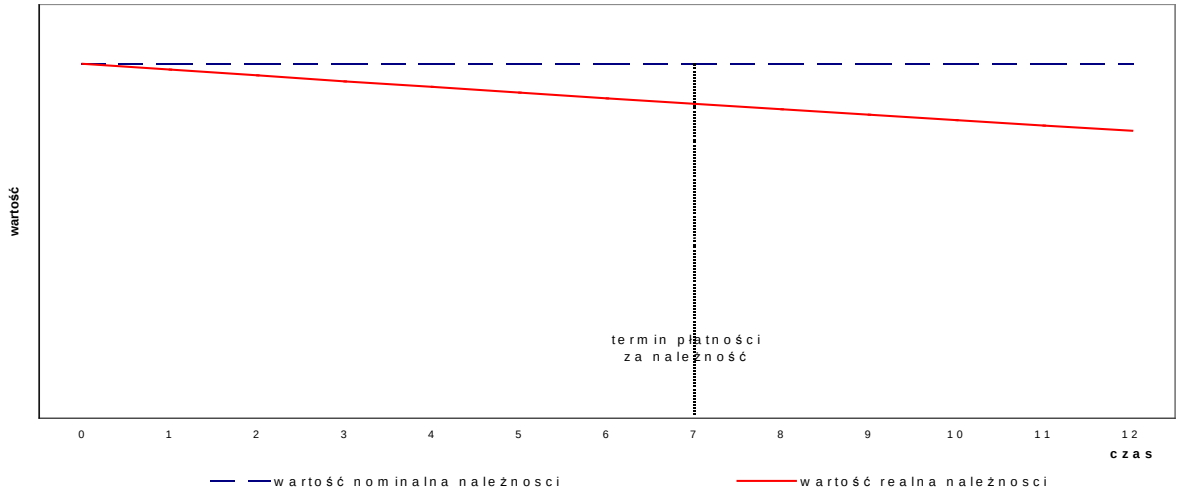
Analizując należności, należy zwrócić uwagę na kwestię nominalnej i realnej wartości należności. Wartość nominalna należności wynika z umowy sprzedaży, natomiast wartość realna to wartość bieżąca, uwzględniająca zmienną wartość pieniądza w czasie oraz ryzyko braku jej spłaty. Pojęcie wartości realnej należności nie ma obiektywnego charakteru. Inaczej postrzega ją wierzyciel, inaczej faktor, dłużnik czy też bank. Patrząc na wartość należności z punktu widzenia przedsiębiorstwa, można określić, jakie czynniki mogą być brane pod uwagę przy określaniu jej bieżącej wartości. Pierwszym nasuwającym się czynnikiem jest inflacja. Im jest ona wyższa, tym wierzyciel dotkliwiej odczuje odroczenie terminu płatności należności. Drugim elementem jest koszt kapitału. Zakładając, że przedsiębiorstwo korzysta z kredytu obrotowego dla finansowania należności, koszt kapitału będzie równy kosztowi kredytu. Koszt kredytu zawiera w swej konstrukcji oczekiwaną inflację, ryzyko udzielenia kredytu przedsiębiorstwu oraz marżę banku. Trzecim czynnikiem jest ryzyko związane z daną transakcją, ryzyko braku zapłaty za należności. A zatem przedsiębiorstwo, określając realną wartość danej należności powinno uwzględnić koszt kapitału zaangażowanego w finansowanie należności, skorygowany o ryzyko braku zapłaty z tytułu tej transakcji (rysunek 4.5).



Rysunek 4.5. Czynniki realnej wartości należności. *Źródło: opracowanie własne*

Na wartość nominalną i realną należności można spojrzeć w dwojaki sposób. Pierwszy to „księgowy", według którego w chwili sprzedaży wartość nominalna jest równa wartości realnej należności (wykres 4.1). Drugi sposób to „pieniężny", według którego wartość

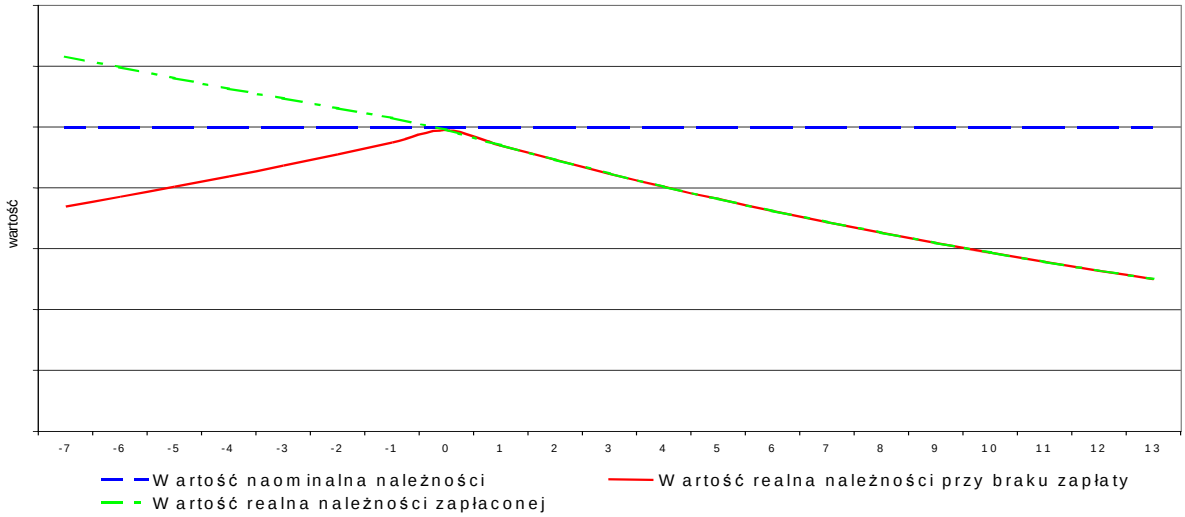
nominalna należności równa jest wartości realnej dopiero w dniu wymaganej zapłaty (wykres 4.2). Podejście to wywodzi się z przekonania, że należność wynikająca z faktury jest przyrzeczeniem zapłaty w określonym terminie i ostatni dzień płatności wyznacza czas zero, który jest punktem odniesienia dla wcześniejszych lub opóźnionych płatności. Wynikiem tego rozumowania jest to, że wartość realna należności jest niższa w chwili sprzedaży i rośnie w miarę zbliżania się terminu płatności. Potwierdzeniem tej prawidłowości może być następujący przykład. Jeżeli przedsiębiorstwo będzie chciało sprzedać swoją należność, to powinno otrzymać tym więcej środków, im bliższy jest termin płatności za daną należność (pomijając prawdopodobieństwo zapłaty). Stosując natomiast pierwsze rozwiązanie, przedsiębiorstwo powinno oczekiwać coraz mniejszej zapłaty w miarę zbliżania się terminu płatności. Wynikałoby z tego, że przedsiębiorstwo może drożej sprzedać należność w dzień po powstaniu należności niż na dzień przed terminem płatności, na co żaden potencjalny kupiec należności by nie przystał, gdyż jest to niezgodne ze zmienną w czasie wartością pieniądza.



Wykres 4.1. Wpływ czasu na nominalną i realną wartość należności wg ujęcia „księgowego”. *Źródło: opracowanie własne*

Zmianę realnej wartości należności w czasie przedstawiano na wykres 4.2. Jak wynika z tego wykresu, nominalna wartość należności pozostaje na stałym poziomie, natomiast jej realna wartość się zmienia. Gdy przedsiębiorstwo sprzedaje produkt, powstaje należność, której realna wartość jest tym niższa od wartości nominalnej, im dłuższy jest termin płatności i większe ryzyko nieuzyskania zapłaty. Wartość realna należności rośnie, im bliższy jest czas zapłaty, wartość maksymalną osiąga w dniu zapłaty. W razie niedotrzymania terminu płatności wartość realna należności zaczyna spadać i jest tym niższa, im bardziej wydłuża się jej okres przeterminowania. Na wykresie przedstawiono dwie funkcje realnej wartości należności:

– realną wartość należności w chwili zapłaty (wartość realna płatności za należność),
– realna wartość należności, która nie została zapłacona.



Wykres 4.2. Wpływ czasu na nominalną i realną wartość należności według ujęcia „pieniężnego”. *Źródło: opracowanie własne*

W pierwszym przypadku o wartości realnej będzie decydowało dyskonto z tytułu zmiennej w czasie wartości pieniądza. Dlatego też, jeżeli należności zostaną zapłacone przed terminem płatności, to jej realna wartość będzie większa niż wartość nominalna. Gdy natomiast zostanie zapłacona po tym terminie, jej wartość realna będzie niższa od wartości nominalnej. Aby obliczyć realną wartość należności w momencie płatności przed wymaganym terminem płatności, autor proponuje posłużyć się następującym wzorem:

$$RV_r = RV_n \times \left(1 + \frac{y \times c}{360}\right) \tag{4.18}$$

gdzie: RV_r – realna wartość należności,
RV_n – nominalna wartość należności,
c – koszt kapitału zaangażowanego w należności,
y – liczba dni do terminu płatności.

Gdy termin płatności minął, realną wartość należności przeterminowanej w momencie płatności można obliczyć, opierając się na wzorze (4.19). Dodatkowo oba wzory można wzbogacić o indywidualne ryzyko nieotrzymania płatności; wtedy to wzór (4.20) przybierze postać:

$$RV_r = RV_n \times \frac{1}{\left(1 + \frac{t \times c}{360}\right)} \tag{4.19}$$

gdzie: t – liczba dni zwłoki w płatności.

W drugim przypadku, aby obliczyć realną wartość należności przed terminem płatności, autor proponuje posłużyć się następującą formułą:

$$RV_r = RV_n \times \frac{1}{\left(1 + \frac{y \times c}{360}\right)} \tag{4.20}$$

gdzie: p – prawdopodobieństwo zapłaty należności.

Gdy termin płatności minął, realną wartość należności przeterminowanej można obliczyć, opierając się na wzorze 4.19. Dodatkowo oba wzory można wzbogacić o indywidualne ryzyko nieotrzymania płatności; wtedy to wzór (4.20) przybierze postać:

$$RV_r = RV_n \times p \times \frac{1}{\left(1 + \frac{y \times c}{360}\right)} \tag{4.21}$$

gdzie: p – prawdopodobieństwo zapłaty należności,

a formuła 4.19 dla należności przeterminowanej będzie wyglądała następująco:

$$RV_r = RV_n \times p \times \frac{1}{\left(1 + \frac{t \times c}{360}\right)} \tag{4.22}$$

Przykład

Na podstawie informacji zawartych w tabeli 4.18 obliczono wartość nominalną i realną należności.

Tabela 4.18. Dane do przykładu

Wartość nominalna należności	Termin płatności w dniach	Koszt kapitału	Płatność przed terminem w dniach	Przeterminowana należność w dniach
100,00	21	12%	10	30

Źródło: opracowanie własne

Tabela 4.19. Wartość nominalna i realna należności w czasie

Wartość należności	Wartość należności w chwili sprzedaży	Wartość należności na 10 dni przed terminem płatności	Wartość należności gdyby została zapłacona na 10 dni przed terminem płatności	Wartość należności gdyby została zapłacona w ostatnim dniu wymaganego terminu płatności	Wartość należności przeterminowanej 30 dni
nominalna	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
realna	99,30	99,67	100,33	100,00	99,01

Źródło: opracowanie własne

4.2. Nowe metody do wykorzystania w zarządzaniu majątkiem obrotowym

W obszarze zarządzania zapasami uwagę autora zwróciły dwa problemy: obliczanie optymalnej wielkości zamówienia oraz określenie realnej wartości zapasów. Efektem tych rozważań są propozycje zmian, modyfikacji dotychczasowych rozwiązań w tym zakresie.

4.2.1. Propozycja nowego sposób obliczania *EOQ*

Wzór na optymalną wielkość zamówienia stosowany jest w modelach sterowania zapasami, w których nie wszystkie założenia poczynione na potrzeby obliczania *EOQ* są spełnione. Powstaje więc pytanie, czy optymalna wielkość dostawy wyliczona według wzoru Wilsona jest także optymalna w stochastycznych modelach sterowania zapasami (np. w modelu poziomu zapasu wyznaczającego moment zamawiania). Problem ten ilustruje przykład.

Przykład

Tabela 4.20. Dane wyjściowe przykładu

Czas (tygodnie)	Tygodniowa prognoza popytu (szt.)	Czas realizacji dostawy (tygodnie)	Prognoza standardowego błędu prognozy popytu (szt.)	Współczynnik bezpieczeństwa k	Koszty tworzenia zapasów jednej dostawy (j.p.)
52	1 000	1	118	3	5 100

Jednostkowa cena zakupu (j.p.)	Kapitały własne (wartość rynkowa) (j.p.)	Zobowiązania bez odsetkowe (wartość rynkowa = księgowej) (j.p.)	Zobowiązania odsetkowe (wartość rynkowa = księgowej) (j.p.)	Koszt kapitału obcego	Średni ważony koszt kapitału
200	506 800	126.700	506.800	9,0%	18,3%

Źródło: opracowanie własne

Dane zawarte w tabeli 4.20 i przy założenie, że koszt kapitału zaangażowanego w finansowanie zapasów równy jest kosztowi kapitału obcego, są podstawą do rozważania następujących wariantów:

1. Wielkość optymalnej dostawy wyliczona według wzoru Wilsona, zastosowana w deterministycznym ujęciu modelu poziomu zapasu wyznaczającego moment zamawiania.
2. Wielkość optymalnej dostawy wyliczona według wzoru Wilsona, zastosowana w symulacji modelu poziomu zapasu wyznaczającego moment zamawiania.

3. Wielkość optymalnej dostawy wyliczona według metody kolejnych przybliżeń, zastosowana w symulacji modelu poziomu zapasu wyznaczającego moment zamawiania.

Gdyby przyjąć założenie, że na koszty utrzymania zapasów składają się jedynie koszty kapitału finansującego zapasy, to jednostkowy roczny koszt utrzymania jednostki zapasu będzie stanowić iloczyn jednostkowej ceny zakupu i kosztu kapitału. Łączny roczny koszt utrzymania zapasów będzie równy:

- iloczynowi średniego rocznego poziomu zapasów i jednostkowego rocznego kosztu utrzymania zapasu, przy czym średni roczny zapas jest równy połowie optymalnej wielkości dostawy – ujęcie deterministyczne (wariant 1);
- sumie iloczynów średniej tygodniowej wartości zapasu i tygodniowego kosztu utrzymania zapasu, przy czym średnia wartość zapasu jest obliczona na podstawie 52-tygodniowej symulacji modelu poziomu zapasu wyznaczającego moment zamawiania (wariant 2 i 3)

Kolejnym krokiem jest określenie, jaki koszt kapitału przyjmiemy na potrzeby kalkulacji wielkości optymalnej dostawy. Dla powyższych trzech wariantów przyjęty został koszt kapitału obcego.

Opierając się na przedstawionych założeniach, przeprowadzono obliczenia, których wyniki zaprezentowano w tabela 4.21. Porównując wyniki wariantu 1 i 2, można zauważyć, że łączne roczne koszty utrzymania zapasów w deterministycznym ujęciu modelu poziomu zapasu wyznaczającego moment zamawiania (wariant 1) są zaniżone w stosunku do symulacji modelu poziomu zapasu wyznaczającego moment zamawiania (wariant 2). W konsekwencji przekłada się to także na wyższe łączne roczne koszty zapasów. Przedsiębiorstwa korzystające z wzoru Wilsona powinny mieć świadomość, iż planowane łączne roczne koszty zapasów będą prawdopodobnie w istotny sposób zaniżone w stosunku do kosztów rzeczywistych. Różnica wynika z niemożności dotrzymania warunków stosowania wzoru Wilsona w praktyce gospodarczej. Czy w związku z tym wielkość dostawy wyliczona na podstawie wzoru Wilsona jest optymalna z punktu widzenia modelu poziomu zapasu wyznaczającego moment zamawiania? Aby to sprawdzić, posłużono się metodą kolejnych przybliżeń, stosowaną np. w metodzie wewnętrznej stopy zwrotu – *IRR*.[273] Po przebadaniu dostaw w przedziale 1200 – 6000 z dokładnością do 200 sztuk okazuje się, że najniższe łączne roczne koszty zapasów uzyskamy przy dostawach w wysokości 5200 sztuk (optimum

[273] Korzystając z *Excela*, można posłużyć się funkcją minimum lub opcją *Solver*.

osiągamy przy dostawie 5195 sztuk). Łączne roczne koszty zapasów obliczone na podstawie wielkości dostawy wyliczonej metodą kolejnych przybliżeń – wariant 3, są istotnie mniejsze niż w wariancie 2.

Tabela 4.21. Porównanie kosztów związanych z zapasami w trzech wariantach (koszty utrzymania zapasów szacowane na podstawie kosztu kapitału = 9%)

Wariant	Wielkość optymalnej dostawy	Łączne roczne koszty tworzenia zapasów	Łączne roczne koszty utrzymania zapasów	Łączne roczne koszty zapasów	Wartość średniego zapasu rocznego
1	5.428	51.000	48.885	99.885	542.832
2	5.428	51.000	55.879	106.879	625.274
3	5.200	51.000	50.850	101.850	575.000
Relacje między wariantami					
2/1	100,0%	100,0%	114,3%	107,0%	115,2%
3/2	95,8%	100,0%	91,0%	95,3%	92,0%

Źródło: opracowanie własne

W tabelach 4.22 i 4.23 przeprowadzono analizę wrażliwości. Z przedstawionych w nich porównań kosztów związanych z zapasami w analizowanych trzech wariantach przy wyższych kosztach kapitału wynika, że metoda iteracyjna sprawdza się także przy innych poziomach kosztu kapitału.

Tabela 4.22. Porównanie kosztów związanych z zapasami w trzech wariantach (koszty utrzymania zapasów szacowane na podstawie kosztu kapitału = 13%)

Wariant	Wielkość optymalnej dostawy	Łączne roczne koszty tworzenia zapasów	Łączne roczne koszty utrzymania zapasów	Łączne roczne koszty zapasów	Wartość średniego zapasu rocznego
1	4 517	61 200	58 716	119 916	451 664
2	4 517	61 200	70 512	131 712	546 632
3	4 200	61 200	63 100	124 300	490 385
Relacje między wariantami					
2/1	100,0%	100,0%	120,1%	109,8%	121,0%
3/2	93,0%	100,0%	89,5%	94,4%	89,7%

Źródło: opracowanie własne

Tabela 4.23. Porównanie kosztów związanych z zapasami w trzech wariantach (koszty utrzymania zapasów szacowane na podstawie kosztu kapitału = 18,3%)

Wariant	Wielkość optymalnej dostawy	Łączne roczne koszty tworzenia zapasów	Łączne roczne koszty utrzymania zapasów	Łączne roczne koszty zapasów	Wartość średniego zapasu rocznego
1	3 803	71 400	69 728	141 128	380 335
2	3 803	71 400	79 959	151 359	438 538
3	3 600	71 400	76 506	147 906	421 154
Relacje między wariantami					
2/1	100,0%	100,0%	114,7%	107,2%	115,3%
3/2	94,7%	100,0%	95,7%	97,7%	96,0%

Źródło: opracowanie własne

Podsumowując, przykład pokazuje, że korzystanie z wzoru Wilsona w modelu poziomu zapasu wyznaczającego moment zamawiania nie gwarantuje optymalnego poziomu łącznych rocznych kosztów zapasów, ponieważ:

1. Założenia modelowe w stosunku do przeprowadzonych symulacji w istotny sposób zaniżają koszty łączne w granicach 7 – 10%.
2. Najniższe łączne roczne koszty zapasów uzyskano w na podstawie wielkości dostawy ustalonej metodą kolejnych przybliżeń.

Stosowanie wzoru Wilsona miało istotne znaczenie w czasach, gdy możliwości obliczeniowe były ograniczone, a otrzymywane przybliżenia były satysfakcjonujące. Obecnie, gdy przedsiębiorstwa poszukują wewnętrznych rezerw poprawy efektywności wyniki uzyskiwane dzięki niemu mogą być już niewystarczające, tym bardziej, że właściwie każde przedsiębiorstwo ma wystarczające możliwości obliczeniowe, aby w dowolnym czasie określić *EOQ* metodą iteracyjną.

4.2.2. Monitorowanie wartości zapasów

Z punktu widzenia zarządzania zapasami, jak i koncepcji *VBM* istotne jest określanie realnej wartości zapasów. Pozwala ona określić zmiany wartości zapasów na skutek upływającego czasu. To z kolei powinno być wykorzystywane w procesie zamawiania zapasów materiałów i towarów czy też w planowaniu produkcji. Aby obliczyć realną wartość zapasów, należałoby, zdaniem autora, posłużyć się formułą:

$$Z_R = \frac{Z_M}{\left(1+\frac{r_M}{360}\right)^{t_M}} + \frac{Z_T}{\left(1+\frac{r_T}{360}\right)^{t_T}} + \frac{Z_P}{\left(1+\frac{r_P}{360}\right)^{t_P}} + Z_W \tag{4.23}$$

gdzie: Z_R – realna wartość zapasów,
Z_M – nominalna, bilansowa wartość zapasów materiałów,

Z_T – nominalna, bilansowa wartość towarów,
Z_P – nominalna, bilansowa wartość zapasów wyrobów gotowych,
Z_W – nominalna, bilansowa wartość produkcji w toku,
$t_{M,T}$ – czas jaki upłynął od zakupu materiałów i towarów,
t_P – czas jaki upłynął od daty produkcji,
r_M – stopa dyskonta uwzględniająca koszt kapitału oraz starzenie się zapasów materiałów fizycznie i moralnie,
r_T – stopa dyskonta uwzględniająca koszt kapitału oraz starzenie się zapasów towarów fizycznie i moralnie,
r_P – stopa dyskonta uwzględniająca koszt kapitału oraz starzenie się zapasów wyrobów gotowych fizycznie i moralnie.

Dyskonto wykorzystane do określenia tej realnej wartości uwzględnia zarówno koszt zaangażowanego kapitału, jak i zużycie fizyczne oraz moralne zapasów (jeżeli wartość się nie zmienia, to $r = 0$).

$$r = r_k + r_f + r_m \tag{4.24}$$

gdzie: r_k – koszt kapitału (%),
r_f – roczny ubytek wartości z tytułu zużycia fizycznego,
r_f – roczny ubytek wartości z tytułu zużycia moralnego.

4.2.3. Analiza wiarygodności kredytowej odbiorców

Niezależnie od zastosowanych instrumentów oceny ryzyka kredytowego poziom szczegółowości prowadzonej analizy może być różny. W tabeli 4.24 analiza wiarygodności klientów została poklasyfikowana na 4 rodzaje. Przyjęcie przez przedsiębiorstwo jednej z czterech postaw może rodzić odmienne skutki. Najbardziej widoczne będą konsekwencje przy realizacji dwóch skrajnych postaw. Przy wnikliwej analizie klientów część z nich może zostać oceniona negatywnie, co odbije się na przychodach ze sprzedaży, dodatkowo pojawią się koszty weryfikacji kontrahentów. Z drugiej strony stosowanie wnikliwej analizy zmniejszy koszty złych kredytów i konieczność tworzenia rezerw na należności. Jednocześnie dokładność oszacowania poziomu ryzyka kredytowego będzie większa przy wnikliwej analizie wiarygodności kredytobiorców. W efekcie nieotrzymania zapłaty będzie najmniejsze spośród czterech wariantów ryzyko, a przepływy pieniężne przypadające na transakcję największe. Przeciwne konsekwencje przyniesie brak analizy wiarygodności kredytobiorców. Skutkiem braku analizy może być maksymalny krótkoterminowy dochód, który nie przełoży się na dochód długoterminowy w związku z koniecznością tworzenia rezerw na należności. Z punktu widzenia zarządzania wartością przedsiębiorstwo powinno poszukiwać takiego poziomu szczegółowości analizy klientów, który będzie najkorzystniejszy z punktu widzenia przepływów pieniężnych.

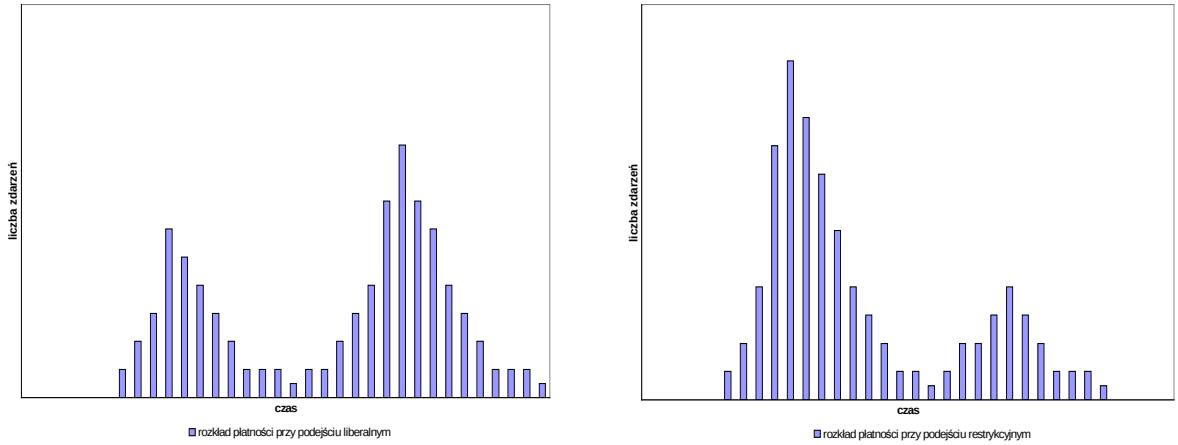
Oszacowanie ryzyka kredytowego ułatwia zarządzanie należnościami, bowiem dzięki temu przedsiębiorstwo może określić strategię w obszarze zarządzania należnościami i w jej ramach podejmować w sposób świadomy decyzje przy akceptowanym poziomie ryzyka. Przedsiębiorstwo, określając ryzyko związane z udzieleniem kredytu kupieckiego, może dostosować odpowiednie zabezpieczenie, takie jak np. limity zadłużenia dla poszczególnych klientów czy też zabezpieczenia transakcji wekslem wystawionym przez odbiorcę.

Tabela 4.24. Konsekwencje przyjętych poziomów analizy wiarygodności kredytobiorcy dla sprzedającego

Konsekwencje	**Analiza wiarygodności kredytobiorców**			
	Brak	**Pobieżna**	**Umiarkowana**	**Wnikliwa**
max Liczba klientów min				
max Przychody ze sprzedaży min				
max Opóźnienia w płatności za należności min				
max Koszty złych kredytów min				
max Koszty oceny kredytobiorcy min				
max Rezerwy na należności min				
max Koszt całkowity na transakcję min				
max Dochód krótkoterminowy min				
max Ryzyko nieotrzymania zapłaty min				
max Przepływy pieniężne na transakcję min				
max Dochód długoterminowy min				

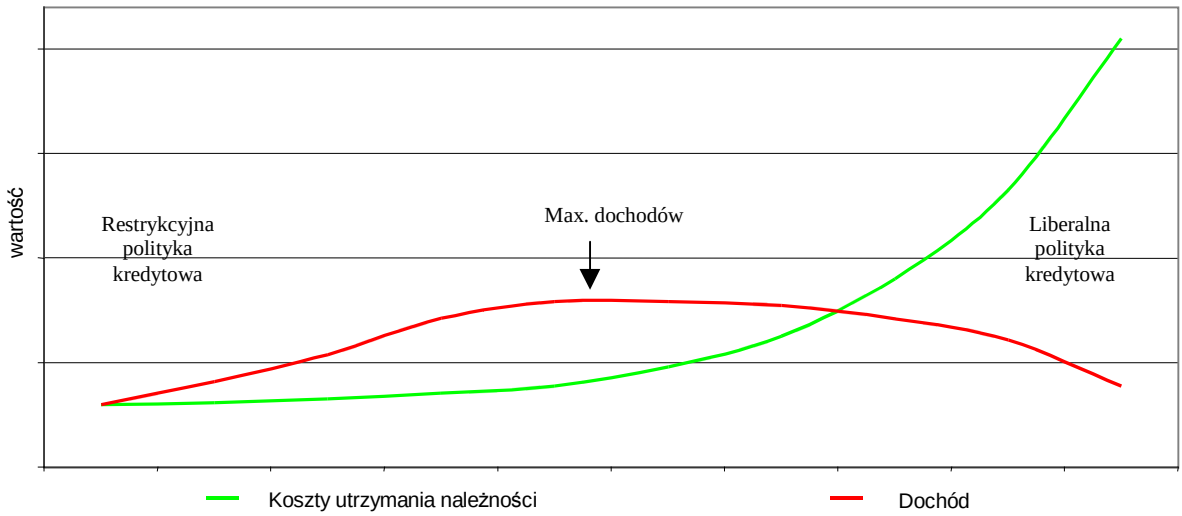
Źródło: opracowanie własne

Prawdopodobny rozkład płatności w przedsiębiorstwach prowadzących liberalną i restrykcyjną analizę wiarygodności kredytowej w istotny sposób będzie rzutował na koszty opóźnień w płatnościach na należności oraz niezapłaconych należności (wykres 4.3).

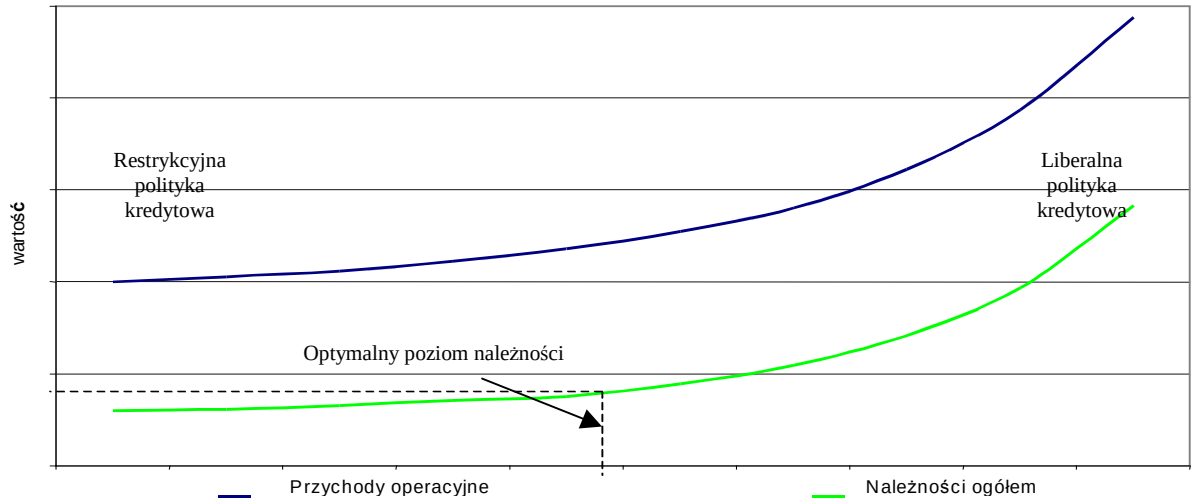


Wykres 4.3. Rozkład płatności za należności przy liberalnej i restrykcyjnej analizie wiarygodności kredytowej klienta. *Źródło: opracowanie własne*

Na wykresach 4.4 i 4.5 przedstawiono jedną z prawdopodobnych sytuacji. Przejście od restrykcyjnej do liberalnej polityki kredytowej może powodować wzrost sprzedaży. Jeżeli wzrost ten nastąpi, to jego konsekwencją będzie wzrost należności. Gdy wzrost sprzedaży jest spowodowany wyłącznie liberalizacją analizy wiarygodności odbiorców (kredytobiorców – biorców kredytu kupieckiego) lub jej brakiem, to tempo przyrostu należności będzie większe niż przychodów ze sprzedaży. W efekcie zmniejszą się lub znikną koszty związane z oceną kredytobiorcy, będą rosnąć natomiast ryzyko nieotrzymania zapłaty oraz koszty złych kredytów. W konsekwencji dochód może początkowo wzrastać, gdy korzyści z tytułu dodatkowej sprzedaży przewyższą dodatkowe koszty. W pewnym momencie jednak korzyści z dodatkowej sprzedaży zrównają się z dodatkowymi kosztami (w tym rosnącymi kosztami utrzymania należności, związanymi z poszukiwaniem nowych źródeł finansowania należności oraz przeterminowanymi należnościami) i dochód przestanie rosnąć (punkt ten został oznaczony na wykresach: 4.4 i 4.5. Od tego momentu dalsze liberalizowanie polityki kredytowej będzie prowadziło do zmniejszenia dochodów.



Wykres 4.4. Poszukiwanie optymalnej wielkości należności (koszty utrzymania należności i dochód). *Źródło: opracowanie własne*

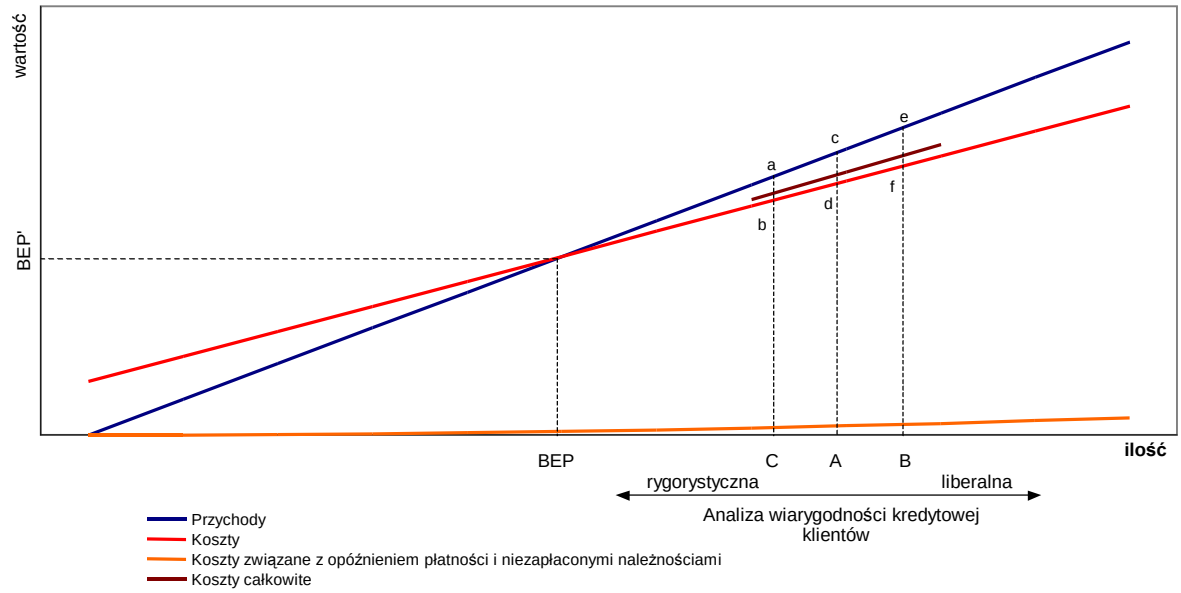


Wykres 4.5. Poszukiwanie optymalnej wielkości należności (przychody i należności). *Źródło: opracowanie własne*

Oferowanie określonych terminów płatności klientom powinna poprzedzić stosowna analiza. Jeżeli polityka kredytowa przedsiębiorstwa ulega złagodzeniu poprzez wydłużenie okresu kredytowania, złagodzenie standardów oceny kredytobiorców, mniej rygorystyczne wymaganie spłaty należności, efektem powinien być wzrost sprzedaży (wykres 4.4). Jeśli wartość sprzedaży rzeczywiście się zwiększy, to będzie temu towarzyszyć również wzrost kosztów (z pewnością wzrosną koszty zmienne, koszty stałe nie zwiększą się w sytuacji, gdy zwiększenie sprzedaży nastąpi w ramach niewykorzystanych zdolności produkcyjnych). Dodatkowo wzrosną należności i związane z nimi koszty ich finansowania, a także straty z tytułu złych kredytów i koszty zwiększonych rabatów i bonifikat. W związku z powyższym rozwiązaniem dylematu, czy zmienić politykę kredytową, jest odpowiedź na pytanie: „Czy wpływy ze sprzedaży wzrosną szybciej niż koszty?" lub „Czy zmniejszenie wpływów ze

sprzedaży będzie mniejsze niż spadek kosztów?". Oczywiście musi się tu jeszcze pojawić pytanie o konsekwencje dla przepływów pieniężnych i w konsekwencji dla płynności finansowej przedsiębiorstwa. Aby odpowiedzieć na to pytanie, należy określić koszty stałe i zmienne.

Z obserwacji autora wynika, że przedsiębiorstwa bardzo rzadko dokonują klasyfikacji kosztów na koszty stałe i zmienne. Klasyfikacja ta, niezbędna do określenia progu rentowności danej działalności czy też całego przedsiębiorstwa, może być również zastosowana do oceny skutków przyjętej polityki badania wiarygodności kredytowej klientów. Autor proponuje dokonanie pewnych modyfikacji we wzorach wykorzystywanych do obliczania progu rentowności, aby oszacować skutki podjętych działań w obszarze analizy kredytowej odbiorców.



Wykres 4.6. Wpływ analizy kredytowej klientów na przychody i koszty przedsiębiorstwa. *Źródło: opracowanie własne*

Formuła *BEP* opiera się na następującym równaniu:

$$P \times c = K_S + k_z \times P \tag{4.25}$$

gdzie: P – wielkość sprzedaży,
c – jednostkowa cena sprzedaży,
K_S – koszty stałe,
k_z – jednostkowe koszty zmienne.

Autor proponuje modyfikację tego równania o koszty opóźnień płatności za należności oraz niezapłaconych należności. Jeżeli przedsiębiorstwo w ramach kosztów zmiennych nie uwzględnia kosztów związanych z opóźnieniem płatności i niezapłaconymi należnościami, to

zdaniem autora należy je uwzględnić, skutkiem czego będzie, że próg rentowności będzie odpowiadał większej ilości sprzedaży. Gdy natomiast koszty te są ujmowane w ramach kosztów zmiennych, to autor proponuje ich wyodrębnienie dla potrzeb oceny skutków przyjętej polityki badania wiarygodności kredytowej klientów, zwiększając tym samym czytelność zachodzących zjawisk. Wtedy to formuła (4.25) przybliża postać:

$$P \times c = K_S + k_z \times P + k_n \times P \tag{4.26}$$

gdzie: k_n – jednostkowy koszt opóźnionych płatności za należności oraz niezapłaconych należności

W efekcie próg rentowności ilościowy będzie miał postać

$$BEP = \frac{K_S}{c - k_z - k_n} \tag{4.27}$$

$$BEP' = \frac{K_S}{c - k_z - k_n} \times c \tag{4.28}$$

Z wykresów przychodów i kosztów sporządzanych na potrzeby określenia progu rentowności wynika, że jeżeli przedsiębiorstwo zwiększy swoją sprzedaż z punktu A do B, to osiągnie większy zysk (odcinek e-f jest dłuższy od c-d). Jeżeli jednak przyrost tej sprzedaży będzie wynikiem liberalizacji analizy wiarygodności kredytowej klientów przy innych czynnikach stałych, to wzrost zysku może nie nastąpić, gdyż przyrost przychodów z tytułu większej sprzedaży może być mniejszy niż przyrost kosztów związanych z opóźnieniem płatności i niezapłaconymi należnościami.

4.2.4. Monitorowanie środków pieniężnych i ich ekwiwalentów

W obszarze zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami uwagę autora zwrócił problem wystarczalności, rotacji, prognozowania oraz wartości realnej. Efektem tych rozważań są propozycje zmian, modyfikacji dotychczasowych rozwiązań w tym zakresie.

Wystarczalność środków pieniężnych i ich ekwiwalentów (zapas bezpieczeństwa środków pieniężnych i ich ekwiwalentów)

$$w_T = \frac{C_T}{C_p} \times p \tag{4.29}$$

gdzie: w_T – okres wystarczalności środków pieniężnych i ich ekwiwalentów,
C_T – stan środków pieniężnych i ich ekwiwalentów,
C_p – wydatki gotówkowe w okresie,
p – okres np. w dniach.

Wskaźnik wystarczalności środków pieniężnych i ich ekwiwalentów określa czas, w którym spółka może działać dzięki środkom pieniężnym i ich ekwiwalentom bez potrzeby dopływu pieniędzy z innych źródeł. Można go obliczać w na podstawie dowolnych okresów liczonych w dniach, tygodniach, miesiącach czy też godzinach. Niskie wartości tego miernika mogą wskazywać na realizację ofensywnej strategii zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami. Wysoka wartość może oznaczać prowadzenie strategii defensywnej. Miernik ten może znaleźć zastosowanie w szacowaniu poziomów ryzyka związanego z utratą płynności. Po przekształceniu może tez być wykorzystany do wyznaczania oczekiwanego przez przedsiębiorstwo poziomu środków pieniężnych i ich ekwiwalentów. Wskaźnik ten może też posłużyć przedsiębiorstwu do określenia zapasu bezpieczeństwa środków pieniężnych i ich ekwiwalentów.

Rotacja środków pieniężnych i ich ekwiwalentów

$$R_T = \frac{S}{C_T - C_I} \tag{4.30}$$

gdzie: R_T – rotacja środków pieniężnych i ich ekwiwalentów,
S – przychody ze sprzedaży działalności operacyjnej,
C_I – środki pieniężne i ich ekwiwalenty akumulowane na potrzeby przyszłej inwestycji.

Wzór ten pokazuje skuteczność, wydajność zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami.

Rotacja kosztowa środków pieniężnych i ich ekwiwalentów

$$R_T^K = \frac{K - K_A - T}{C_T - C_I} \tag{4.31}$$

gdzie: $R^K{}_T$ – rotacja środków pieniężnych i ich ekwiwalentów,
K – koszty działalności operacyjnej,
K_A – koszty działalności operacyjnej bezwydatkowe,
T – podatki do zapłacenia.

Formuła ta pokazuje skuteczność, wydajność zarządzania środkami pieniężnymi. Po przekształceniu oba wzory rotacji mogą służyć może także do prognozowania zasobów środków pieniężnych i ich ekwiwalentów. W obu wzorach (4.30, 4.31), wyższe wartości świadczyć mogą, że działalność operacyjna angażuje mniej tego typu aktywów, co z kolei ma istotny wpływ na koszt kapitału przeznaczonego na ich finansowanie, a tym samym na

wartość przedsiębiorstwa. Wzory te wymagałyby korekty o wielkości środków, które są akumulowane w związku z przewidywaną inwestycją.

Prognozowanie zasobów środków pieniężnych i ich ekwiwalentów

$$C_{T1} = \frac{C_{T0}}{S} \times \Delta S \tag{4.32}$$

lub

$$C_{T1} = \frac{C_{T0}}{K - K_A + T} \times \Delta(K - K_A + T) \tag{4.33}$$

gdzie: C_{T0} – pierwotny stan środków pieniężnych i ich ekwiwalentów,
C_{T1} – wymagany stan środków pieniężnych i ich ekwiwalentów po zmianie wielkości sprzedaży lub kosztów,
K – koszty.

Obie formuły, (4.32) i (4.33), można skorygować analogicznie jak wskaźnik rotacji o środki pieniężne i ich ekwiwalenty akumulowane na potrzeby przyszłych inwestycji.

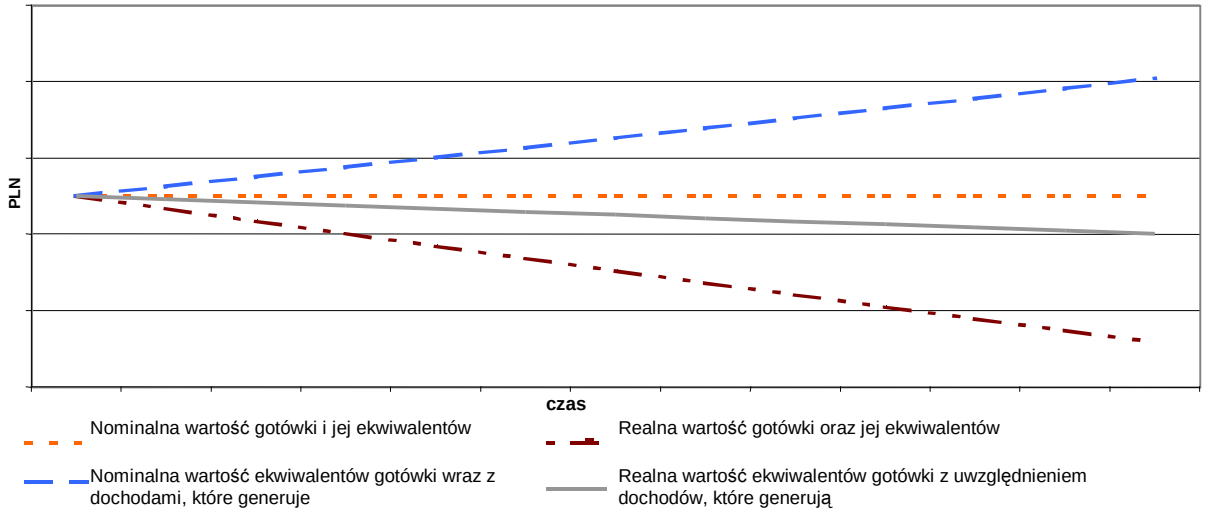
Wartość realna środków pieniężnych i ich ekwiwalentów

$$C_R = \frac{C_T}{(1+c)^t} \tag{4.34}$$

gdzie: C_R – realna wartość środków pieniężnych i ich ekwiwalentów,
c – koszt kapitału w okresie t zaangażowanego w środki pieniężne i ich ekwiwalenty,
t – czas.

Formuła (4.34) określa realną wartość środków pieniężnych i ich ekwiwalentów. Wskaźnik ten może być przydatny w koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa. Wartość realna tych pozycji jest uzyskiwana przez dyskontowanie wartości nominalnej, przy czym konstrukcja dyskonta oparta jest na koszcie źródeł finansowania. Ilustracją tendencji zmian wartości nominalnych i realnych gotówki i jej ekwiwalentów jest wykres 4.7. Na wykresie tym porównano dwie kwoty pieniężne o tej samej wartości początkowej, które ulokowano w pozycjach: gotówka i ekwiwalenty gotówki. Nominalna wartość gotówki w przyjętym okresie pozostaje bez zmian, natomiast wartość realna tej pozycji dyskontowana kosztem kapitału zaangażowanego w finansowanie tego aktywu się zmniejsza. Przebieg funkcji wartości zarówno nominalnej, jak i realnej ekwiwalentów gotówki będzie taki sam, gdy nie zostaną uwzględnione dochody, jakie generują. Jeżeli te dochody zostaną uwzględnione, to wartość nominalna ekwiwalentów gotówki będzie rosła, a wartość realna będzie się

zmniejszała wolniej niż wartość realna gotówki (będzie się zmniejszać, ponieważ wydaje się bardziej prawdopodobne, że dochody uzyskane przez ekwiwalenty będą generowały dochody wyższe niż koszt kapitału zaangażowanego w ich finansowanie).



Wykres 4.7. Wpływ czasu na nominalną i realną wartość środków pieniężnych i ich ekwiwalentów. *Źródło: opracowanie własne*

4.2.5. Ewidencja zdarzeń gospodarczych według wartości bieżącej

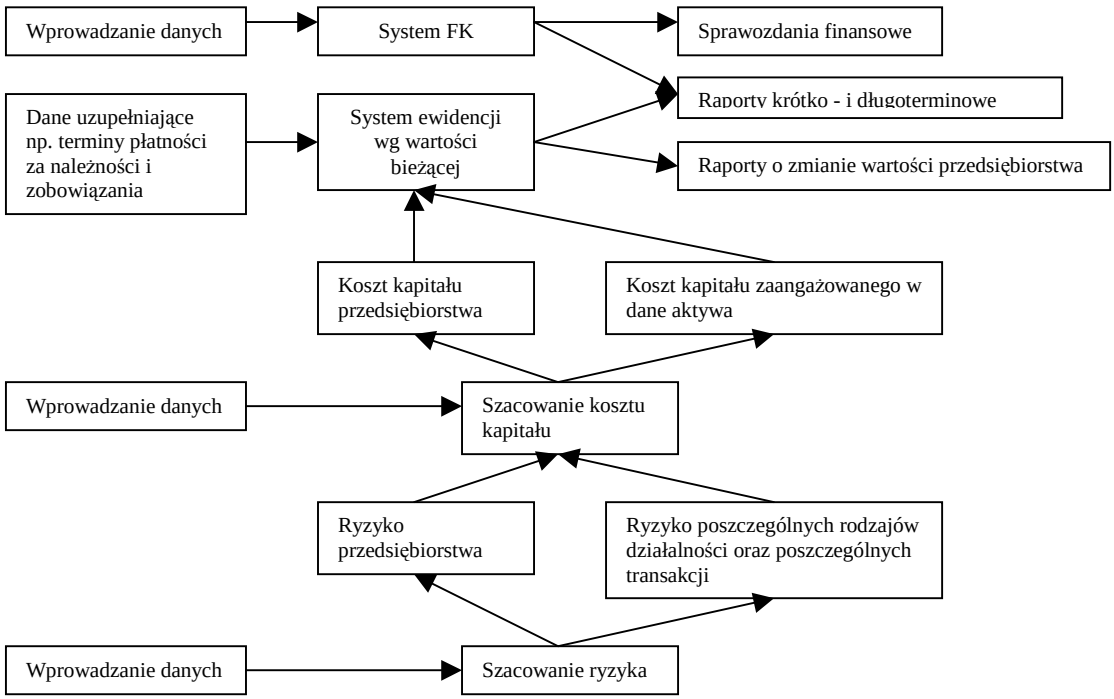
Dostęp do informacji jest jednym z warunków podejmowania przez kadrę zarządzającą trafnych decyzji (niezależnie od szczebla zarządzania). Dostęp ten mogą ułatwić zintegrowane systemy zarządzania. Systemy te w obszarze finansowo – księgowym już dziś umożliwiają sporządzanie sprawozdań finansowych (bilansu, rachunku zysków i strat oraz rachunku przepływów pieniężnych) w dowolnym czasie. Zdaniem autora, z punktu widzenia koncepcji *VBM* dużym ułatwieniem dla zarządzających byłoby ewidencjonowanie aktywów według ich wartości bieżącej, dyskontowanej kosztem kapitału, a nie jedynie nominalnej, częściowo urealnianej na koniec roku bilansowego. W efekcie syntetyczne informacje z obszaru finansowo – księgowego mogłyby być dostępne w dowolnym momencie i w realnej, bieżącej wartości. Aby uzyskać tego typu informacje, należałoby wprowadzić ewidencję zdarzeń gospodarczych wg wartości bieżącej, uwzględniającej koszt kapitału zaangażowanego w przedsiębiorstwie. Można w tym względzie wykorzystać doświadczenia przy opracowywaniu oprogramowania „księgowości inflacyjnej" w takich krajach jak Brazylia.[274] Rozwiązanie to uzmysłowiłoby właścicielom, kadrze zarządzającej oraz pracownikom jak upływ czasu wpływa na wartość poszczególnych składników aktywów.

[274] W Brazylii, gdzie przez szereg lat wartość inflacji była bardzo wysoka, wprowadzono „księgowość inflacyjną", która umożliwiała porównywalność danych i ocenę sytuacji przedsiębiorstw.

Dzięki temu można by poprawić efektywność zarządzania majątkiem obrotowym i pozostałymi aktywami przedsiębiorstwa.

Prowadzenie ewidencji zdarzeń gospodarczych według wartości bieżącej (realnej) jeszcze kilkanaście lat temu byłoby bardzo pracochłonne. Dziś także wymaga także sporo pracy we wstępnej fazie wprowadzania tego systemu, ale to dzięki zastosowaniu komputerowych systemów finansowo-księgowych, już nie powinno stanowić bariery. Wypracowanie systemu ewidencji zdarzeń gospodarczych według wartości realnej wymagałoby określenia na wstępie pewnych założeń (najtrudniejsze byłoby określenie różnych rodzajów ryzyka, które towarzyszą funkcjonowaniu przedsiębiorstwa). Wymagania te powinny być zmieniane w związku z pozyskaniem nowych informacji (nie powinny być przedmiotem manipulacji – ale z takim ryzykiem należy się liczyć). System ten korzystałby z danych wprowadzonych przez księgowych w tradycyjnym systemie finansowo-księgowym, a wszelkie zmiany parametrów byłyby dokonywane w odpowiednich komórkach przedsiębiorstwa (np. kwestie związane ze zmianą tych parametrów, które wpływają na koszt kapitału, leżałyby w gestii naczelnego kierownictwa, te związane z ryzykiem braku zapłaty za należności dłużnika w kompetencjach działu sprzedaży lub windykacji, za parametry związane z wartością zapasów odpowiadałby dział zamówień itd.). W funkcjonowaniu tego systemu istotną przeszkodą może być zbyt daleko idące rozczłonkowanie poszczególnych składników aktywów, co zwiększyłoby znacząco pracochłonność. Dlatego niezbędne jest grupowanie poszczególnych składników aktywów oraz sprawdzanie „automatów" obliczeniowych uruchamianych przy danej sekwencji zdarzeń. Ewidencja zdarzeń gospodarczych według wartości realnej umożliwiłoby:

- bieżącą kontrolę nad wartością poszczególnych grup aktywów,
- bieżącą kontrolę nad znaczącym obszarem wartości przedsiębiorstwa (nie obejmuje on np. takich elementów, jak podpisane kontrakty, postępy w pracach badawczo-rozwojowych itp.),
- podjęcie natychmiastowej reakcji w chwili wystąpienia zjawisk negatywnych,
- syntetyczny obraz przedsiębiorstwa, który może być w dowolnym momencie rozszerzony o szczegółową analizę,
- ocenę w dowolnym czasie możliwości przedsiębiorstwa, a przez to skrócenie czasu reakcji przedsiębiorstwa na zmiany zarówno w jego otoczeniu, jak i jego wnętrzu,
- bieżące monitorowanie kreowanej przez przedsiębiorstwo wartości,
- szybką identyfikację zagrożeń (rysunek 4.6).



Rysunek 4.6. Informacje wejściowe i wyjściowe systemu ewidencji wg wartości bieżącej. *Źródło: opracowanie własne*

Kreowanie wartości przedsiębiorstwa polega m.in. na tym, aby angażując jak najmniej, jak najtańszego kapitału finansować działalność operacyjną. Powyższe propozycje modyfikacji narzędzi wykorzystywanych w zarządzaniu majątkiem obrotowym nie wyczerpują wszystkich kierunków zmian, które byłyby pomocne w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa. Rozwój technologii informatycznej umożliwi stosowanie w przyszłości bardziej zaawansowanych rozwiązań.

Zakończenie

W XX wieku pojawiło się szereg koncepcji zarządzania przedsiębiorstwem. Wiele z nich pozostało jedynie w sferze rozważań teoretycznych, gdyż nie przyjęły się w praktyce. Cześć z nich okazało się tylko chwilową modą lansowaną przez firmy konsultingowe. Jak wynika z dotychczasowych obserwacji koncepcja *VBM* do nich nie należy, gdyż już wywarła istotny wpływ na zmianę myślenia i zmianę spojrzenia na efektywność w wielu przedsiębiorstwach na świecie. Jej dalszemu rozprzestrzenianiu będą sprzyjać takie zjawiska, jak: przyrost i ekspansja prywatnego kapitału, globalizacja rynków i rewolucja informatyczna. W efekcie przedsiębiorstwa, które będą chciały istnieć i mieć zdolność do pozyskiwania kapitału, będą musiały dbać o wzrost swojej wartości. W dalszej perspektywie będzie to sprzyjać wszystkim interesariuszom przedsiębiorstwa oraz całej gospodarce.

Maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa przywraca ekonomiczny sens istnienia przedsiębiorstwa. Marnowanie jej jest ze szkodą nie tylko dla właścicieli, ale i dla jego otoczenia, gdyż oznacza nieefektywne wykorzystywanie zasobów, ograniczenie rozwoju gospodarczego kraju, zubożenie zarówno właścicieli przedsiębiorstw, jak i szerokich rzesz obywateli (za pośrednictwem funduszy emerytalnych, powierniczych itp.). Dzięki wdrażaniu nowej kultury własności, którą wprowadza koncepcja *VBM*, pracownicy są wynagradzani stosownie do wkładu (do wartości), a więc, podobnie jak akcjonariuszy, mobilizuje to ich do wytężonej pracy oraz sprawia, że podejmuje się trafniejsze decyzje, wzrasta dyscyplina i praca jest bardziej efektywna.[275]

Koncepcja *VBM* jest istotna ze społecznego punktu widzenia. Jak mówi popularny slogan: „wszyscy jesteśmy akcjonariuszami", a to oznacza, że wiele naszych świadczeń zależy od sukcesów przedsiębiorstw w zakresie kreowania wartości. Jakkolwiek koncepcja ta przebija się do polskiej praktyki z oporami, to z badań autora wynika, że na ogół jest znana. Niestety z deklaracji kadry kierowniczej przedsiębiorstw niewiele wynika dla praktyki zarządzania, gdyż, jak pokazują wyniki badań, nie jest ona realizowana. Dane statystyczne i przeprowadzone przez autora badania wskazują, że majątek obrotowy ma istotny udział

[275] T. Dudycz, P. Szymański: *Integratywny charakter koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa,* [w:] *Nowe kierunki w zarządzaniu przedsiębiorstwem, Integracja i dezintegracja*, Prace Naukowe AE we Wrocławiu nr 928, pod redakcją: H. Jagody, J. Lichtarskiego, s. 67.

w aktywach. W związku z tym sprawne nim zarządzanie wywierać będzie znaczący wpływ na wartość przedsiębiorstwa. Złe zarządzanie majątkiem obrotowym, oparte na fałszywych przesłankach (np. że kapitał własny nic nie kosztuje) może prowadzić do błędnej alokacji zasobów, złej kalkulacji kredytów kupieckich, niepotrzebnej kapitałochłonności oraz nadpłynności, a także złej – zbyt kosztownej – struktury finansowania. W konsekwencji spowoduje ograniczenie wartości, jaką mogłoby osiągnąć przedsiębiorstwo, lub wręcz do niszczenia dotychczasowej wartości. Skutki błędnego zarządzania majątkiem obrotowym będą odczuwać właściciele, pracownicy oraz kadra zarządzająca, mogą także negatywnie oddziaływać na inne przedsiębiorstwa. Jak pokazały badania, przedsiębiorstwa, które gorzej zarządzają majątkiem obrotowym i nie zwiększają swojej wartości, wolniej płacą za zobowiązania wobec dostawców. Badania pokazują także, że polska praktyka nie odnosi w tym zakresie sukcesów. Istnieje jeszcze wiele rezerw tkwiących w majątku obrotowym. Z przeprowadzonych badań wynika bowiem, że w badanej populacji przedsiębiorstw wydłuża się obrót zapasów oraz należności, co oznacza, iż wydłuża się cykl operacyjny (na przestrzeni 13 lat o około 30%). Wydłużenie cyklu operacyjnego przy jednoczesnym zwiększeniu cyklu środków pieniężnych (ponaddwukrotnym) doprowadziło do tego, że przedsiębiorstwa wolniej płacą dostawcom za zobowiązania. Konsekwencją tych zmian jest rosnąca w ostatnich latach nadpłynność (III stopnia) oraz zmniejszająca się produktywność majątku obrotowego. W toku przeprowadzonych badań okazało się również, że przedsiębiorstwa, które nie tworzą wartości, mają znacznie gorsze efekty w zakresie zarządzania majątkiem obrotowym niż te, które tę wartość powiększają; znacznie gorzej zarządzają zapasami i należnościami, ich cykl operacyjny jest o ponad 60% dłuższy, a cykl środków pieniężnych jest ponaddwukrotnie dłuższy. Przedsiębiorstwa te, mimo iż wolniej płacą za zobowiązania wobec dostawców, to mają gorszą (droższą) strukturę finansowania, a produktywność ich majątku obrotowego jest ponadtrzykrotnie mniejsza. Zjawiska te przekładają się na mniejszą efektywność tych przedsiębiorstw i ich mniejszą wartość. Uprawdopodabnia to stwierdzenie, że złe zarządzanie majątkiem obrotowym wpływa na powstawanie „luki wartości". Słabe efekty badanych przedsiębiorstw w zakresie zarządzania majątkiem obrotowym mogą być wynikiem tego, że w tym obszarze przedsiębiorstwa bardzo rzadko korzystają z naukowo opracowanych metod zarządzania, zdecydowana większość przedsiębiorstw opiera się na intuicji i swoich dotychczasowych doświadczeniach. Przyczyn tego stanu jest wiele, jedną z nich jest to, że rozwiązania proponowane przez naukę mają zbyt ogólny charakter lub często są obarczone takimi ograniczeniami, że ich przydatność w praktyce jest niewielka. Rozwiązania szczegółowe, dostosowane do specyfiki prowadzonej działalności, których oczekują

przedsiębiorstwa są domeną przedsiębiorstw konsultingowych. Jednakże doradztwo w zarządzaniu majątkiem obrotowym nie jest modnym kierunkiem, w związku z czym oferta też jest uboga. Pewne gotowe rozwiązania w zakresie zarządzania majątkiem obrotowym wykorzystujące naukowe metody zarządzania oferują zintegrowane systemy zarządzania takich firm, jak np. SAP i Oracle.

W badanych przedsiębiorstwach dominuje wciąż optyka księgowa, zarówno w bieżącym zarządzaniu, jak i w długookresowej ocenie wyników. Jednym z tego przejawów jest to, że zdecydowana większość przedsiębiorstw nie szacuje kosztu kapitału własnego, większość też nie wie, jaka struktura źródeł finansowania jest dla nich odpowiednia lub dąży do struktury najdroższej, w której dominujący udział miałby kapitał własny. Badane przedsiębiorstwa bardzo rzadko oferują upusty za płatność przed terminem swoim odbiorcom, a umowne terminy płatności rzadko są przestrzegane. Wiele przedsiębiorstw ma niespójną politykę rabatową. Mniej więcej połowa badanych przedsiębiorstw jest niezadowolona z użytkowanych programów do zarządzania majątkiem obrotowym lub nie dysponuje nimi wcale.

W związku z powyższym można uznać, iż z pośród czterech tez pracy dwie o charakterze teoretycznym zostały udowodnione, a dwie weryfikowane w procesie prowadzenia badań są uprawdopodobnione.[276] Przytoczone wnioski wypływające z przeprowadzonych badań uprawdopodobniają hipotezę (III), że *potencjał tkwiący w zarządzaniu majątkiem obrotowym w zakresie kreacji wartości nie jest w wystarczającym stopniu wykorzystywany przez polskie przedsiębiorstwa*.

Konsekwencją błędów w zarządzaniu majątkiem obrotowym (choć to z pewnością nie jest jedyny czynnik) popełnianych przez badane przedsiębiorstwa jest to, że osiągają one słabe wyniki w powiększaniu swojej wartości. Świadczą o tym dwie rzeczy. Po pierwsze w badanym okresie przeciętnie około 49% przedsiębiorstw generowało ujemne wartości parametrów *EVA* i *CVA*, a 53% *CVA* i *CFROI*. Po drugie aż 45% przedsiębiorstw miało ujemną skumulowaną (za cały badany okres), wartość parametrów *EVA* i *CVA*, a aż 64% parametru *CVA*. W związku z tym można uznać, iż hipoteza (IV) mówiąca, że *zbyt dużo polskich przedsiębiorstw nie zwiększa swojej wartości* jest również uprawdopodobniona.

[276] Struktura badanych przedsiębiorstw odbiega od struktury przedsiębiorstw ujętych w statystyce publicznej w związku z tym są pewne różnice między tendencjami wynikającymi z przeprowadzonych badań i danymi statystycznymi z GUS. To skłania autora do nie stawiania kategorycznych wniosków i ostrożnego formułowania sądów. Na marginesie, należy dodać iż również dane zawarte w statystyce publicznej w tym zakresie nie oddają pełnego obrazu polskiej gospodarki, gdyż nie obejmują przedsiębiorstw zatrudniających do 10 osób.

W części teoretycznej pracy dowodzono prawdziwości dwóch hipotez. Za prawdziwością hipotezy (II) mówiącej iż: *przedsiębiorstwo, które chce istnieć i mieć zdolność do pozyskiwania kapitału, musi dbać o wzrost swojej wartości* przemawiały następujące argumenty:[277]

1. Powiększanie wartości przedsiębiorstwa jest ekonomicznym sensem istnienia przedsiębiorstwa, gdyż oznacza, że można pokryć koszt obsługi wszystkich źródeł finansowania,
2. Przedsiębiorstwa, które zwiększają swoją wartość dobrze wykorzystują powierzone im zasoby.
3. Przedsiębiorstwa, które w dłuższym czasie nie zwiększają swojej wartości i nie rokują na zmianę tej sytuacji, marnotrawią powierzone im zasoby (nie zapewniają odpowiedniego zwrotu z zainwestowanego kapitału, a w skrajnych przypadkach zmniejsza się wartość zainwestowanego kapitału) i w konsekwencji czeka je likwidacja lub upadłość.
4. Przedsiębiorstwa zwiększające swoją wartość są mniej podatne na przejęcia, gdyż lepiej wykorzystują swój potencjał w zakresie kreowania wartości, w związku z czym premia za przejęcie, jeśli wystąpi, będzie minimalna (dotyczy to głównie przedsiębiorstw giełdowych).
5. Przedsiębiorstwa zwiększające swoją wartość i wynagradzające właścicieli za powierzony im kapitał mogą łatwiej i taniej pozyskać dodatkowy kapitał na rozwój, zarówno od właścicieli, jak i wierzycieli.
6. Przedsiębiorstwa, które w dłuższym czasie nie zwiększają swojej wartości, są bardziej narażone na likwidację lub upadłość.

Prawdziwość hipotezy (I) mówiącej iż: z*arządzanie majątkiem obrotowym wywiera istotny wpływ na proces kreacji wartości przedsiębiorstwa* udowodniono, wykazując związki między:

1) wartością majątku obrotowego i wartością przedsiębiorstwa wycenianego metodą majątkową,
2) decyzjami podejmowanymi w obszarze majątku obrotowego i ekonomiczną wartością przedsiębiorstwa,
3) efektywnością zarządzania majątkiem obrotowym, a pozytywnymi zmianami wartości takich parametrów jak: *EVA, CVA, SVA* i *CFROI*.

[277] Przy czym chodzi tutaj o wzrost wartości przedsiębiorstwa w związku z prowadzoną działalnością operacyjną, a nie wzrost wartości przez np. emisję nowych akcji czy udziałów.

Aby usprawnić zarządzanie majątkiem obrotowym tak, aby przyczyniało się do zwiększania wartości przedsiębiorstwa, w części postulatywnej pracy zaproponowano modyfikacje narzędzi wykorzystywanych w zarządzaniu majątkiem obrotowym. Propozycje te dotyczyły zwłaszcza metod i narzędzi wykorzystywanych w zarządzaniu majątkiem obrotowym ze względu na koszt kapitału, doprecyzowania istniejących metod i narzędzi wykorzystywanych w zarządzaniu majątkiem obrotowym na potrzeby koncepcji zarządzania wartości oraz sugestii, co do nowych rozwiązań w tym zakresie.

Integracja z UE, a więc wejście do rodziny krajów rozwiniętych gospodarczo, stawia przed nami nowe wyzwania i wymagania. Po okresie spontanicznego kapitalizmu nadchodzi era profesjonalizmu w zarządzaniu. Skończyły się już łatwe rynki, łatwy kapitał, łatwi klienci. Przedsiębiorstwa muszą sięgnąć do wewnętrznych rezerw, aby poszukiwać możliwości poprawy swojej efektywności. W związku z tym nasze przedsiębiorstwa, aby nadążać za gospodarką światową muszą dostosowywać się nowych trendów, aby przysłowie: „mądry Polak po szkodzie” straciło na aktualności.

Spis tabel

Tabela 1.1. Siła oddziaływania poszczególnych czynników na wzrost wartości dla akcjonariuszy 44
Tabela 1.2. Ewolucja popularności kryteriów oceny przedsiębiorstwa 48
Tabela 1.3. Różnice w kształtowaniu zysku księgowego w poszczególnych krajach (w mln ECU) 50
Tabela 2.1.1. Struktura aktywów przedsiębiorstw w Polsce 68
Tabela 2.1.2. Struktura aktywów przedsiębiorstw prywatnych i publicznych w Polsce 69
Tabela 2.1.3. Strategie inwestowania oraz finansowania aktywów bieżących. 81
Tabela 2.1.4. Udział majątku obrotowego w aktywach w zależności od przyjętej strategii 82
Tabela 2.1.5. Udział składników majątku obrotowego w aktywach w zależności od przyjętej strategii 82
Tabela 2.1.6. Źródła finansowania majątku obrotowego w zależności od przyjętej strategii 83
Tabela 2.1.7. Kombinacje strategii zarządzania majątkiem obrotowym 83
Tabela 2.1.8. Konsekwencje przyjętej kombinacji strategii zarządzania majątkiem obrotowym 84
Tabela 2.2.1. Finansowanie zapasów materiałów, produkcji w toku, wyrobów gotowych 92
Tabela 2.2.2. Finansowanie zapasów towarów 92
Tabela 2.2.3. Podstawowe kategorie kosztów związanych z zapasami 94
Tabela 2.2.4. Szacunki kosztów związanych z zapasami 95
Tabela 2.2.5. Udział zapasów w aktywach w zależności od przyjętej strategii 109
Tabela 2.2.6. Struktura zapasów w zależności od przyjętej strategii zarządzania 109
Tabela 2.2.7. Źródła finansowania zapasów w zależności od przyjętej strategii zapasami 109
Tabela 2.2.8. Możliwe kombinacje struktur zapasów i struktur źródeł finansowania zapasów 110
Tabela 2.2.9. Konsekwencje przyjętej strategii zarządzania zapasami 111

Tabela 2.2.10. Wskaźniki wykorzystywane w zarządzaniu zapasami 112
Tabela 2.3.1. Czynności związane z zarządzaniem należnościami realizowane przez poszczególne działy funkcjonalne przedsiębiorstwa 119
Tabela 2.3.2. Zadania zarządzania należnościami i środki ich realizacji 120
Tabela 2.3.3. Wartości dyskryminacyjne w modelu Altmana z 1983 roku 124
Tabela 2.3.4. „Dylemat więźnia" w zarządzaniu należnościami 130
Tabela 2.3.5. Konsekwencje sprzedaży jednorazowej 134
Tabela 2.3.6. Przykład konsekwencji sprzedaży powtarzalnej 135
Tabela 2.3.7. Rodzaje podejmowanych decyzji w dwu skrajnych strategiach zarządzania należnościami 139
Tabela 2.3.8. Konsekwencje podejmowanych decyzji w dwu skrajnych strategiach zarządzania należnościami 140
Tabela 2.3.9. Czynniki składające się na należność i przykładowe źródła ich finansowania 141
Tabela 2.3.10. Źródła finansowania części składowych należność w zależności od przyjętej strategii zarządzania należnościami 141
Tabela 2.3.11. Udział źródeł finansowania w zależności od przyjętej strategii zarządzania należnościami 142
Tabela 2.3.12. Kombinacje zarządzani należnościami i źródłami jego finansowania 143
Tabela 2.3.13. Wskaźniki dotyczące należności 143
Tabela 2.4.1. Wpływ zmienności wpływów i wydatków oraz prawdopodobieństwa trafności określenia wpływów i wydatków na stan środków pieniężnych i ich ekwiwalentów 156
Tabela 2.4.2. Konsekwencje stanów środków pieniężnych przy różnych poziomach zmienności wpływów i wydatków oraz prawdopodobieństwa trafności określenia wpływów i wydatków 156
Tabela 2.4.3. Przykład udziału środków pieniężnych i ich ekwiwalentów w zależności od różnych poziomów zmienności wpływów i wydatków oraz prawdopodobieństwa trafności określenia wpływów i wydatków 157
Tabela 2.4.4. Rachunki niezależne i naliczone dla nich odsetki. Rachunek zero balancing i naliczone dla niego odsetki 166

Tabela 2.4.5. Kombinacje strategii zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami oraz źródłami finansowania 170
Tabela 2.4.6. Struktura środków pieniężnych i ich ekwiwalentów w zależności od przyjętej strategii zarządzania oraz konsekwencje dla uzyskiwanych dochodów 170
Tabela 2.4.7. Struktura majątku i aktywów całkowitych w zależności od przyjętej strategii zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami 170
Tabela 2.4.8. Konsekwencje strategii źródeł finansowania środków pieniężnych i ich ekwiwalentów 171
Tabela 2.4.9. Konsekwencje przyjętej strategii zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami w obszarze źródeł finansowania 171
Tabela 2.4.10. Wskaźniki dotyczące środków pieniężnych i ich ekwiwalentów 172
Tabela 3.1. Metodyka obliczania parametrów wykorzystywanych do mierzenia efektu kreacji wartości przedsiębiorstwa oraz metodyka identyfikacji realizowanej strategii zarządzania majątkiem obrotowym 209
Tabela 3.2. Wyniki ankiety 212
Tabela 3.3. Wpływ realizowanych kombinacji strategii zarządzania majątkiem obrotowym i źródłami jego finansowania na efekt kreacji wartości przedsiębiorstwa oraz płynność finansową 246
Tabela 3.4. Różnice między wynikami przeprowadzonych badań, a danymi statystycznymi z GUS-u 247
Tabela 3.5. Poziomy premii za ryzyko wskazane przez przedsiębiorstwa 250
Tabela 3.6 Częstość wystąpienia dodatnich i ujemnych wartości zysku/straty netto 251
Tabela 3.7. Częstość wystąpienia dodatnich i ujemnych wartości parametru EVA przy trzech poziomach premii za ryzyko 251
Tabela 3.8. Częstość wystąpienia dodatnich i ujemnych wartości parametru CVA przy trzech poziomach premii za ryzyko 252
Tabela 3.9. Częstość wystąpienia dodatnich i ujemnych wartości parametru SVA przy trzech poziomach premii za ryzyko 253
Tabela 3.10. Częstość wystąpienia wartości parametru CFROI wyższych lub niższych od wartości WACC przy trzech poziomach premii za ryzyko 253
Tabela 3.11. Efekty zarządzania majątkiem obrotowym i źródłami jego finansowania w dwóch grupach przedsiębiorstw 276

Tabela 4.1.	Konsekwencje podejmowanych decyzji operacyjnych dla aktywów i pasywów	283
Tabela 4.2.	Uproszczony bilans	285
Tabela 4.3.	Uproszczony rachunek zysków i strat	285
Tabela 4.4.	Uproszczony rachunek przepływów pieniężnych	285
Tabela 4.5.	Struktura finansowania składników majątku obrotowego – wariant I	286
Tabela 4.6.	Struktura finansowania składników majątku obrotowego – wariant II	286
Tabela 4.7.	Koszt źródeł finansowania	286
Tabela 4.8.	Koszt finansowania składników majątku obrotowego – wariant I	286
Tabela 4.9.	Koszt finansowania składników majątku obrotowego – wariant II	287
Tabela 4.10.	Koszt finansowania składników majątku obrotowego w % – wariant I	287
Tabela 4.11.	Koszt finansowania składników majątku obrotowego w % – wariant II	287
Tabela 4.12.	Warianty atrakcyjności terminów płatności dla wierzyciela i dłużnika	293
Tabela 4.13.	Założenia do przykładu	297
Tabela 4.14.	Wynik na sprzedaży w zależności od terminu płatności	297
Tabela 4.15.	Dodatkowe założenia do przykładu	298
Tabela 4.16.	Wynik na sprzedaży w zależności od terminu płatności	298
Tabela 4.17.	Łączna płatność dla kupującego w zależności od terminu płatności	298
Tabela 4.18.	Dane do przykładu	302
Tabela 4.19.	Wartość nominalna i realna należności w czasie	302
Tabela 4.20.	Dane wyjściowe przykładu	303
Tabela 4.21.	Porównanie kosztów związanych z zapasami w trzech wariantach (koszty utrzymania zapasów szacowane na podstawie kosztu kapitału = 9%)	305
Tabela 4.22.	Porównanie kosztów związanych z zapasami w trzech wariantach (koszty utrzymania zapasów szacowane na podstawie kosztu kapitału = 13%)	305
Tabela 4.23.	Porównanie kosztów związanych z zapasami w trzech wariantach (koszty utrzymania zapasów szacowane na podstawie kosztu kapitału = 18,3%)	306
Tabela 4.24.	Konsekwencje przyjętych poziomów analizy wiarygodności kredytobiorcy dla sprzedającego	308

Spis rysunków

Rysunek 1.1. Konsekwencje dla gospodarki zwiększania wartości dla właścicieli przedsiębiorstw 24
Rysunek 1.2. Porównanie konsekwencji w przedsiębiorstwach, które tworzą i nie tworzą wartości dla właścicieli 26
Rysunek 1.3. Podstawowe konsekwencje zmian w wartości przedsiębiorstwa na jego dalsze funkcjonowanie 28
Rysunek 1.4. Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa na tle układu funkcji w przedsiębiorstwie i innych przekrojowych koncepcji zarządzania 30
Rysunek 1.5. Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa na tle zarządzania procesowego przedsiębiorstwie i innych przekrojowych koncepcji zarządzania 31
Rysunek 1.6. Miejsce podstawowych procesów operacyjnych na podstawie łańcucha wartości Portera 32
Rysunek 1.7. Czynniki kształtujące wartość przedsiębiorstwa 35
Rysunek 1.8. Główne składniki kapitału intelektualnego 39
Rysunek 1.9. Czynniki kształtujące wartość przedsiębiorstwa 42
Rysunek 1.10 Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa 42
Rysunek 1.11. Sieć wartości dla akcjonariuszy 43
Rysunek 1.12. Wartość dla właścicieli przedsiębiorstwa 44
Rysunek 1.13. Składniki wartości parametru *EVA* 45
Rysunek 1.14. Zmiany w wartości przedsiębiorstwa a zmiany w wartość akcji / udziałów 47
Rysunek 2.1.1. Relacje między majątkiem obrotowym a aktywami obrotowymi 64
Rysunek 2.1.2. Cykl operacyjny przedsiębiorstwa i cykl konwersji gotówki 73
Rysunek 2.1.3. Cykl operacyjny 75
Rysunek 2.1.4. Nakładanie się cykli obrotowych 76
Rysunek 2.1.5. Współzależność między składnikami majątku obrotowego a źródłami jego finansowania 77
Rysunek 2.2.1. Klasyfikacja zapasów 86

Rysunek 2.2.2. Klasyfikacja kosztów związanych z zapasami 93
Rysunek 2.3.1. Typowe i docelowe obszary zarządzania należnościami 119
Rysunek 2.3.2. Konsekwencje sprzedaży jednorazowej 133
Rysunek 2.3.3. Konsekwencje sprzedaży powtarzalnej 134
Rysunek.2.4.1. Ruch okrężny kapitału 149
Rysunek.2.4.2. Mapa elementów środków pieniężnych i ich ekwiwalentów z punktu widzenia potencjalnego dochodu płynności i ryzyka 150
Rysunek 2.5.1. Wpływ składników majątku obrotowego na wartość majątkową przedsiębiorstwa 175
Rysunek 2.5.2. Wpływ składników majątku obrotowego na wartość ekonomiczną przedsiębiorstwa 176
Rysunek 2.5.3. Wpływ składników majątku obrotowego na wartość parametru EVA 178
Rysunek 2.5.4. Oddziaływanie zapasów na wartość parametru EVA 180
Rysunek 2.5.5. Przykład oddziaływania decyzji podejmowanych w obszarze zarządzania zapasami na wartość parametru EVA 180
Rysunek 2.5.6. Oddziaływanie należności na wartość parametru EVA i CVA 182
Rysunek 2.5.7. Przykład oddziaływania decyzji podejmowanych w obszarze zarządzania należnościami na wartość parametru EVA 182
Rysunek 2.5.8. Oddziaływanie środków pieniężnych i ich ekwiwalentów na wartość parametru EVA i CVA 184
Rysunek 2.5.9. Przykład oddziaływania decyzji podejmowanych w obszarze zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami na wartość parametru EVA 184
Rysunek 2.5.10. Wpływ składników majątku obrotowego na wartość parametru SVA 186
Rysunek 2.5.11. Oddziaływanie zapasów na wartość parametru SVA 187
Rysunek 2.5.12. Przykład oddziaływania decyzji podejmowanych w obszarze zarządzania zapasami na wartość parametru SVA 188
Rysunek 2.5.13. Oddziaływanie należności na wartość parametru SVA 189
Rysunek 2.5.14. Przykład oddziaływania decyzji podejmowanych w obszarze zarządzania należnościami na wartość parametru SVA 189
Rysunek 2.5.15. Oddziaływanie środków pieniężnych i ich ekwiwalentów na wartość parametru SVA 190

Rysunek 2.5.16. Przykład oddziaływania decyzji podejmowanych w obszarze zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami na wartość parametru SVA 191
Rysunek 2.5.17. Wpływ składników majątku obrotowego na wartość parametru CFROI 193
Rysunek 2.5.18. Oddziaływanie zapasów na wartość parametru CFROI 195
Rysunek 2.5.19. Przykład oddziaływania decyzji podejmowanych w obszarze zarządzania zapasami na wartość parametru CFROI 195
Rysunek 2.5.20. Oddziaływanie należności na wartość parametru CFROI 196
Rysunek 2.5.21. Przykład oddziaływania decyzji podejmowanych w obszarze zarządzania należnościami na wartość parametru CFROI 197
Rysunek 2.5.22. Oddziaływanie środków pieniężnych i ich ekwiwalentów na wartość parametru CFROI 198
Rysunek 2.5.23. Przykład oddziaływania decyzji podejmowanych w obszarze zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami na wartość parametru CFROI 199
Rysunek 4.1. Przyporządkowanie składnikom majątku obrotowego źródeł finansowania według kryterium płynności aktywów 282
Rysunek 4.2. Przyporządkowanie składnikom majątku obrotowego źródeł finansowania – drugie spojrzenie 283
Rysunek 4.3. Aktywa i źródła ich finansowania – tradycyjne ujęcie 284
Rysunek 4.4. Aktywa i źródła ich finansowania – ujęcie przyczynowo - skutkowe 284
Rysunek 4.5. Czynniki realnej wartości należności 299
Rysunek 4.6. Informacje wejściowe i wyjściowe systemu ewidencji wg wartości bieżących 318

Spis wykresów

Wykres 1.1. Rozwój akcjonariatu instytucjonalnego 19
Wykres 2.1.1. Struktura majątku obrotowym przedsiębiorstw prywatnych w Polsce 69
Wykres 2.1.2. Dynamika składników majątku obrotowego przedsiębiorstw prywatnych w Polsce rok 1993 = 100% 70
Wykres 2.1.3. Struktura źródeł finansowania majątku obrotowego w przedsiębiorstwach prywatnych w Polsce 70
Wykres 2.1.4. Struktura zobowiązań krótkoterminowych finansujących majątek obrotowy przedsiębiorstwach prywatnych w Polsce 71
Wykres 2.1.5. Wskaźniki rotacji majątku obrotowego, należności i zapasów w przedsiębiorstwach prywatnych w Polsce 71
Wykres 2.1.6. Cykl operacyjny oraz jego składniki okres rotacji należności i okres rotacji zapasów w przedsiębiorstwach prywatnych w Polsce 74
Wykres 2.1.7. Cykl operacyjny oraz jego składniki okres rotacji zobowiązań z tytułu dostaw i usług i cykl konwersji gotówki w przedsiębiorstwach prywatnych w Polsce 75
Wykres 2.2.1. Średni udział zapasów w majątku obrotowym przedsiębiorstw prywatnych w Polsce 90
Wykres 2.2.2. Struktura zapasów przedsiębiorstw prywatnych w Polsce 91
Wykres 2.2.3. Analiza zapasów według metody ABC 97
Wykres 2.2.4. Wyznaczanie optymalnej wielkości zamówienia 100
Wykres 2.2.5. Model poziomu zamawiania 102
Wykres 2.2.6. Model cyklu zamawiania 103
Wykres 2.3.1. Udział należności w aktywach 117
Wykres 2.3.2. Udział należności w aktywach przy dominujących klientach hurtowych 118
Wykres 2.3.3. Poszukiwanie optymalnej wielkości należności 127
Wykres 2.3.4. Optymalna wielkość rabatu 131
Wykres 2.3.5. Przyrost krańcowych kosztów utrzymania należności przy stymulowaniu sprzedaży przez liberalizację polityki kredytowej 142

Wykres 2.3.6. Przychody, należności i koszty utrzymania należności w zależności od przyjętej strategii zarządzania należnościami 142
Wykres 2.3.7. Zmiany w przychodach, kosztach i w zależności od przyjętej strategii zarządzania należnościami 142
Wykres 2.4.1. Zależność wymaganego poziomu środków pieniężnych i ich ekwiwalentów od zmienności wpływów i wydatków 155
Wykres 2.4.2. Zależność wymaganego poziomu środków pieniężnych i ich ekwiwalentów od prawdopodobieństwa trafności określenia wpływów i wydatków 155
Wykres 2.4.3. Zmiany stanu gotówki wg modelu BAT 159
Wykres 2.4.4. Wzrost zapotrzebowania na środki pieniężne a optymalny stan środków pieniężnych 159
Wykres 2.4.5. Ustalenie docelowego zasobu środków pieniężnych 159
Wykres 2.4.6. Zmiany stanu gotówki wg modelu Millera-Orra 161
Wykres 2.4.7. Rozkład wielkości środków pieniężnych i ich ekwiwalentów za pomocą metody Monte Carlo 165
Wykres 2.4.8. Sezonowe zapotrzebowanie na gotówkę 165
Wykres 2.4.9. Docelowy (optymalny) stan środków pieniężnych i ich ekwiwalentów 169
Wykres 3.1. Klasyfikacja badanych przedsiębiorstw ze względu na liczbę zatrudnionych 204
Wykres 3.2. Klasyfikacja badanych przedsiębiorstw ze względu na rodzaj działalności 205
Wykres 3.3. Klasyfikacja badanych przedsiębiorstw ze względu na branżę 205
Wykres 3.4. Klasyfikacja badanych przedsiębiorstw wg czasu funkcjonowania 206
Wykres 3.5. Klasyfikacja badanych przedsiębiorstw ze względu na udział kadry zarządzającej we własności 206
Wykres 3.6. Nadrzędny cel istnienia badanych przedsiębiorstw 215
Wykres 3.7. Opinie badanych przedsiębiorstw na temat oczekiwań właścicieli względem przedsiębiorstw 215
Wykres 3.8. Deklarowane sposoby zarządzania składnikami majątku obrotowego w badanych przedsiębiorstwach 222
Wykres 3.9. Ocena efektywności zarządzania składnikami majątku obrotowego przez badane przedsiębiorstwa 222
Wykres 3.10. Ocena możliwości poprawy efektywności zarządzania składnikami majątku obrotowego przez badane przedsiębiorstwa 222
Wykres 3.11. Deklarowane bariery w poprawie efektywności zarządzania zapasami w badanych przedsiębiorstwach 223

Wykres 3.12. Deklarowane bariery w poprawie efektywności zarządzania należnościami w badanych przedsiębiorstwach 223
Wykres 3.13. Deklarowane bariery w poprawie efektywności zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami w badanych przedsiębiorstwach 223
Wykres 3.14. Deklarowane docelowe strategie finansowania majątku obrotowego badanych przedsiębiorstwach 225
Wykres 3.15. Udział majątku obrotowego w aktywach w badanych przedsiębiorstwach 226
Wykres 3.16. Częstość występowania ponad 50% udziału majątku obrotowego w aktywach w badanych przedsiębiorstwach 226
Wykres 3.17. Udział środków pieniężnych i ich ekwiwalentów w majątku obrotowym w badanych przedsiębiorstwach 227
Wykres 3.18. Udział należności w majątku obrotowym w badanych przedsiębiorstwach 227
Wykres 3.19. Udział zapasów w majątku obrotowym w badanych przedsiębiorstwach 228
Wykres 3.20. Udział zobowiązań krótkoterminowych w finansowaniu majątku obrotowego w badanych przedsiębiorstwach 229
Wykres 3.21. Udział kapitałów stałych w finansowaniu majątku obrotowego w badanych przedsiębiorstwach 229
Wykres 3.22. Częstość występowania ponad 50% udziału kapitałów stałych w finansowaniu majątku obrotowego w badanych przedsiębiorstwach 229
Wykres 3.23. Dynamika zmian mediany majątku obrotowego i jego składników w badanych przedsiębiorstwach 230
Wykres 3.24. Udziały przedsiębiorstw finansujących zmiany majątku obrotowego kapitałami stałymi i zobowiązaniami krótkoterminowymi 231
Wykres 3.25. Dynamika zmian mediany źródeł finansowania majątku obrotowego w badanych przedsiębiorstwach 231
Wykres 3.26. Obrót zapasów w badanych przedsiębiorstwach 232
Wykres 3.27. Częstość występowania obrotu zapasów (>= 30 dniom) w badanych przedsiębiorstwach 233
Wykres 3.28. Obrót należności w badanych przedsiębiorstwach 234
Wykres 3.29. Częstość występowania obrotu należności (>= 30 i 60 dniom) w badanych przedsiębiorstwach 234
Wykres 3.30. Przeciętne rezerwy na należności do sprzedaży przeciętnej w badanych przedsiębiorstwach 235

Wykres 3.31. Przeciętne rezerwy na należności do należności brutto przeciętnych w badanych przedsiębiorstwach 235
Wykres 3.32. Pokrycie długu krótkoterminowego przychodami ze sprzedaży w badanych przedsiębiorstwach 236
Wykres 3.33. Czas płacenia zobowiązań w badanych przedsiębiorstwach 237
Wykres 3.34. Częstość występowania czasu płacenia zobowiązań (>= 30 i 60 dniom) w badanych przedsiębiorstwach 237
Wykres 3.35. Wskaźnik płynności I stopnia w badanych przedsiębiorstwach 239
Wykres 3.36. Częstość występowania wskaźnik płynności I stopnia (na poziomie >= 20%) w badanych przedsiębiorstwach 239
Wykres 3.37. Wskaźnik płynności II stopnia w badanych przedsiębiorstwach 240
Wykres 3.38. Częstość występowania wskaźnik płynności II stopnia na poziomie >= 100% w badanych przedsiębiorstwach 240
Wykres 3.39. Wskaźnik płynności III stopnia w badanych przedsiębiorstwach 241
Wykres 3.40. Częstość występowania wskaźnik płynności III stopnia (na poziomie >= 200%) w badanych przedsiębiorstwach 241
Wykres 3.41. Cykl operacyjny w badanych przedsiębiorstwach 242
Wykres 3.42. Cykl środków pieniężnych w badanych przedsiębiorstwach 243
Wykres 3.43. Cykl środków pieniężnych w relacji do cyklu operacyjnego w badanych przedsiębiorstwach 244
Wykres 3.44. Wskaźnik upłynnienia w badanych przedsiębiorstwach 245
Wykres 3.45. Produktywność majątku obrotowego w badanych przedsiębiorstwach 245
Wykres 3.46. Zmiany w kombinacjach strategii zarządzania majątkiem obrotowym i źródłami jego finansowania w badanych przedsiębiorstwach 247
Wykres 3.47. Zmiany w trzech głównych grupach kombinacji strategii zarządzania majątkiem obrotowym i źródłami jego finansowania w badanych przedsiębiorstwach 247
Wykres 3.48. Częstość wystąpienia dodatnich wielkości parametrów EVA, CVA, SVA, CFROI przy premii za ryzyko na poziomie 8% oraz dodatniego wyniku finansowego netto 254
Wykres 3.49. Częstość wystąpienia ujemnych wielkości skumulowanej realnej wielkości parametru EVA, CVA, SVA przy premii za ryzyko na poziomie 8%. 256
Wykres 3.50. Mediany skumulowanych wartości realnych parametrów EVA, CVA, SVA przy premii za ryzyko na poziomie 8% 257

Wykres 3.51. Struktura przedsiębiorstw, które nie kreują wartości ze względu na rodzaj prowadzącej działalności 258
Wykres 3.52. Struktura przedsiębiorstw, które nie kreują wartości ze względu na rodzaj prowadzącej działalności 258
Wykres 3.53. Struktura przedsiębiorstw, które nie kreują wartości ze względu liczbę zatrudnionych 259
Wykres 3.54. Struktura przedsiębiorstw, które kreują wartości ze względu na rodzaj prowadzącej działalności 259
Wykres 3.55. Struktura przedsiębiorstw, które kreują wartości ze względu na rodzaj prowadzącej działalności 260
Wykres 3.56. Struktura przedsiębiorstw, które kreują wartości ze względu liczbę zatrudnionych 261
Wykres 3.57. Obrót zapasów w przedsiębiorstwach nie generujących wartości. 262
Wykres 3.58. Obrót zapasów w przedsiębiorstwach generujących wartości 262
Wykres 3.59. Częstość występowania obrotu zapasów (>= 30 dniom) w przedsiębiorstwach, które generują i nie generują wartości 263
Wykres 3.60. Obrót należności w przedsiębiorstwach nie generujących wartości 263
Wykres 3.61. Obrót należności w przedsiębiorstwach generujących wartość 264
Wykres 3.62. Częstość występowania obrotu należności (>= 30 i 60 dniom) w przedsiębiorstwach nie generujących wartości 264
Wykres 3.63. Częstość występowania obrotu należności (>= 30 i 60 dniom) w przedsiębiorstwach generujących wartość 264
Wykres 3.64. Czas płacenia zobowiązań w przedsiębiorstwach nie generujących wartości 265
Wykres 3.65. Czas płacenia zobowiązań w przedsiębiorstwach generujących wartość 265
Wykres 3.66. Częstość występowania czasu płacenia zobowiązań (>= 30 i 60 dniom) w przedsiębiorstwach nie generujących wartości 266
Wykres 3.67. Częstość występowania czasu płacenia zobowiązań (>= 30 i 60 dniom) w przedsiębiorstwach generujących wartość 266
Wykres 3.68. Wskaźnik płynności I stopnia w przedsiębiorstwach nie generujących wartości 267
Wykres 3.69. Wskaźnik płynności I stopnia w przedsiębiorstwach generujących wartości 267
Wykres 3.70. Wskaźnik płynności II stopnia w przedsiębiorstwach nie generujących wartości 267

Wykres 3.71. Wskaźnik płynności II stopnia w przedsiębiorstwach generujących wartość 268
Wykres 3.72. Wskaźnik płynności III stopnia w przedsiębiorstwach nie generujących wartości 268
Wykres 3.73. Wskaźnik płynności III stopnia w przedsiębiorstwach nie generujących wartości 268
Wykres 3.74. Wskaźnik cyklu operacyjnego w przedsiębiorstwach nie generujących wartości 269
Wykres 3.75. Wskaźnik cyklu operacyjnego w przedsiębiorstwach generujących wartość 269
Wykres 3.76. Wskaźnik cyklu środków pieniężnych w przedsiębiorstwach nie generujących wartości 270
Wykres 3.77. Wskaźnik cyklu środków pieniężnych w przedsiębiorstwach generujących wartość 270
Wykres 3.78. Cykl środków pieniężnych w relacji do cyklu operacyjnego w przedsiębiorstwach nie generujących wartości 271
Wykres 3.79. Cykl środków pieniężnych w relacji do cyklu operacyjnego w przedsiębiorstwach generujących wartość 271
Wykres 3.80. Wskaźnik upłynnienia w przedsiębiorstwach nie generujących wartości 272
Wykres 3.81. Wskaźnik upłynnienia w przedsiębiorstwach generujące wartość 272
Wykres 3.82. Wskaźnik produktywności majątku obrotowego brutto w przedsiębiorstwach nie generujących wartości 273
Wykres 3.83. Wskaźnik produktywności majątku obrotowego brutto w przedsiębiorstwach generujących wartość 273
Wykres 3.84. Zmiany w kombinacjach strategii zarządzania majątkiem obrotowym i źródłami jego finansowania w przedsiębiorstwach nie generujących wartości 275
Wykres 3.85. Zmiany w kombinacjach strategii zarządzania majątkiem obrotowym i źródłami jego finansowania w przedsiębiorstwach generujących wartość 275
Wykres 3.86. Zmiany w trzech głównych grupach kombinacji strategii zarządzania majątkiem obrotowym i źródłami jego finansowania w przedsiębiorstwach nie generujących wartości 275
Wykres 3.87. Zmiany w trzech głównych grupach kombinacji strategii zarządzania majątkiem obrotowym i źródłami jego finansowania w przedsiębiorstwach generujących wartość 276

Wykres 4.1. Wpływ czasu na nominalną i realną wartość należności wg ujęcia „księgowego” 300
Wykres 4.2. Wpływ czasu na nominalną i realną wartość należności według ujęcia „pieniężnego” 301
Wykres 4.3. Rozkład płatności za należności przy liberalnej i restrykcyjnej analizie wiarygodności kredytowej klienta 309
Wykres 4.4. Poszukiwanie optymalnej wielkości należności (koszty utrzymania należności i dochód) 310
Wykres 4.5. Poszukiwanie optymalnej wielkości należności (przychody i należności) 310
Wykres 4.6. Wpływ analizy kredytowej klientów na przychody i koszty przedsiębiorstwa 311
Wykres 4.7. Wpływ czasu na nominalną i realną wartość środków pieniężnych i ich ekwiwalentów 315

Bibliografia

1. Abt S., Woźniak H., *Podstawy logistyki*, Wydawnictwo PTE, Gdańsk 1993.
2. Altman E., *Financial Ratios Discriminant Analysis and Prediction of Financial Bancruptcy.* "Journal of Finance" , September 1968.
3. Baumol W. J., *The Transactions Demand for Cash: An Inventory Theoretic Approach*, "Quartely Journal of Economics". November 1952, s. 545 – 556
4. Beaver W., *Financial Ratios as Predictors of Faailure, Empirical Research in Accounting.* Dodatek do "Journal of Business Financing and Accounting", January 1967.
5. Benninga S. Z., Sarig O. H., *Finanse przedsiębiorstwa*: Metody wyceny, WIG-Press, Warszawa 2000.
6. Bień W., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Difin Warszawa 2002
7. *Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych* (roczniki 1993 – 2003), Główny Urząd Statystyczny, Warszawa 1994 – 2004.
8. Black A., Wright P., Bachman J., *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2000.
9. Brealey R. A., Myers S. C., *Podstawy finansów przedsiębiorstw*, tom II, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999.
10. Bratnicki M., *Spojrzenie na kapitał intelektualny z punktu widzenia wartości przedsiębiorstwa*, [w:] *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, materiały konferencyjne pod redakcją J. Duraja, Uniwersytet Łódzki, Łódź 1999, s. 33.
11. Brigham E. F., Gapenski L. C., *Zarządzanie finansami*, PWE Warszawa 2000.
12. Bryka-Kita K.: *Szacowanie kosztu kapitału na rynkach międzynarodowych.* [w:] *Czas na pieniądz. Zarządzanie Finansami. Mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw*. tom I. Materiały konferencyjne pod redakcją D. Zarzeckiego, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2003, s. 185 – 196.
13. Bucley C., *Inwestycje zagraniczne, Składniki wartości i ocena. Wykorzystanie teorii opcji rzeczywistych*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.

14. Bughin J., Copeland T. E., *The viruous cycle of shareholder value creation*, "McKinsey Quarterly", 1997 r. nr 2, s.157-167
15. Burchardt R., Hamrol M., *Korekty księgowe w procesie kalkulacji ekonomicznej wartości dodanej*. [w:] Prace naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, w druku, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2004, s. 58 – 73.
16. Cegłowski B.: *Nośniki wartości małych i średnich przedsiębiorstw w warunkach polskich.* [w:] *Nowe tendencje w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa. Aktualny stan i perspektywy rozwoju.* Materiały konferencyjne pod red. E. Urbańczyka,. Uniwersytet Szczeciński. Wydawnictwo Kreos, Szczecin 2003, s. 671 – 680.
17. Chomać E.: *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa kreowane na bazie koncepcji strategicznej (zrównoważonej) karty wyników*. [w:] *Nowe tendencje w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa. Aktualny stan i perspektywy rozwoju.* Materiały konferencyjne pod red. E. Urbańczyka, Uniwersytet Szczeciński, Wydawnictwo Kreos, Szczecin 2003, s. 681 – 690.
18. Ciborski D., *Rzeczpospolita*, z dnia 7 maja 2003, s. 47.
19. Condon J., Goldstein J., *Value Based Management – the Only Way to Manage for Value*, Accountancy Ireland, October 1998, s.10.
20. Copeland T., Koller T., Murrin J., *Unternehmenswert. Metoden und Strategien für eine wertorientierte Unternehmungsfuhrung*, Campus Verlag, Franfurkt/New York 1993.
21. Copeland T., Koller T., Murrin J., *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm*, WIG-Press Warszawa 1997.
22. Cwynar A., Cwynar W., *Jak zmierzyć efekty kreacji wartości dla właścicieli przedsiębiorstwa – przekrój dostępnych możliwości*, Rachukowość zarządcza i controlling nr 7,8 i 9/2000, wersja elektroniczna.
23. Cwynar A., Cwynar W., *Kreacja wartości dla akcjonariuszy na GPW w Warszawie*, [w:] *Zarządzanie finansami. Mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw*, materiały konferencyjne pod redakcją D. Zarzeckiego, Uniwersytet Szczeciński, Warszawa 2003, tom I, s. 200.
24. Cwynar A., Cwynar W., *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej – koncepcje, systemy, narzędzia*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2002
25. Cwynar A., Cwynar W., *Kreacja wartości dla akcjonariuszy na GPW w Warszawie – wstępne wyniki badań*. w: *Czas na pieniądz. Zarządzanie Finansami. Mierzenie*

wyników i wycena przedsiębiorstw. tom I. Materiały konferencyjne pod red. D. Zarzeckiego, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2003, s. 197 – 206.

26. Cwynar W., Cwynar A., *Jak wdrażać EVA^{TM} w praktyce – studium przypadków,*, Rachukowość zarządcza i controlling nr 11, 12/2000, wersja elektroniczna.
27. Cyert R.M., March J. G., *A Behavioural Theory of the Firm*, Blackwell Businss, Cambrige 1992.
28. Cyfert Sz.: *Kreowanie wartości przez organizację w perspektywie teorii firmy.* [w:] *Nowe kierunki w zarządzaniu przedsiębiorstwem – między teorią a praktyką.* Red. H. Jagoda, J. Lichtarski. Prace naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu nr 1014. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2004, s. 25 – 32.
29. Czekaj J., Dresler Z., *Podstawy zarządzania finansami firm*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1996.
30. Czupiał J.: *Menedżerska koncepcja przedsiębiorstwa.* [w:] *Nowe kierunki w zarządzaniu przedsiębiorstwem. Integracja i dezintegracja.* Red. H. Jagoda, J. Lichtarski. Prace naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu 928. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2002, s. 55 – 58.
31. Damodaran A., *Estimating Equity Risk Premiums*, www.stern.nyu.edu, za A. Cwynar, W. Cwynar, *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej*. *Koncepcje Systemy Narzędzia*, Fundacja rozwoju rachunkowości w Polsce, Warszawa 2002, s. 417 – 420.
32. Deluga W., Giętkowska-Abramek D., Iwanow A.P.: *Metodologiczne podstawy wyceny wartości spółek i ich aktywów.* [w:] *Czas na pieniądz. Zarządzanie Finansami. Mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw*. tom I. Materiały konferencyjne pod red. D. Zarzeckiego, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2003, s. 207 – 214.
33. *Demystifying EVA and EVA Implementation*, Fingan & Company LLC, Icelandic Managment Association Conference on EVA®, November 1999.
34. Dimson E., Marsh P., Staunton M., *Century of Investment Returns*, ABN-Amro/LBS, 2000.
35. Dobija D., *Jak mierzyć i sprawozdawać kapitał ludzki i intelektualny firmy*. [w:] Czas na pieniądz. Zarządzanie Finansami. Mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw. tom I. Materiały konferencyjne pod red. D. Zarzeckiego, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2003, s. 215 – 234.
36. Dobija D.: *Jak mierzyć i sprawozdawać kapitał ludzki i intelektualny firmy.* [w:] *Czas na pieniądz. Zarządzanie Finansami. Mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw*. tom I.

Materiały konferencyjne pod red. D. Zarzeckiego, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2003, s. 215 – 234.

37. Dobija M.: *Stopa procentowa a stopa zwrotu z kapitału. W poszukiwaniu prawa natury.* [w:] *Czas na pieniądz. Zarządzanie Finansami. Mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw*. tom II. Materiały konferencyjne pod red. D. Zarzeckiego, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2003, s. 19 – 34.
38. Doktór K.: *Zarządzanie jako proces od wartości do efektywności.* [w:] *Nowe tendencje w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa. Aktualny stan i perspektywy rozwoju.* Materiały konferencyjne pod red. E. Urbańczyka. Uniwersytet Szczeciński. Wydawnictwo Kreos, Szczecin 2003, s. 45 – 56.
39. Driscoll P., *Value Builder: Enhancing Shareholder Value, Warsaw Corporate Center 1997.*
40. Drucker P. F., *Zarządzanie w XXI wieku*, Muza Warszawa 2000.
41. Dudek M.: *Liberalizacja przepływów kapitałowych, wartość przedsiębiorstwa i wzrost gospodarczy.* [w:] *Nowe tendencje w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa. Aktualny stan i perspektywy rozwoju.* Materiały konferencyjne pod red. E. Urbańczyka. Uniwersytet Szczeciński. Wydawnictwo Kreos, Szczecin 2003, s. 691 – 702.
42. Dudycz T.: *Behavioralne finanse a wartość przedsiębiorstwa.* [w:] *Czas na pieniądz. Zarządzanie Finansami. Mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw*. tom I. Materiały konferencyjne pod red. D. Zarzeckiego, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2003, s. 225 – 244.
43. Dudycz T., *Finansowe narzędzia zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2001.
44. Dudycz T. Szymański P.: *Integratywny charakter koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa.* [w:] *Nowe kierunki w zarządzaniu przedsiębiorstwem. Integracja i dezintegracja.* Red. H. Jagoda, J. Lichtarski. Prace naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu nr 928. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2002, s. 59 – 68.
45. Dudycz T., Szymański P.: *Korygowanie informacji księgowych na potrzeby szacowania ekonomicznej wartości dodanej*. [w:] Prace naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, w druku, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2004, s. 83 – 97.
46. Dudycz T. Szymański P.: *Praktyczne problemy stosowania koncepcji zarządzania wartością – VBM.* [w:] *Nowe kierunki w zarządzaniu przedsiębiorstwem – między teorią*

a praktyką. Red. H. Jagoda, J. Lichtarski. Prace naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu nr 1014. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2004, s. 235 – 244.

47. Dudycz T., Szymański P., Pomiar wartości dodanej dla akcjonariuszy. [w:] *Inwestycje i ubezpieczenia – tendencje światowe a polski rynek, pod redakcją*: K. Jajugi i W. Ronka-Chmielowiec. Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu nr 991, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu 2003, s. 107 – 117.
48. Dudycz T., Szymański P., *Pomiar wartości dodanej dla akcjonariuszy - SVA.* [w:] *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania,*. Materiały Konferencji Naukowej Uniwersytetu Łódzkiego i Szkoły Wyższej w Płocku pod redakcją: J. Duraja, Wydawnictwo Naukowe Novum sp. z o.o. Płock - Łódź 2003, tom IV, s. 45 – 64.
49. Duliniec A., Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.
50. Duraj J., *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, PWE, Warszawa 1996.
51. Duraj J.: *Wymiary analityczne społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstwa.* [w:] *Nowe kierunki w zarządzaniu przedsiębiorstwem – między teorią a praktyką.* Red. H. Jagoda, J. Lichtarski. Prace naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu nr 1014. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2004, s. 33 – 41.
52. Dyduch J.: *Zarządzanie zapasami a wartość przedsiębiorstwa.* [w:] *Nowe tendencje w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa. Aktualny stan i perspektywy rozwoju.* Materiały konferencyjne pod red. E. Urbańczyka. Uniwersytet Szczeciński. Wydawnictwo Kreos, Szczecin 2003, s. 441 – 448.
53. Encyklopedia pwn.pl. Atlas historyczny, Wydawnictwo Naukowe PWN, Wrocław – Warszawa 2002.
54. Eng L. L., Li S., Mak Y. T., *Trends in Earnings, Book Value and Stock Price Relationships: An International Study*, 20 December 1999, http//ssrn.papers.com
55. *Europe's New Capitalists*, "Fortune", Feb 15, 1999, s.104
56. Fedak Z., *Zasady wyceny aktywów i pasywów bilansu oraz ustalenia wyniku finansowego*. W: *Rachunkowość. Zamknięcie roku 2002*. Rachunkowość Sp. z o.o. Warszawa 2002.
57. Fedorowicz Z., *Finanse przedsiębiorstwa*, Poltext, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2000.

58. Fierla A. *Szacowanie kosztu kapitału.* [w:] *Czas na pieniądz. Zarządzanie Finansami. Mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw*. tom I. Materiały konferencyjne pod red. D. Zarzeckiego, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2003.
59. Gajdka J., Stos D., *Wykorzystanie analizy dyskryminacyjnej w ocenie kondycji finansowej przedsiębiorstw*. Praca zbiorowa pod red. R. Borowieckiego, Akademia Ekonomiczna w Kra*kowie* – TNOiK Oddział w Krakowie, Kraków 1996.
60. Gallinger G., Healey B., *Liquidity Analysisi and Management,* Addison-Wesley, Menlo Park 1991.
61. Gąsior A., *EVA jako miernik wykreowanej dodanej wartości operacyjnej przedsiębiorstwa.* [w:] *Nowe tendencje w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa. Aktualny stan i perspektywy rozwoju.* Materiały konferencyjne pod red. E. Urbańczyka, Uniwersytet Szczeciński. Wydawnictwo Kreos, Szczecin 2003, s. 749 – 756.
62. Gątarek D., Maksymiuk R., Krysiak M., Witkowski Ł., *Nowoczesne metody zarządzania ryzykiem finansowym*. WIG-Press, Warszawa 2001.
63. Gierusz J., *Plan kont z komentarzem, handel, produkcja, usługi,* Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr Sp. z o.o., Gdańsk 2002.
64. Gliński A., Kuc B. R., Fołtyn H., *Menedżeryzm, strategie, zarządzanie,* Wydawnictwo Key Text Warszawa 2000.
65. Gliński B., Kuc B.R., Fołtyn H., *Menedżeryzm, strategie, zarządzanie.* Wydawnictwo Key Text, Warszawa 2000.
66. Goizueta R.C., *The Real Essence of Business: Create Value for Your Owners,* "Vital Speeches Of The Day" nr 63/1997,.
67. Górecka-Przybycień A., *Zarządzanie środkami pieniężnymi w przedsiębiorstwie.* [w:] *Nowe tendencje w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa. Aktualny stan i perspektywy rozwoju.* Materiały konferencyjne pod red. E. Urbańczyka. Uniwersytet Szczeciński. Wydawnictwo Kreos, Szczecin 2003, s. 195 – 210.
68. Grajkowski Z., *Koszt kapitału własnego w procesie wyceny wartości firmy.* [w:] *Nowe tendencje w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa. Aktualny stan i perspektywy rozwoju.* Materiały konferencyjne pod red. E. Urbańczyka, Uniwersytet Szczeciński. Wydawnictwo Kreos, Szczecin 2003, s. 757 – 770.
69. Gregory H. J., *Good corporate governance gives US companies competotove adventage, Directorship,* January 2001, vol. 27 Issue 1, s. 9,
70. Groth J.C., Anderson R.C., *Capital Structure: Perspectives for Managers,* "Management Decisions" 1997, nr 35/6.

71. Gruszecki T., Współczesne teorie przedsiębiorstwa, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.
72. Hadasik D., *Upadłość przedsiębiorstw w Polsce i metody jej prognozowania.* Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, Poznań 1998.
73. Haley C., Schall L., The Theory of Financial Decisions. Mc Graw-Hill, New York 1973, s. 306 – 311.
74. Hamrol M., Szyszka A., *Strategie zarządzania kapitałem obrotowym*, [w:] *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, redakcja naukowa J. Duraj, Uniwersytet Łódzki, Łódź 1999.
75. Haspeslagh P., Nodo T., Boulos F., *It's Not Just About the Numbers*, Harvard Business Review nr 7-8 /2001 za: *Zarządzanie na świecie, Jak osiągnąć korzyści przez Value - Based – Management*, s.32
76. Haus B., *Czy racjonalne działania zapewniają efektywność.* [w:] Prace naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, praca w druku, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2004, s. 194 – 201.
77. Hauser M., *Gospodarka przedsiębiorstwa zorientowana na wartość*, Rachukowość zarządcza i controlling nr 10/2000, wersja elektroniczna.
78. Hazel J., Ocena projektów inwestycyjnych - maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa, Liber, Warszawa 2000.
79. Helfert E. A., Techniki analizy finansowej, PWE, Warszawa 2004.
80. Herman A.: *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa w gospodarce opartej na wiedzy (niektóre dylematy badawcze).* [w:] *Nowe tendencje w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa. Aktualny stan i perspektywy rozwoju.* Materiały konferencyjne pod red. E. Urbańczyka, Uniwersytet Szczeciński. Wydawnictwo Kreos, Szczecin 2003, s. 89 – 100.
81. Hill N., Sartoris W., *Short – term Financial Management*, Prentice Hall, Englewood Cliffs 1995.
82. Hołda A., *Wykorzystanie analizy dyskryminacyjnej do prognozy upadłości spółek rynku kapitałowego.* Nasz Rynek Kapitałowy 2002, nr 11.
83. Jajuga K.: *Wartość i ryzyko przedsiębiorstwa a informacje finansowe – niektóre współczesne problemy.* [w:] *Czas na pieniądz. Zarządzanie Finansami. Mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw*. tom I. Materiały konferencyjne pod red. D. Zarzeckiego, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2003, s. 283 – 292.

84. Jerzemowska M., *Niemiecki model nadzoru korporacyjnego*, [w:] *Zarządzanie finansami. Cele – organizacja – narzędzia*, Materiały konferencyjne pod redakcją D. Zarzeckiego, Uniwersytet Szczeciński, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2001, tom I, s. 281 – 292.
85. Jeżak J., Koncepcja *Shareholder value oraz jej wpływ na proces zarządzania przedsiębiorstwem*, [w:] *Nowe kierunki w zarządzaniu przedsiębiorstwem – ciągłość i zmiana*, pod red. H. Jagoda, J. Lichtarski, Materiały konferencyjne; s. 161
86. Jeżak J.: *Wartość dla właścicieli jako kategoria integrująca proces zarządzania przedsiębiorstwem.* [w:] *Nowe kierunki w zarządzaniu przedsiębiorstwem. Integracja i dezintegracja.* Red. H. Jagoda, J. Lichtarski. Prace naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu nr 928, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2002, s. 59 – 68.
87. Jędrzejczyk M.: *Wartość godziwa miarą wartości przedsiębiorstwa.* [w:] *Czas na pieniądz. Zarządzanie Finansami. Mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw*. tom I. Materiały konferencyjne pod red. D. Zarzeckiego, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2003, s. 303 – 310.
88. Johnston R., Chambers S., Parland Ch., Harrisom A., Snack N., *Zarządzanie działalnością operacyjną. Analiza przypadków*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.
89. Jopek A., *Cyrkulacja kapitału obrotowego. Zarys zagadnienia.* [w:] *Nowe tendencje w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa. Aktualny stan i perspektywy rozwoju.* Materiały konferencyjne pod red. E. Urbańczyka. Uniwersytet Szczeciński. Wydawnictwo Kreos, Szczecin 2003, s. 217 – 222.
90. Juzwiszyn J., Rybicki W., Smoluk A.: *O definicji efektywności rozważania nad celowością w naturze i rozwoju*. [w:] Prace naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Praca w druku, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2004, s. 231 – 236.
91. Kaczmarek B.: *Kapitał intelektualny a wartość przedsiębiorstwa.* [w:] *Nowe tendencje w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa. Aktualny stan i perspektywy rozwoju.* Materiały konferencyjne pod red. E. Urbańczyka. Uniwersytet Szczeciński. Wydawnictwo Kreos, Szczecin 2003, s. 333 – 340.
92. Kay J., Podstawy sukcesu firmy, PWE Warszawa 1996.
93. Kester C. W., *Capital and Ownership Structure: A Comparison of United States and Japanese Manufacturing Corporations*, "Financial Management" 1986, nr 15.

94. Kim Ch., Mauer D., Sherman A., *The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence*, "Journal of Financial and Quantitative Analysis", 1998, nr 3. 7
95. Kim C., Mauer D. C., Sherman A. E., *The determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence.* "Journal of Financial and Quantitative Analysis" 1998, Vol. 33, nr. 3.
96. Knight J. A., Value based management, McGraw Hill, New York 1997
97. Kowalik M.: *Kapitał obrotowy jako determinanta wartości dla akcjonariuszy.* [w:] *Nowe tendencje w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa. Aktualny stan i perspektywy rozwoju.* Materiały konferencyjne pod red. E. Urbańczyka. Uniwersytet Szczeciński. Wydawnictwo Kreos, Szczecin 2003, s. 461 – 470.
98. Krajewski M., *Kierunki analizy struktury majątku obrotowego w przedsiębiorstwie,* [w:] Materiały Konferencji Naukowej: *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, pod red. Jana Duraja, KAiSP Łódź 1998, s.519.
99. Krzemińska D., *Finanse przedsiębiorstw,* Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej, Poznań 2002.
100. Krzyżaniak S., *Podstawy zarządzania zapasami w przykładach,* Biblioteka Logistyka, Poznań 2002.
101. Lannoo K., *A European Perspective on Corporate Governance*. "Journal of Common Market Studies", June 1999, Vol. 37, No. 2, s. 269 – 94.
102. Leahigh D. J., *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa 1999.
103. Lerner E. M., *Simulating a Cash Budget.* [w:] "Readings on Management of Working Capital", pod red. K. V. Smitha, West, St. Paul, Minneapolis 1980.
104. Machała R., *Zarządzanie gotówką,* Rachukowość zarządcza i controlling nr 8/2000, wersja elektroniczna.
105. Majdzik W. A., *Ewa czy Mewa: kapitał też kosztuje*, „Rzeczpospolita" 1996, nr 243
106. Marcinkowska M., Kształtowanie wartości firmy, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000.
107. Mączyńska E., Pietrewicz L.: *Zarządzanie wartością przedsiębiorstw – aspekty własnościowe (wyniki badań).* [w:] *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a struktura akcjonariatu*, Praca zbiorowa, CeDeWu Warszawa 2001, s. 19 – 34.
108. Mączyńska E., Zawadzki M., *Tyle menedżerom, ile warte są ich firmy,* „Rzeczpospolita" nr 259, 1998
109. Mączyńska E.: *Ocena kondycji przedsiębiorstwa (uproszczone metody),* „Życie gospodarcze", nr 38, 1994.

110. McClure K. G., Clayton R., Hofler R. A., *International Capital Structure Differences Among the G7 Nations: a Current Empirical View*, "The European Journal of Finance" 1999 nr 5, s. 141 –164.
111. Michalski M., Zarządzanie przez wartość. Firma z perspektywy interesów właścicielskich, WIG-Press, Warszawa 2001.
112. Michnik J., *Optymalizacja zarządzania płynnością w przedsiębiorstwie.* [w:] *Nowe tendencje w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa. Aktualny stan i perspektywy rozwoju.* Materiały konferencyjne pod red. E. Urbańczyka. Uniwersytet Szczeciński. Wydawnictwo Kreos, Szczecin 2003, s. 229 – 236.
113. *Międzynarodowe Standardy Rachunkowości 1999*, International Accounting Standards Committee, London 1999.
114. Mills R. W., Weinstein B., *Zarządzanie wartością firmy – jak pogodzić perspektywy udziałowców i pozostałych interesariuszy?* www.az.com.pl/biblioteka/mills.html
115. Mioduchowska-Jaroszewicz E.: *Wartość poznawcza gotówkowej wartości dodanej (CVA) w ocenie wypłacalności przedsiębiorstw*. Prace naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Praca w druku,Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2004, s. 384 – 392.
116. Napiórkowski S., *Ocena parametrów wycen dokonanych metodą DCF na przykładzie polskiego rynku kapitałowego*, [w:] *Zarządzanie finansami, mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw*, praca zbiorowa pod redakcją: D. Zarzeckiego, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2003, tom I, s.337 – 348.
117. Nowicki J., *Ograniczenia informacyjne w procesie kalkulacji ekonomicznej wartości dodanej (EVA).* [w:] Prace naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu Praca w druku, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2004, s. 401 – 413.
118. Nowicki J., *Rynkowa wartość dodana jako miernik wartości dla akcjonariuszy.* [w:] *Nowe tendencje w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa. Aktualny stan i perspektywy rozwoju.* Materiały konferencyjne pod red. E. Urbańczyka. Uniwersytet Szczeciński. Wydawnictwo Kreos, Szczecin 2003, s. 827 – 836.
119. *OFE będą działać w porozumieniu*, „Parkiet" 8 marca 2002.
120. Ohno T., Setsuo M., *Just-in-Time. For Today and Tomorrow*. Productivity Press, Cambridge, Massachusetts 1998.
121. Okunev J., Wilson P., *What is an Appropriate Value of the Equity Risk Premium*, "The Journal of Investing", jesień 1999., s.74-79.

122. Organization for Economic Co-operation and Development, "*Guidelines and instructions for OECD symposium*" International Symposium Measuring and Reporting Intellectual Capital: Experiences, Issues, and Prospects, June 1999, OECD, Amsterdam, Paris.
123. Peck S., Ruigrok W., *Hiding Behind the Flag? Prospects for Change in German Corporate Governance*. "European Management Journal", vol. 18, No. 4/2000, s. 420 – 430.
124. Peszko A.: *Nadzór korporacyjny w procesie zarządzania wartością przedsiębiorstwa.* [w:] *Nowe tendencje w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa. Aktualny stan i perspektywy rozwoju*. Materiały konferencyjne pod red. E. Urbańczyka. Uniwersytet Szczeciński. Wydawnictwo Kreos, Szczecin 2003, s. 391 – 400.
125. Pierścionek Cz., Sarjusz-Wolski Z., *Logistyka w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 1999.
126. Pioch J., *Corporate governance w teorii i praktyce*, [w:] *Zarządzanie finansami. Cele – organizacja – narzędzia*, Materiały konferencyjne pod redakcją D. Zarzeckiego, Uniwersytet Szczeciński, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2001, tom I, s. 188.
127. Piotrowska M., *Finanse spółek. Krótkoterminowe decyzje finansowe,* Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 1997.
128. Pluta W.: *Iteracyjna metoda szacowania optymalnej struktury kapitałów.* [w:] *Czas na pieniądz. Zarządzanie Finansami. Mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw*. tom II. Materiały konferencyjne pod red. D. Zarzeckiego, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2003, s. 217 – 222.
129. *Podstawy nauki o przedsiębiorstwie*, praca zbiorowa pod redakcją J. Lichtarskiego, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2003.
130. Rapapport A., *Shareholder Value – Wertsteigerung als Massstab für die Unternehmensführung,* Schäffer – Poeschel Verlag, Stuttgart 1995, s. 3.
131. Rapapport A., *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menadżera i inwestora*, WIG-Press, Warszawa 2000.
132. Ribera J., *The Just-in-Time Production System,* IESE, Barcelona – Madrid 1990.
133. Ross S. A., Westerfield R. W., Jordan B. D., *Finanse przedsiębiorstw*, Dom wydawniczy ABC, Warszawa 1999.
134. Rutkowski A., *Zarządzanie finansami,* PWE, Warszawa 2000.

135. Sarjusz -Wolski Z. *Strategia zarządzania zaopatrzeniem, praktyka logistyki biznesu,* Placet Agencja Wydawnicza, Warszawa 1998.
136. Sarjusz-Wolski Z., *Sterowanie zapasami w przedsiębiorstwie,* PWE, Warszawa 2000.
137. Sawicki J.: *Ubezpieczenie kredytu kupieckiego jako sposób zabezpieczenia przedsiębiorstwa przed ryzykiem utraty płynności finansowej.* [w]: *Nowe tendencje w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa. Aktualny stan i perspektywy rozwoju.* Materiały konferencyjne pod red. E. Urbańczyka. Uniwersytet Szczeciński. Wydawnictwo Kreos, Szczecin 2003, s. 251 – 264.
138. Shim J. K., Siegel J. G., *Dyrektor finansowy,* Dom wydawniczy ABC, Kraków 2001
139. Siegel J. G., Shim J. K., Hartman S. W., *Przewodnik po finansach,* Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999.
140. Sierpińska M., Nesterak J., *Strategie finansowania majątku obrotowego przedsiębiorstw,* [w:] Materiały Konferencji Naukowej: *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, pod red. J. Duraja, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 1996.
141. Sierpińska M., *Poziom kapitału obrotowego w branżach notowanych na GPW w Warszawie,* „Wiadomości Gospodarcze Penetrator" 1995, nr 6.
142. Sierpińska M., Wędzki D., *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie,* Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.
143. Simpson D.: *Znaczenie kapitału intelektualnego w tworzeniu wartości przedsiębiorstwa.* [w:] *Nowe tendencje w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa. Aktualny stan i perspektywy rozwoju.* Materiały konferencyjne pod red. E. Urbańczyka. Uniwersytet Szczeciński. Wydawnictwo Kreos, Szczecin 2003, s. 401 – 414.
144. Siudak M., Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa, Oficyna Wydawnicza Politechniki Warszawskiej, Warszawa 2001.
145. Skoczylas W. Niemiec A.: *Nowe mierniki w ocenie bieżącej rentowności przedsiębiorstw*. [w:] *Czas na pieniądz. Zarządzanie Finansami. Mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw*. tom I. Materiały konferencyjne pod red. D. Zarzeckiego, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2003, s. 139 – 148.
146. Skoczylas W., Ocena przydatności dotychczas stosowanych mierników w zarządzaniu wartością firmy, [w:] Materiały konferencyjne *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, pod redakcją J. Duraja, Uniwersytet Łódzki, Łódź 1997, s. 281.
147. Skowronek Cz., *Analiza wpływu procesu zakupu i gospodarowania materiałami na wyniki finansowe. „*Gospodarka Materiałowa i Logistyka" nr 5/1999, s 119.

148. Skowronek Cz., Sarjusz-Wolski Z., *Logistyka w przedsiębiorstwie,* PWE, Warszawa 1999.
149. Smith G., *Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów,* Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1954.
150. Smithson Ch. W., Smith C. W., Wilford Jr., D. S., *Zarządzanie ryzykiem finansowym, instrumenty pochodne, inżynieria finansowa I maksymalizacja wartości,* Dom Wydawniczy ABC, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2000.
151. Sokołowska A.: *Zarządzanie kapitałem intelektualnym a zarządzanie wiedzą – integracja i dezintegracja.* [w:] *Nowe kierunki w zarządzaniu przedsiębiorstwem. Integracja i dezintegracja.* Red. H. Jagoda, J. Lichtarski. Prace naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu 928. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2002, s. 150 – 156.
152. Stankiewicz M. J., *Konkurencyjność przedsiębiorstwa. Budowanie konkurencyjności przedsiębiorstwa w warunkach globalizacji*, Dom Organizatora Toruń 2002.
153. Stepnowski R., *Bankowa ekonomiczna wartość dodana*, „Parkiet – Gazeta Giełdy. Polski Rynek Kapitałowy" (dodatek) 1997/1998
154. *Stocks, Bonds, Bills and Inflation Yearbook*, 1993, Ibboston Associates, Chicago
155. Stos D., Gajdka J.: *Ocena kondycji finansowej polskich spółek publicznych w okresie 1998 – 2001.* [w:] *Czas na pieniądz. Zarządzanie Finansami. Mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw*. tom I. Materiały konferencyjne pod red. D. Zarzeckiego, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2003, s. 149 – 162.
156. *Strategia Lizbońska – droga do sukcesu zjednoczonej Europy.* Urząd Komitetu Integracji Europejskiej, Gdańsk 2002.
157. *Strategia wzrostu wartości firmy,* praca zbiorowa pod redakcją A. Szablewskiego, Poltex, Warszawa 2002.
158. Susmarski S.: *Controlling w procesie zarządzania zapasami.* [w:] *Czas na pieniądz. Zarządzanie Finansami. Mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw*. tom II. Materiały konferencyjne pod red. D. Zarzeckiego , Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2003, s. 233 – 232.
159. S. Susmarski, *Zarządzanie zapasami w cotrollingu finansowym.,* Centrum Rozwoju Rachunkowości i Finansów. http://www.crrif.ckl.com.pl/Expert/zarzadzanie_zapasami.htm
160. Szablewski A., *Istota zarządzania wartością firmy,* Podyplomowe Studium Zarządzania Wartością Firmy – VI Edycja, maszynopis powielony, Warszawa 2001.

161. Szczęsna-Urbaniak A.: *Ryzyko jako element kształtowania struktury kapitałowej przedsiębiorstwa.* [w:] Prace naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, praca w druku, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2004, s. 550 – 563.
162. Szopa A.: *Zarządzanie należnościami w przedsiębiorstwie w warunkach ryzyka.* [w:] *Czas na pieniądz. Zarządzanie Finansami. Mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw,* tom I. Materiały konferencyjne pod red. D. Zarzeckiego, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2003, s. 633 – 637.
163. Szymański P., *Strategie majątkiem obrotowym i kapitałem obrotowym brutto na tle cyklu życia przedsiębiorstwa,* [w:] *Zarządzanie finansami. Cele – organizacja – narzędzia*, Materiały konferencyjne pod redakcją D. Zarzeckiego, Uniwersytet Szczeciński, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2001, tom II, s. 219 – 228.
164. Szymański P., *Strategie finansowania działalności przedsiębiorstw*, [w:] *Strategie przedsiębiorstw z udziałem zagranicznym w Polsce*, pod red. J. Czupiała, Wydawnictwo AE we Wrocławiu, Wrocław 2000, s. 48 – 54.
165. Szymański P., *Zarządzanie zapasami w kontekście zarządzania wartością przedsiębiorstwa,* [w:] *Czas na pieniądz. Zarządzanie Finansami. Mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw*, tom I. Materiały konferencyjne pod red. D. Zarzeckiego, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2003, s. 163 – 172.
166. Szymański P., *Źródła finansowania przedsiębiorstw z kapitałem zagranicznym– wyniki badań*, [w:]*Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, Materiały konferencyjne, *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym,* Łódź – Spała, Uniwersytet Łódzki 1999.
167. Świtała Sz., Biwan A.: *Ekonomiczna wartość dodana (EVA) jako podstawa motywacyjnego planu wynagrodzeń w celu tworzenia wartości przedsiębiorstwa.* [w:] *Nowe tendencje w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa. Aktualny stan i perspektywy rozwoju.* Materiały konferencyjne pod red. E. Urbańczyka. Uniwersytet Szczeciński. Wydawnictwo Kreos, Szczecin 2003, s. 617 – 624.
168. *Uniwersalny słownik języka polskiego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003.
169. Urbańczyk E., Szczęsna-Urbaniak A.: *Struktura kapitałowa spółki w aspekcie wzrostu jej efektywności.* [w:] *Nowe tendencje w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa. Aktualny stan i perspektywy rozwoju.* Materiały konferencyjne pod red. E. Urbańczyka. Uniwersytet Szczeciński. Wydawnictwo Kreos, Szczecin 2003, s. 625 – 638.

170. *Value Based Management: The growing importance of shareholder value in Europe*, A European Research Report, KPMG, 1999.
171. Waśniewski T., Skoczylas W., *Teoria i praktyka analizy finansowej w przedsiębiorstwie*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce Warszawa 2002, s. 373.
172. Waters D., *Zarządzanie operacyjne. Towary i usługi,* Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.
173. Wawrzyniak B.: *Odnawianie przedsiębiorstwa. Na spotkanie XXI wieku.* Poltex, Warszawa 1999.
174. Wędzki D., *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa – przepływy pieniężne a wartość dla właścicieli*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2002.
175. Wiśniewska J., Pajewski L.: *Zarządzanie strategiczne zasobami ludzkimi w procesie kształtowania wartości przedsiębiorstwa.* [w:] *Nowe tendencje w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa. Aktualny stan i perspektywy rozwoju.* Materiały konferencyjne pod red. E. Urbańczyka. Uniwersytet Szczeciński. Wydawnictwo Kreos, Szczecin 2003, s. 429 – 439.
176. Witkowski J., *Just-in-Time – mity i rzeczywistość*. „Gospodarka Materiałowa i Logistyka" nr 9/1998, s 181 –185.
177. Włoszczowski B.: *O zależności wartości firmy od kosztu kapitału.* [w:] *Czas na pieniądz. Zarządzanie Finansami. Mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw*. tom I. Materiały konferencyjne pod red. D. Zarzeckiego, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2003, s. 369 – 377.
178. Wrzosek S.: *Znaczenie efektywności ekonomicznej w procesach decyzyjnych przedsiębiorstw*. [w:] Prace naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, praca w druku, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2004, s. 588 – 592.
179. Wysłocka E., Bartkowiak P.: *Udział analizy ekonomicznej w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa.* [w:] *Nowe tendencje w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa. Aktualny stan i perspektywy rozwoju.* Materiały konferencyjne pod red. E. Urbańczyka. Uniwersytet Szczeciński. Wydawnictwo Kreos, Szczecin 2003, s. 167 – 179.
180. *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a struktura akcjonariatu*, Praca zbiorowa, CeDeWu, Warszawa 2001.
181. Zarzecki D., *Koszt kapitału a wartość przedsiębiorstwa*, [w]: praca zbiorowa pod redakcją J. Duraja, *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*, Wydawnictwo Naukowe Novum Płock 2002, s. 111.

182. Zarzecki D., *Analiza dyskryminacyjna jako metoda oceny zagrożenia bankructwem.* [w:] *Czas na pieniądz. Zarządzanie Finansami. Mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw*. tom I. Materiały konferencyjne pod red. D. Zarzeckiego, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2003, s. 173 – 182.