

## 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?	<ul style="list-style-type: none"> <li>• zysk - 24,1%</li> <li>• udział w rynku, wzrost sprzedaży - 14,5%</li> <li>• wzrost wartości przedsiębiorstwa - 13,3%</li> <li>• brak odpowiedzi - 16,9%</li> <li>• przetrwanie - 4,8%</li> <li>• klienci - 4,8%</li> <li>• rozwój - 8,4%</li> <li>• rentowność - 4,8%</li> <li>• miejsca pracy - 2,4%</li> <li>• inne - 6,0%</li> </ul>
2. Które cele są najważniejsze dla Państwa przedsiębiorstwa? <input type="checkbox"/> maksymalizowanie zysku (księgowego) <input type="checkbox"/> maksymalizowanie rentowności kapitału własnego <input type="checkbox"/> zwiększanie wartości przedsiębiorstwa <input type="checkbox"/> kreowanie wartości dla właścicieli przedsiębiorstwa (dywidendy) <input type="checkbox"/> zwiększanie sprzedaży <input type="checkbox"/> zwiększanie udziału w rynku <input type="checkbox"/> pokonanie konkurencji <input type="checkbox"/> inne: .....	<p>12,4%</p> <p>9,8%</p> <p>17,8%</p> <p>11,3%</p> <p>21,0%</p> <p>16,2%</p> <p>6,5%</p> <p>5,0%</p>
3. Czy w przedsiębiorstwie szacowany jest koszt kapitału własnego? <input type="checkbox"/> tak <input type="checkbox"/> nie	<p>42,2%</p> <p>57,8%</p>
4. Czy przedsiębiorstwo korzysta z internetu w zarządzaniu? <input type="checkbox"/> zapasami (wyszukiwanie i ogłaszanie ofert, przetargi) <input type="checkbox"/> należnościami (wyszukiwanie i sprawdzanie kontrahentów, listy niesolidnych dłużników) <input type="checkbox"/> środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami (bankowość internetowa, internetowe biura maklerskie)	<p>53,0%</p> <p>39,8%</p> <p>63,9%</p>
5. Jakie źródła finansowania działalności przedsiębiorstwa są dla państwa najdroższe? <input type="checkbox"/> zobowiązania wobec dostawców <input type="checkbox"/> kredyty krótkoterminowe <input type="checkbox"/> kredyty długoterminowe <input type="checkbox"/> kapitał udziałowy / akcyjny <input type="checkbox"/> obligacje <input type="checkbox"/> zobowiązania wobec US, ZUS	<p>26,6%</p> <p>29,2%</p> <p>24,0%</p> <p>13,9%</p> <p>2,7%</p> <p>3,5%</p>
6. Czy koszt kapitału własnego jest brany pod uwagę w zarządzaniu przedsiębiorstwem (Czy koszt kapitału własnego jest parametrem brany pod uwagę w procesie zarządzania przedsiębiorstwem)? <input type="checkbox"/> tak <input type="checkbox"/> nie	<p>45,8%</p> <p>54,2%</p>
7. Czy w przedsiębiorstwie stosowane są metody zarządzania zapasami? <input type="checkbox"/> intuicyjne <input type="checkbox"/> oparte na latach doświadczeń <input type="checkbox"/> są stosowane następujące metody .....	<p>12,0%</p> <p>68,7%</p> <p>26,5%</p> <p>7,2%</p>
8. Jak Państwo oceniają efektywność zarządzania zapasami we własnym przedsiębiorstwie? <input type="checkbox"/> są bardzo dobre <input type="checkbox"/> są dobre <input type="checkbox"/> są dostateczne <input type="checkbox"/> są słabe	<p>7,2%</p> <p>59,0%</p> <p>28,9%</p> <p>4,8%</p>

9. Czy widzą Państwo możliwości usprawnienia zarządzania zapasami?	
<input type="checkbox"/> tak, znaczące	24,1%
<input type="checkbox"/> tak, ale niewielkie	72,3%
<input type="checkbox"/> nie	3,6%
10. Jakie widzą państwo bariery w poprawie zarządzania zapasami?	
<input type="checkbox"/> duża niestabilność sprzedaży produktów	24,6%
<input type="checkbox"/> nieprzewidywalność zachowań dostawców	20,7%
<input type="checkbox"/> brak systemu informatycznego	8,1%
<input type="checkbox"/> słaby system informatyczny	15,1%
<input type="checkbox"/> kwalifikacje pracowników	14,9%
<input type="checkbox"/> inne (jakie?) .....	7,8%
nie ma żadnych barier	8,7%
11. Czy w przedsiębiorstwie stosowane są metody zarządzania należnościami:	
<input type="checkbox"/> intuicyjne	12,0%
<input type="checkbox"/> oparte na latach doświadczeń	72,3%
<input type="checkbox"/> są stosowane następujące metody .....	19,3%
<input type="checkbox"/> nie są stosowane żadne metody	3,6%
12. Jak Państwo oceniają efektywność zarządzania należnościami we własnym przedsiębiorstwie?	
<input type="checkbox"/> są bardzo dobre	12,0%
<input type="checkbox"/> są dobre	57,8%
<input type="checkbox"/> są dostateczne	27,7%
<input type="checkbox"/> są słabe	2,4%
13. Czy wobec odbiorców stosują Państwo upusty za:	
<input type="checkbox"/> lojalność (dla stałych klientów)	45,8%
<input type="checkbox"/> ilość	54,2%
<input type="checkbox"/> płatność gotówkową	42,2%
<input type="checkbox"/> płatność przed terminem	31,3%
<input type="checkbox"/> upusty nie są stosowane	18,1%
14. Czy widzą Państwo możliwości usprawnienia zarządzania należnościami?	
<input type="checkbox"/> tak, duże	26,5%
<input type="checkbox"/> tak, ale niewielkie	66,3%
<input type="checkbox"/> nie	7,2%
15. Jakie widzą państwo bariery w poprawie zarządzania należnościami?	
<input type="checkbox"/> nierzetelni klienci	38,6%
<input type="checkbox"/> brak systemu informatycznego	8,6%
<input type="checkbox"/> słaby system informatyczny	16,0%
<input type="checkbox"/> kwalifikacje pracowników	16,4%
<input type="checkbox"/> 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.)?	
<input type="checkbox"/> intuicyjne	14,5%
<input type="checkbox"/> oparte na latach doświadczeń	59,0%
<input type="checkbox"/> są stosowane następujące metody .....	12,0%
<input type="checkbox"/> nie są stosowane żadne metody	16,9%
17. Jak Państwo oceniają efektywność zarządzania środkami pieniężnymi we własnym przedsiębiorstwie?	
<input type="checkbox"/> są bardzo dobre	12,0%
<input type="checkbox"/> są dobre	67,5%
<input type="checkbox"/> są dostateczne	15,7%
<input type="checkbox"/> są słabe	4,8%
18. Czy widzą Państwo możliwości usprawnienia zarządzania środkami pieniężnymi?	
<input type="checkbox"/> tak, duże	15,7%
<input type="checkbox"/> tak, ale niewielkie	68,7%
<input type="checkbox"/> nie	15,7%
19. Jakie widzą Państwo bariery w poprawie zarządzania środkami pieniężnymi?	
<input type="checkbox"/> duża niestabilność wpływów i wydatków	30,8%
<input type="checkbox"/> brak systemu informatycznego	7,6%
<input type="checkbox"/> słaby system informatyczny	14,5%
<input type="checkbox"/> niewykorzystywanie bankowości internetowej	10,9%
<input type="checkbox"/> kwalifikacje pracowników	14,4%

<input type="checkbox"/> inne (jakie?) .....	6,9%
<input type="checkbox"/> nie ma żadnych barier	14,9%
20. Czy Państwa dostawcy proponują Wam upusty za:	
<input type="checkbox"/> lojalność (dla stałych klientów)	59,0%
<input type="checkbox"/> ilość	72,3%
<input type="checkbox"/> płatność gotówkową	53,0%
<input type="checkbox"/> płatność przed terminem	42,2%
<input type="checkbox"/> upusty nie są stosowane	10,8%
21. Jeżeli dostawcy proponują upusty, to z jakich Państwo korzystają:	
<input type="checkbox"/> lojalność (dla stałych klientów)	26,4%
<input type="checkbox"/> ilość	31,7%
<input type="checkbox"/> płatność gotówkową	21,2%
<input type="checkbox"/> płatność przed terminem	14,0%
<input type="checkbox"/> 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:	
<input type="checkbox"/> wyłącznym udziałem zobowiązań krótkoterminowych	14,5%
<input type="checkbox"/> dominującym udziałem zobowiązań krótkoterminowych i niewielkim udziałem kapitałów stałych (kapitały własne i obce długoterminowe)	33,7%
<input type="checkbox"/> jak największym udziałem kapitałów stałych	19,3%
<input type="checkbox"/> wyłącznym udziałem kapitałów stałych	1,2%
<input type="checkbox"/> 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):	
<input type="checkbox"/> do 2 punktów procentowych powyżej stopy zwrotu z bezpiecznych lokat	10,8%
<input type="checkbox"/> 2 do 4 punktów procentowych powyżej stopy zwrotu z bezpiecznych lokat	13,3%
<input type="checkbox"/> 4 do 6 punktów procentowych powyżej stopy zwrotu z bezpiecznych lokat	9,6%
<input type="checkbox"/> 6 do 8 punktów procentowych powyżej stopy zwrotu z bezpiecznych lokat	19,3%
<input type="checkbox"/> 8 do 10 punktów procentowych powyżej stopy zwrotu z bezpiecznych lokat	8,4%
<input type="checkbox"/> 10 do 15 punktów procentowych powyżej stopy zwrotu z bezpiecznych lokat	10,8%
<input type="checkbox"/> 15 do 20 punktów procentowych powyżej stopy zwrotu z bezpiecznych lokat	4,8%
<input type="checkbox"/> 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)?	
<input type="checkbox"/> tak	67,5%
<input type="checkbox"/> nie	32,5%
25. Jakie są zdaniem Państwa oczekiwania właścicieli względem przedsiębiorstwa? .....	<ul style="list-style-type: none"> <li>• brak odpowiedzi - 25,3%</li> <li>• zysk netto - 20,5%</li> <li>• wzrost wartości, dywidenda - 18,1%</li> <li>• rozwój - 13,3%</li> <li>• udział w rynku - 9,6%</li> <li>• rentowność - 6%</li> <li>• przetrwanie - 2,4%</li> <li>• inne - 4,8%</li> </ul>

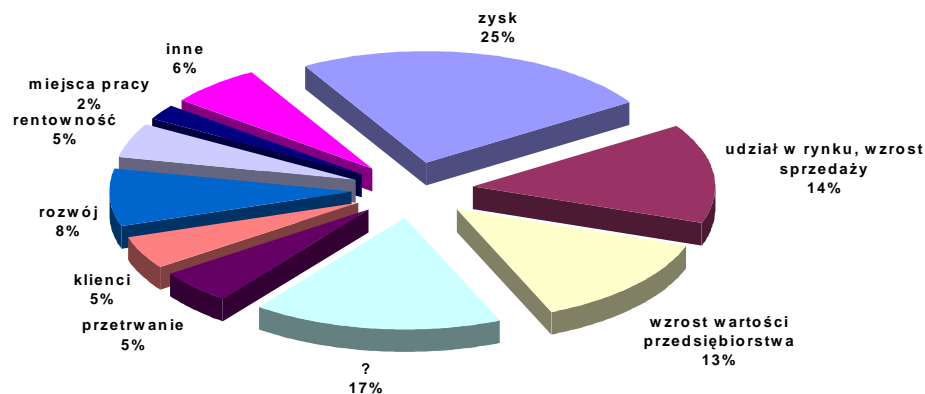
*Źródło: opracowanie własne*

Wyniki ankiety zostaną omówione w następujących przekrojach: cel funkcjonowania przedsiębiorstwa, koszt kapitału, zarządzanie zapasami, zarządzanie należnościami, zarządzanie środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami.

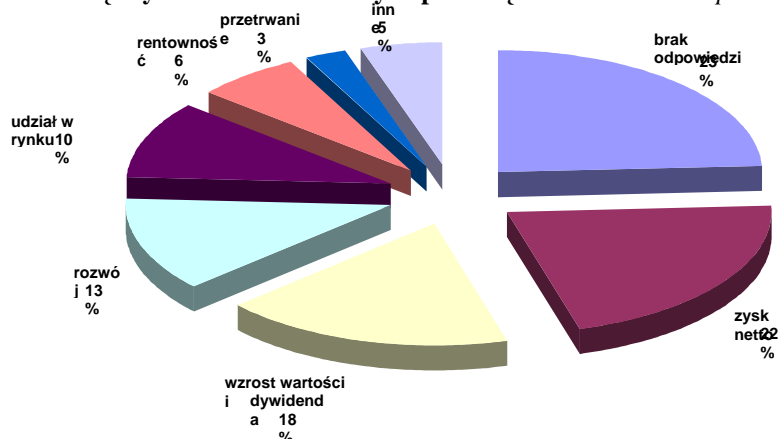
### Cel funkcjonowania przedsiębiorstwa

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 osiągnięciu 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? Wy tłumaczenie 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 nadać 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 poruszonym 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 źródeł 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%<sup>250</sup>, 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

<sup>250</sup> 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](http://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 przyjrano 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. Rządziej 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

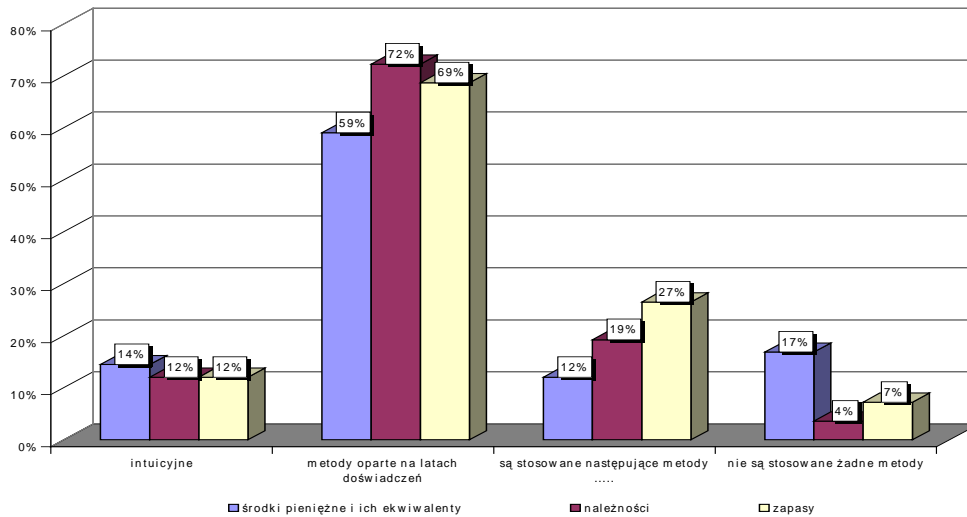
cykliczny, to do 1000 euro). Drugim czynnikiem, który może negatywnie wpływać na efekty zarządzania należnościami, jest niewykorzystywanie internetu na potrzeby zarządzania należnościami przez 32% przedsiębiorstw (np. wyszukiwanie i sprawdzanie kontrahentów, listy niesolidnych dłużników).

### **Zarządzanie środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami**

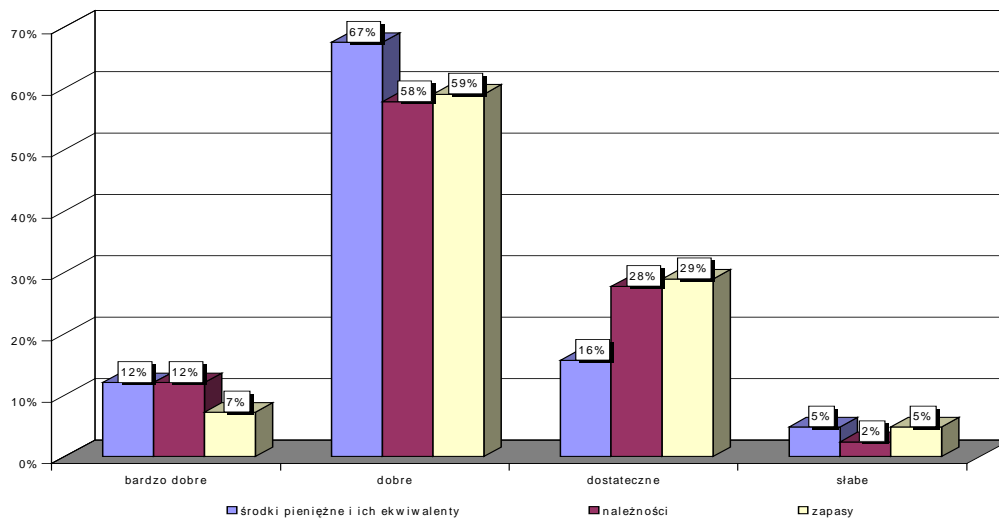
Kolejnym obszarem badań jest zarządzanie środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami. Wyniki ankiety pokazują, że 11% przedsiębiorstw deklaruje stosowanie znanych z literatury metod zarządzania środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami. Jednak wiele deklarowanych przez respondentów działań, jakkolwiek traktowanych 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.<sup>251</sup> 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 najslabiej 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.

---

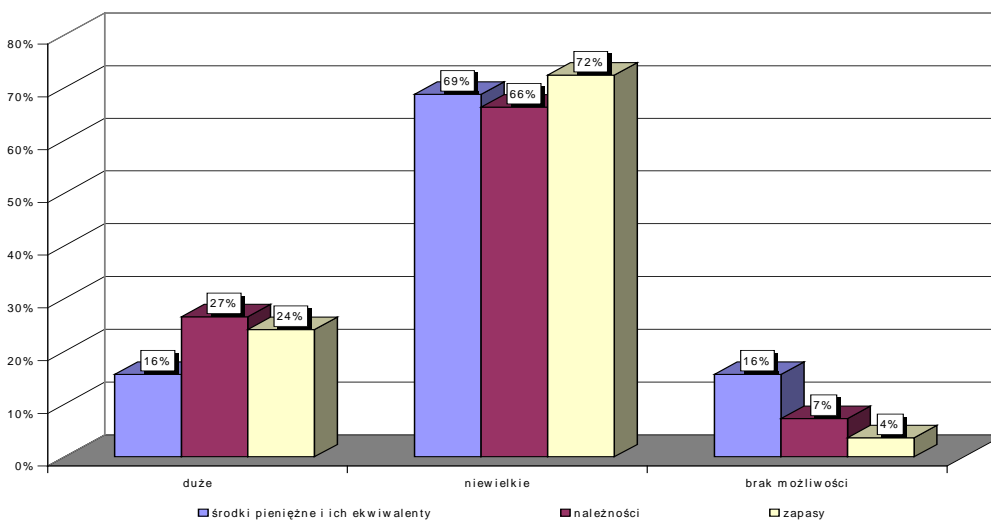
<sup>251</sup> Potwierdza to przegląd literatury, z którego wynika, że modele teoretyczne mają niewielkie szanse zastosowanie ich w praktyce.



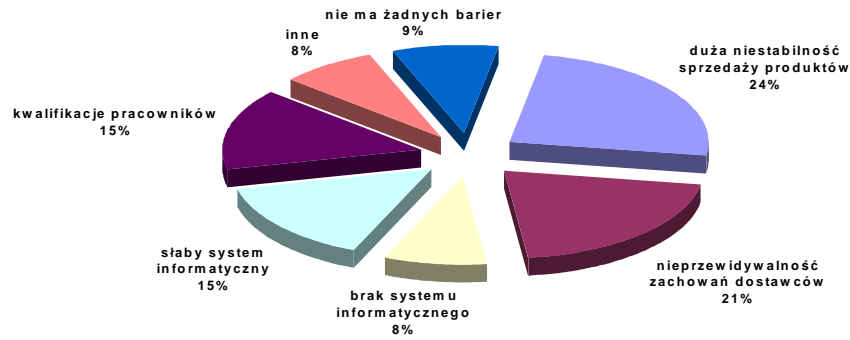
**Wykres 3.8. Deklarowane sposoby zarządzania składnikami majątku obrotowego w badanych przedsiębiorstwach.**  
Źródło: opracowanie własne



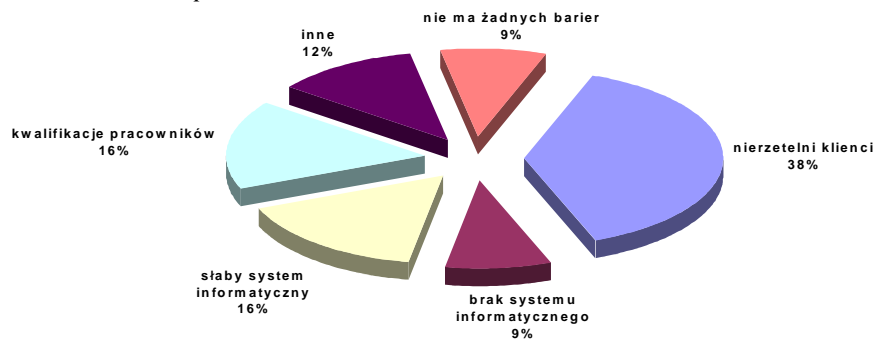
**Wykres 3.9. Ocena efektywności zarządzania składnikami majątku obrotowego przez badane przedsiębiorstwa.**  
Źródło: opracowanie własne



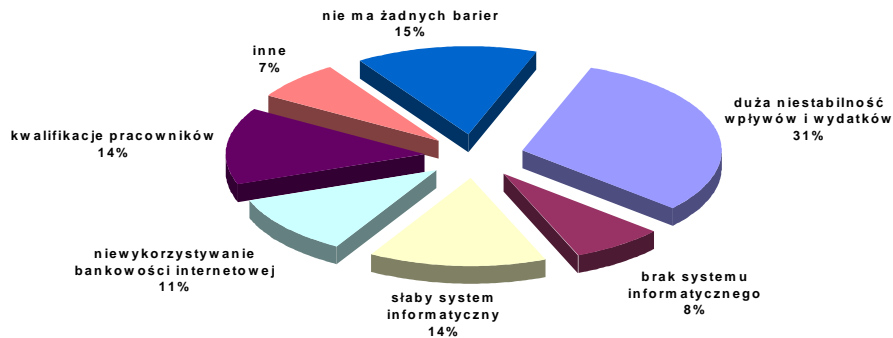
**Wykres 3.10. Ocena możliwości poprawy efektywności zarządzania składnikami majątku obrotowego przez badane przedsiębiorstwa.** Źródło: opracowanie własne



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:

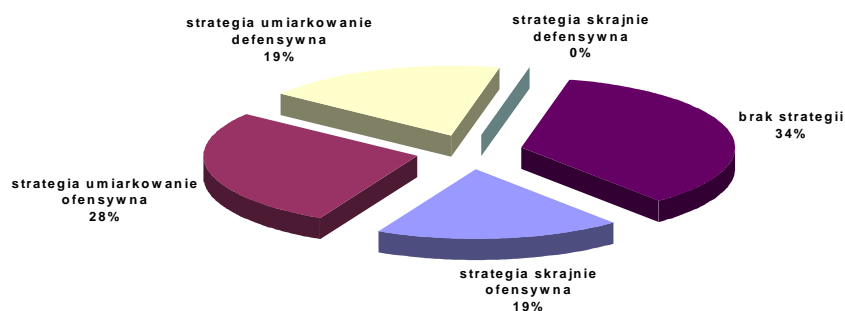
- nieatrakcyjne warunki (zbyt mały upust),
- trudności z płynnością finansową (w przypadku badanych przedsiębiorstwach argument ten jest o tyle nietrafny, iż sprawozdania finansowe wskazują, że zdecydowana większość przedsiębiorstw ma nadpłynność),
- trudności w ocenie, czy ta forma upustu jest atrakcyjna, związany z brakiem narzędzi.

Zdaniem autora, decyduje ostatecznie 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 poziom 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)<sup>252</sup> jako docelowego sposobu finansowania majątku obrotowego, a 2% nie odpowiedziało na to pytanie.

---

<sup>252</sup> W praktyce strategia ofensywna jest niemożliwa.



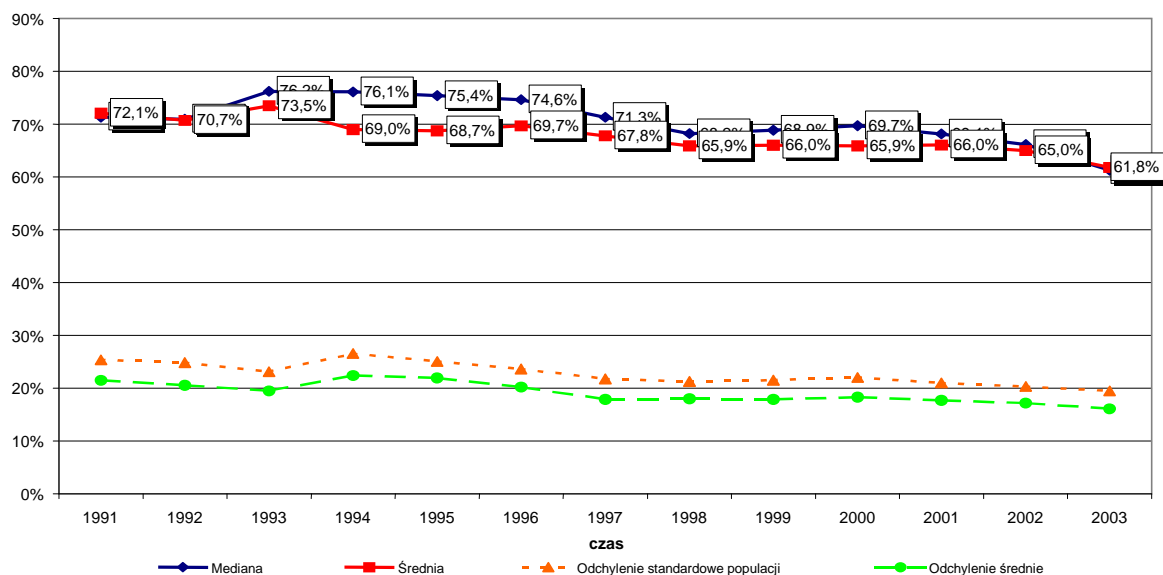
**Wykres 3.14. Deklarowane docelowe strategie finansowania majątku obrotowego badanych przedsiębiorstw.** Źródło: opracowanie własne

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

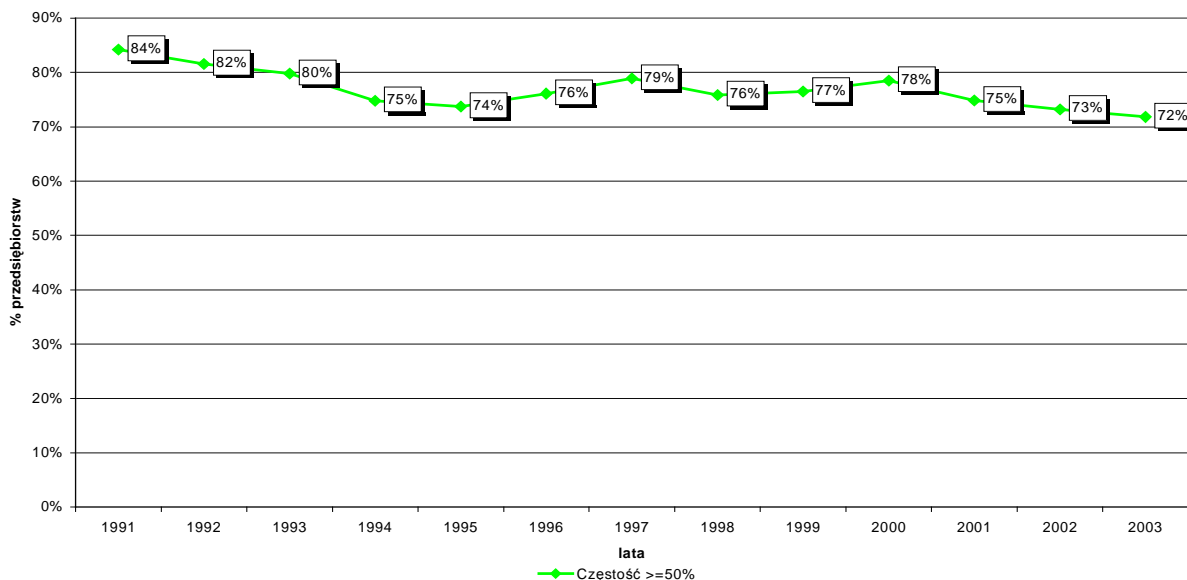
#### Udział majątku obrotowego w aktywach

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



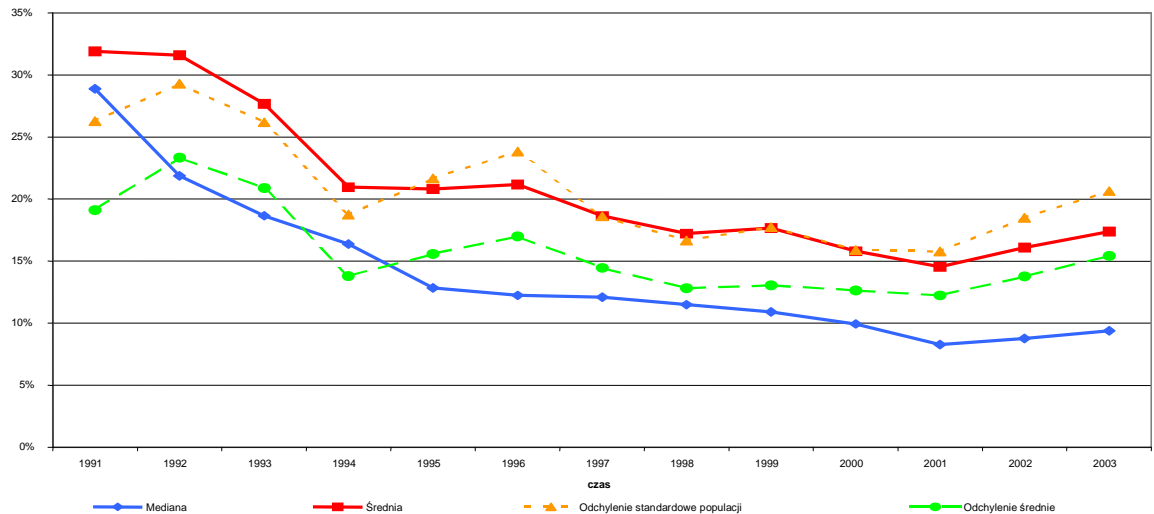
Wykres 3.16. Częstość występowania ponad 50% udziału majątku obrotowego w aktywach w badanych przedsiębiorstwach. Źródło: opracowanie własne

### Struktura majątku obrotowego

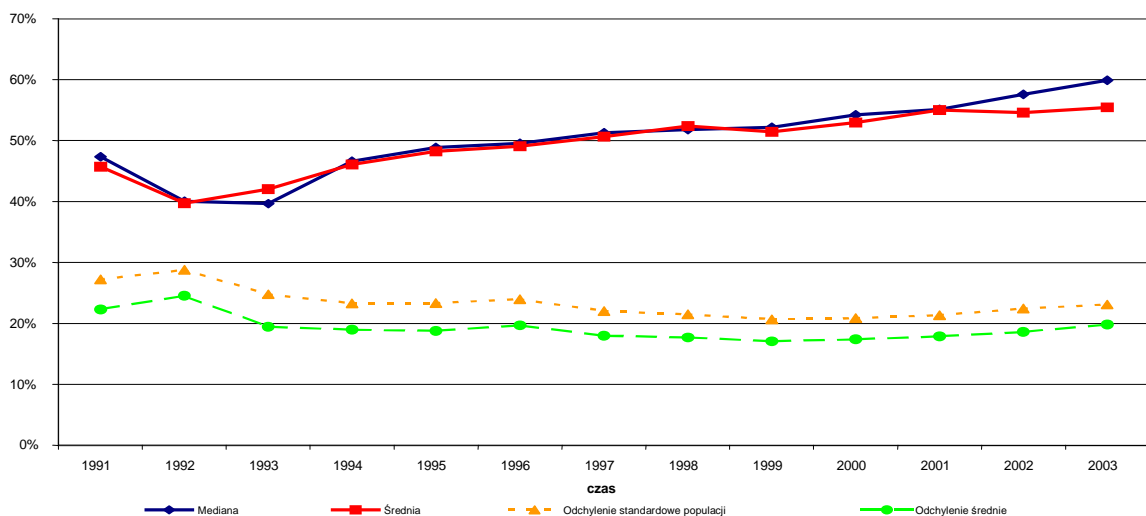
Największy udział w strukturze majątku obrotowego miały należności, ich średni udział w latach 1991-2003 wynosił 49,5%, mediana kształtowała się na podobnym poziomie (50,3%), następne w kolejności były zapasy (średnia 29,6%, mediana 26,3%), a dalej środki pieniężne i ich ekwiwalenty (średnia 20,9%, mediana 14,0%) - wykresy: 3.17, 3.18, 3.19.<sup>253</sup> Średni udział zapasów w majątku obrotowym jest dość stabilny jego poziom w latach

<sup>253</sup> 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.

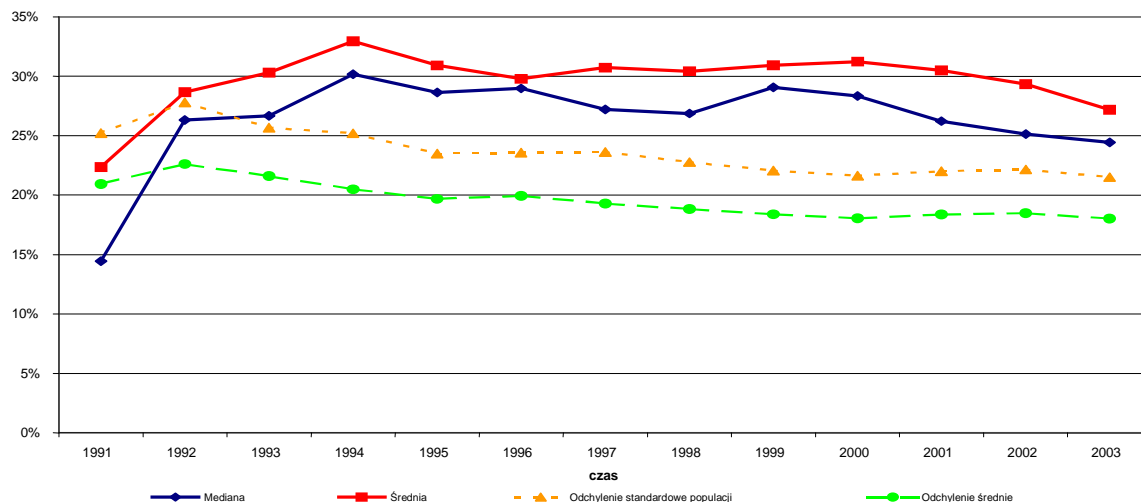


**Wykres 3.17. Udział środków pieniężnych i ich ekwiwalentów w majątku obrotowym w badanych przedsiębiorstwach.** Źródło: opracowanie własne



**Wykres 3.18. Udział należności w majątku obrotowym w badanych przedsiębiorstwach**  
Źródło: opracowanie własne





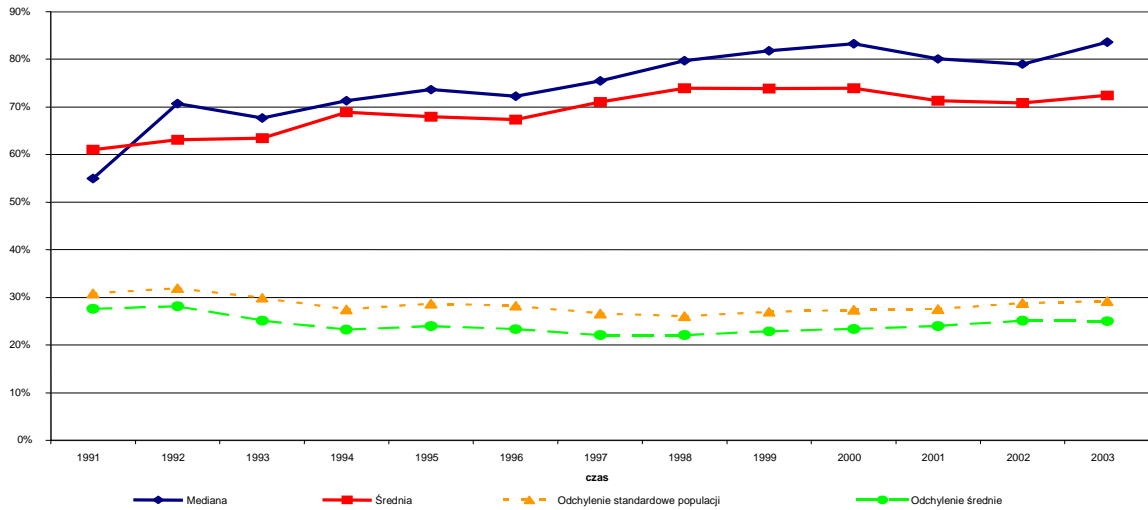
**Wykres 3.19. Udział zapasów w majątku obrotowym w badanych przedsiębiorstwach**

Źródło: opracowanie własne.

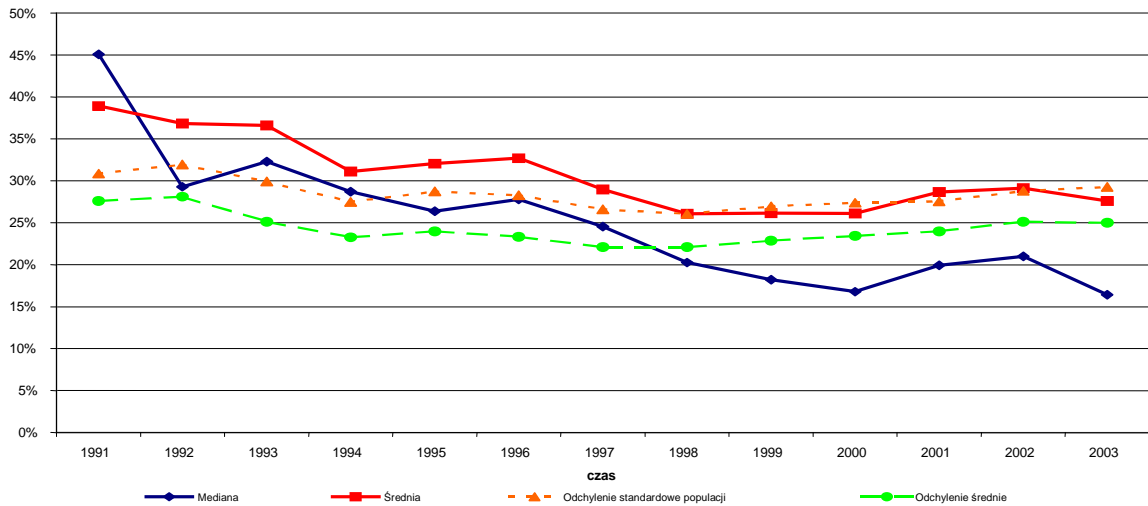
### Struktura finansowania majątku obrotowego

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.

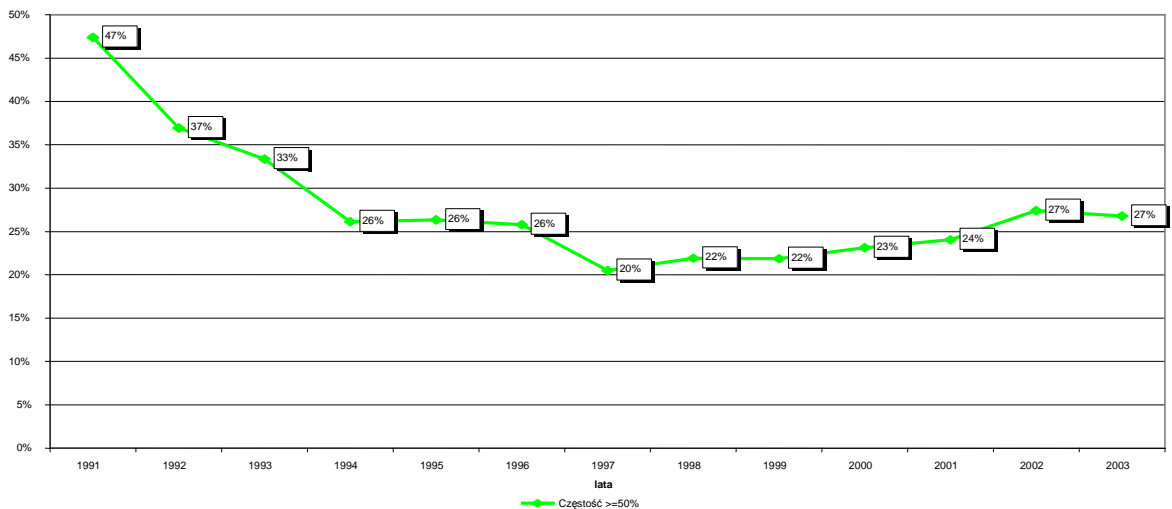
O tendencjach zachodzących w finansowaniu majątku obrotowego świadczy też to, że w 1991 r. 52% przedsiębiorstw miało ponad 30% udziału kapitałów stałych w finansowaniu majątku obrotowego, a 47% przedsiębiorstw miało ponad 50% udziału, w kolejnych latach liczba tych przedsiębiorstw stale spadała, osiągając 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

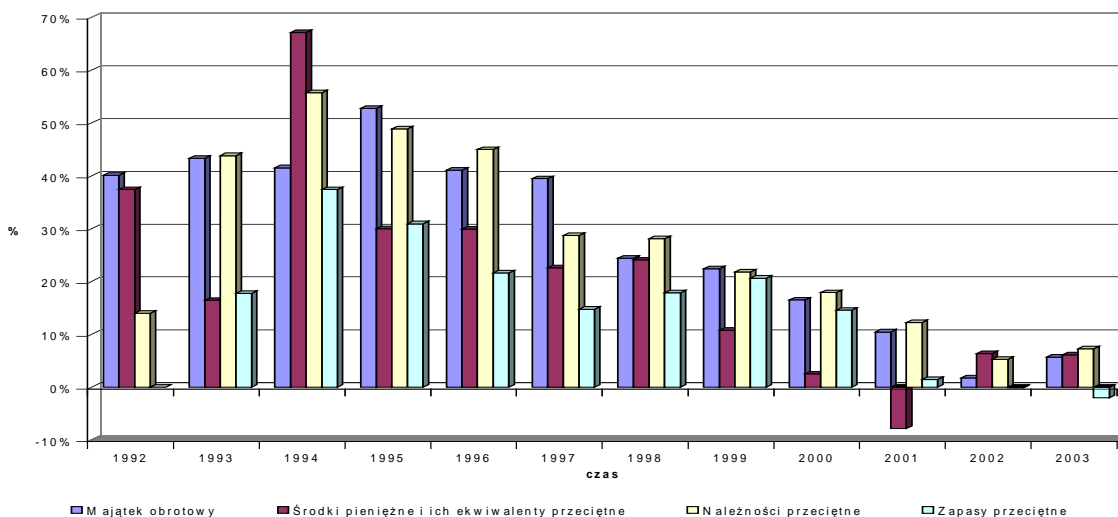


Wykres 3.22. Częstość występowania ponad 50% udziału kapitałów stałych w finansowaniu majątku obrotowego w badanych przedsiębiorstwach. Źródło: opracowanie własne

### 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).



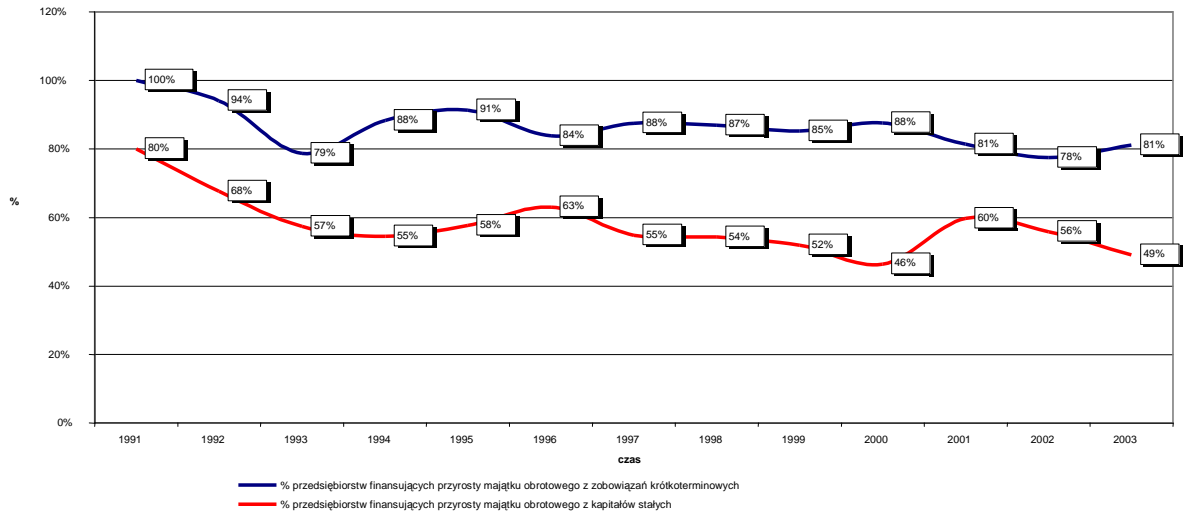
Wykres 3.23. Dynamika zmian mediany majątku obrotowego i jego składników w badanych przedsiębiorstwach. Źródło: opracowanie własne

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).

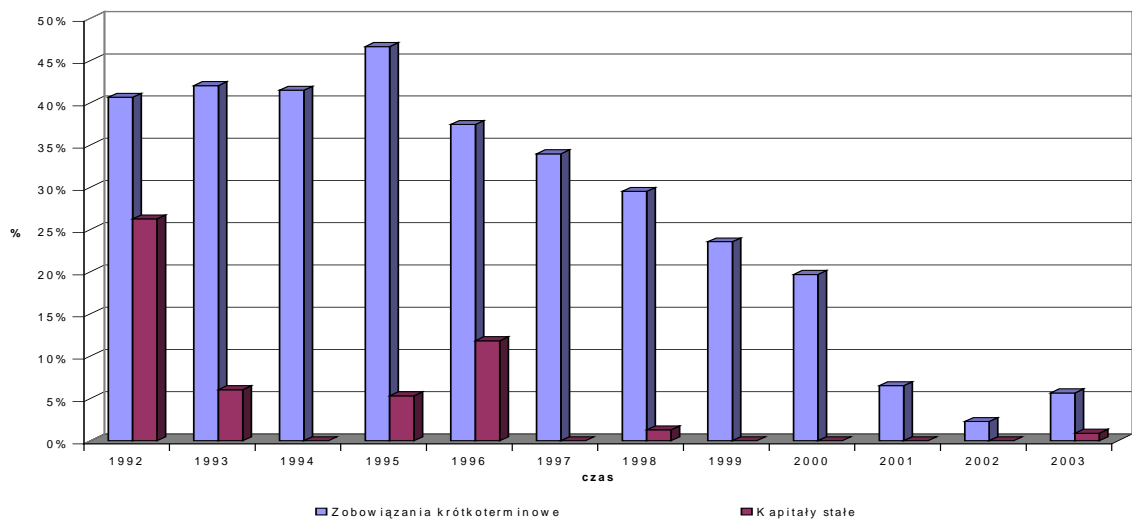
### Dynamika zmian w źródłach finansowania majątku obrotowego

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

wykr. 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

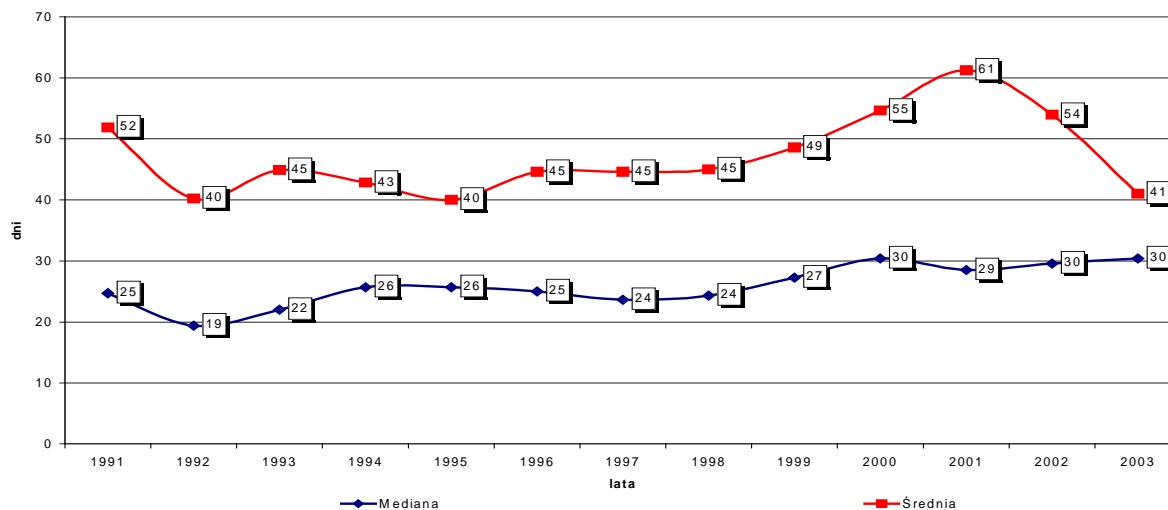
### Obrót zapasów w dniach (rotacja zapasów)

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

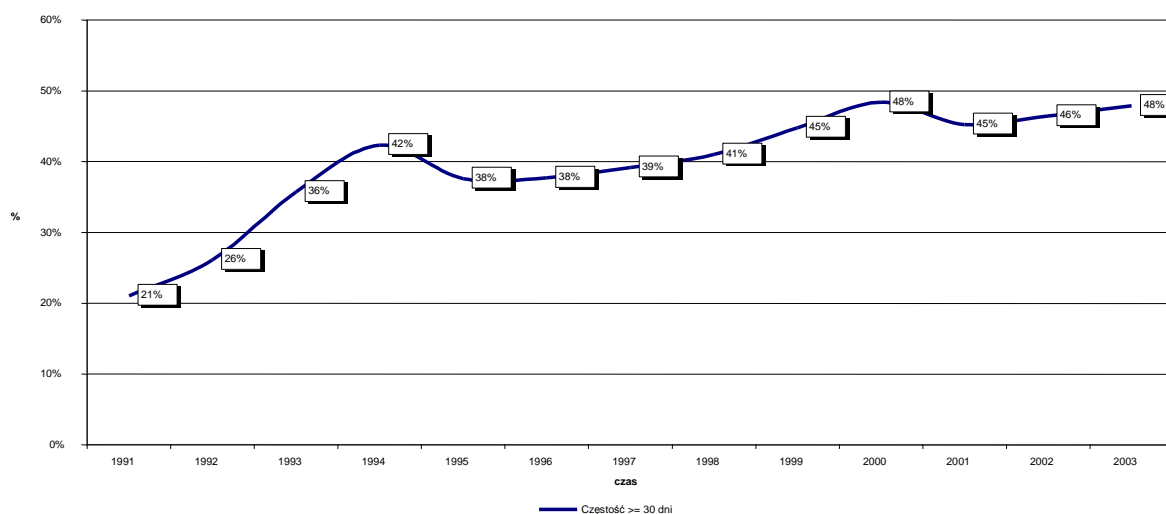
wykresie 3.27, który pokazuje, że systematycznie rośnie odsetek przedsiębiorstw, w których obrót zapasów wynosi 30 i więcej dni. W latach 1991 i 1992 odpowiednio 21 i 26% przedsiębiorstw miało obrót zapasów na poziomie 30 i więcej dni. W kolejnych 6 latach już około 40% przedsiębiorstw miało obrót zapasów 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

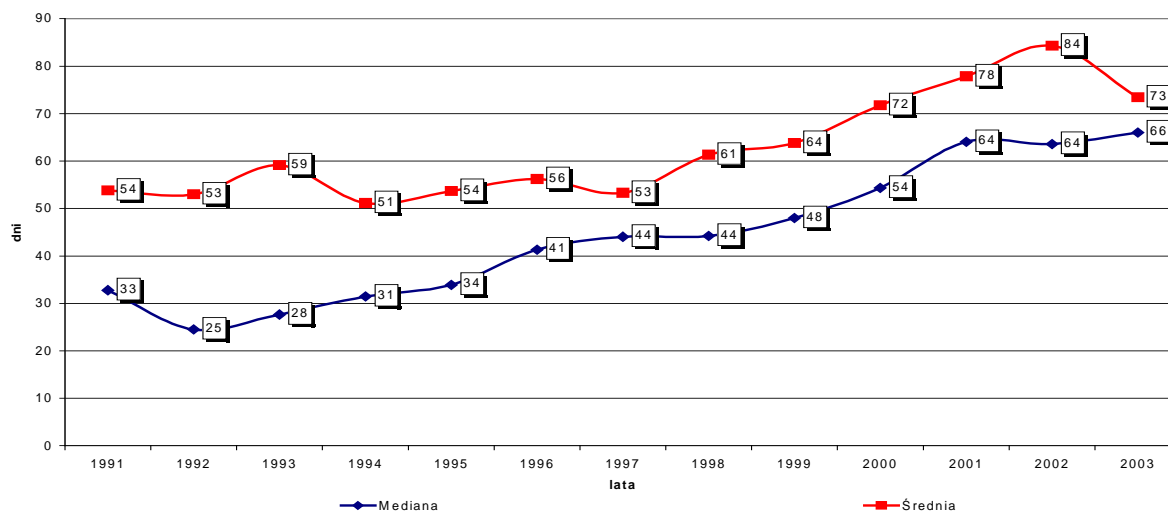
Średni okres obrotu należności brutto<sup>254</sup> w badanym okresie wynosił 63 dni. Przebieg średniej i mediany tego wskaźnika jest dość zbliżony w całym badanym okresie (wykres 3.28). Tendencje te pokazuje mediana, której wielkość w latach 1991-2003 oscylowała w granicach 24-66 dni. Począwszy od 1992 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).

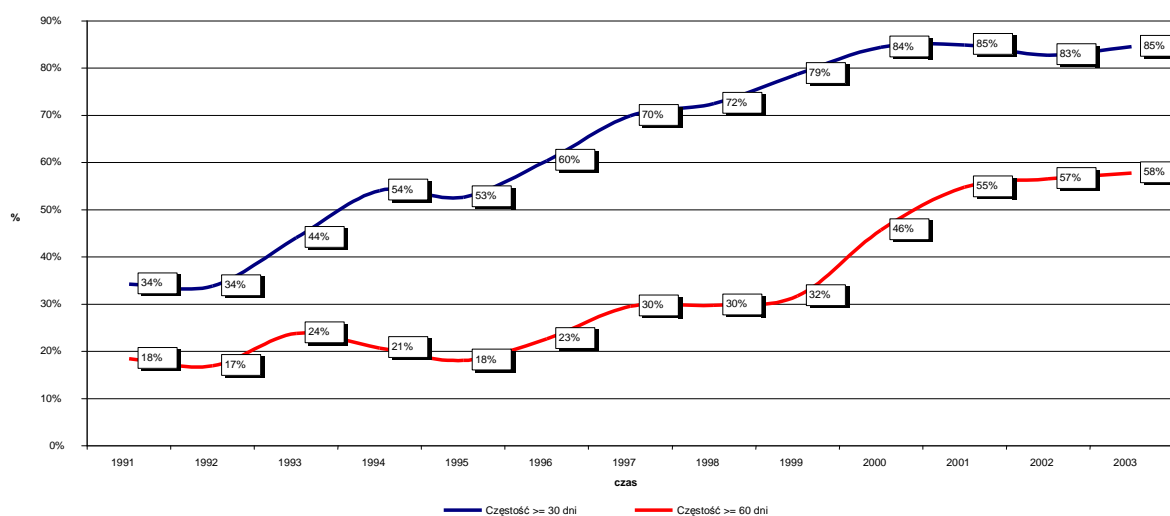
Z obserwacji autora wynika jednak, że decydującymi czynnikami są coraz powszechniejsza wśród przedsiębiorstw praktyka (przejęta od supermarketów) wydłużania terminów płatności oraz także, choć w mniejszym stopniu, mocno przeterminowane należności, na które nie utworzono wcześniej rezerw.

---

<sup>254</sup> 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<sup>255</sup>:

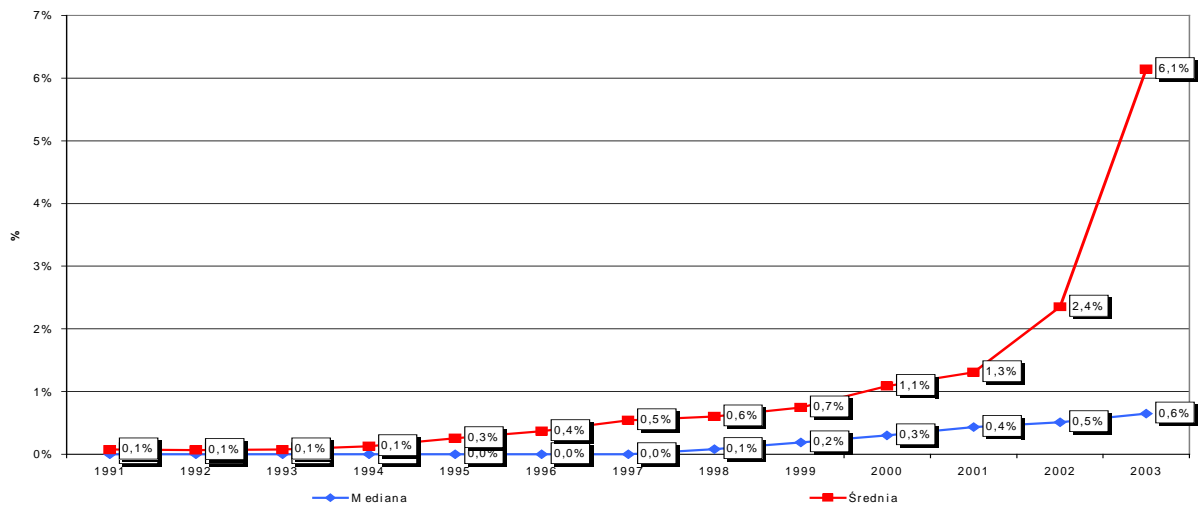
- o rezerwy na należności przeciętne / sprzedaż przeciętną (wykres 3.30),
- o rezerwy na należności przeciętne / należności brutto przeciętne (wykres 3.31).

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 obniżyć wyniku finansowego. Nie bez znaczenia jest brak kontroli zewnętrznej (większość z tych

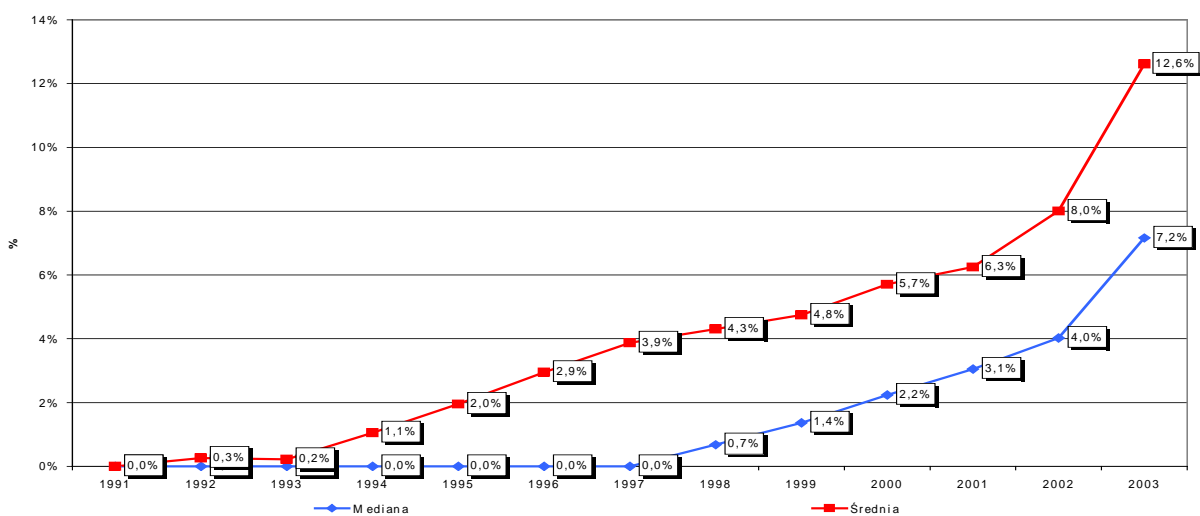
<sup>255</sup> Analiza ta oparta jest na informacjach o stanie rezerw na należności zawartych w informacjach dodatkowych przedsiębiorstw.

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

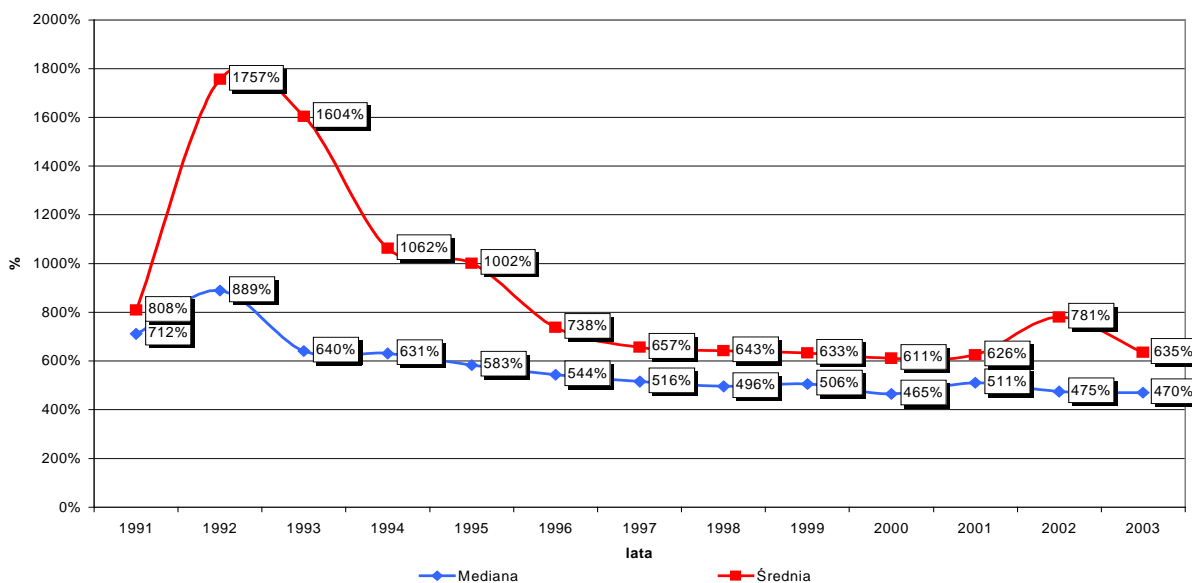


**Wykres 3.31. Przeciętne rezerwy na należności do należności brutto przeciętnych w badanych przedsiębiorstwach.** Źródło: opracowanie własne



### 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.



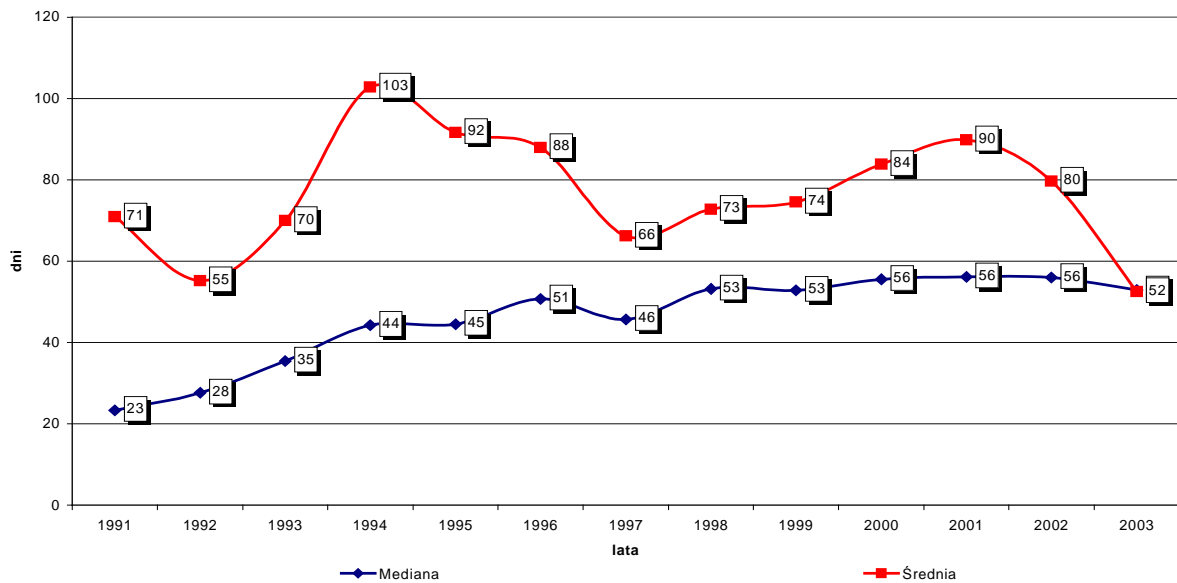
Wykres 3.32. Pokrycie długu krótkoterminowego przychodami ze sprzedaży w badanych przedsiębiorstwach. Źródło: opracowanie własne

### Czas płacenia zobowiązań

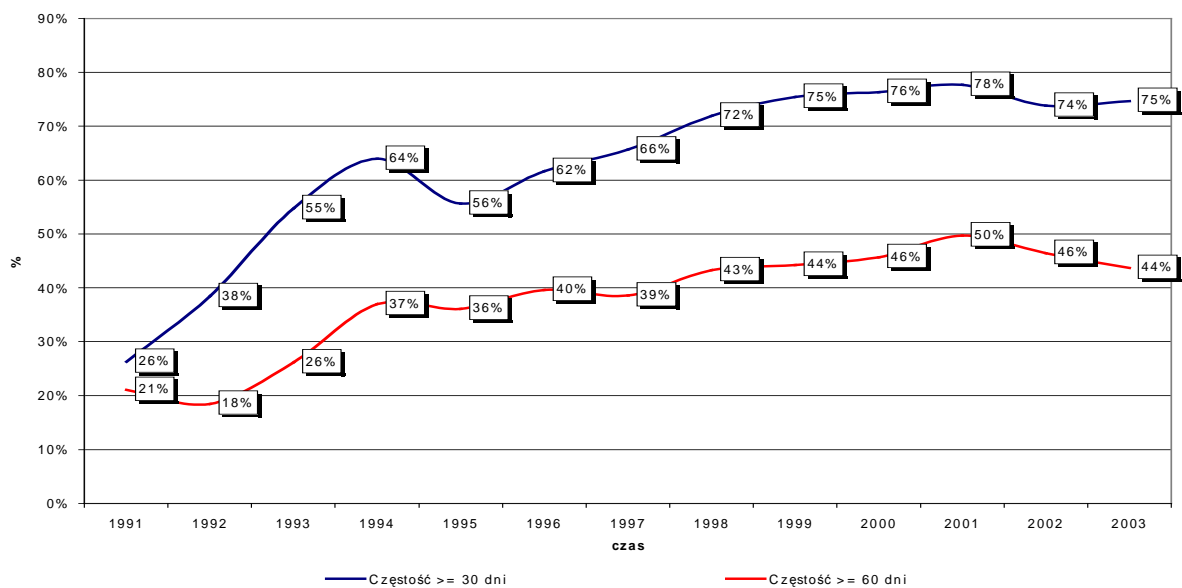
Średni okres regulowania zobowiązań w badanym okresie wynosi 77 dni (wykres 3.33). Przebieg funkcji średniego czasu płacenia zobowiązań charakteryzuje się dużą zmiennością. Klarowny obraz rysuje natomiast mediana, która wskazuje na systematyczne wydłużanie się czasu płacenia zobowiązań począwszy od 1991 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 płatności 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 płatności zobowiązań w badanych przedsiębiorstwach. Źródło: opracowanie własne



Wykres 3.34. Częstość występowania czasu płatności zobowiązań (>= 30 i 60 dniami) w badanych przedsiębiorstwach. Źródło: opracowanie własne

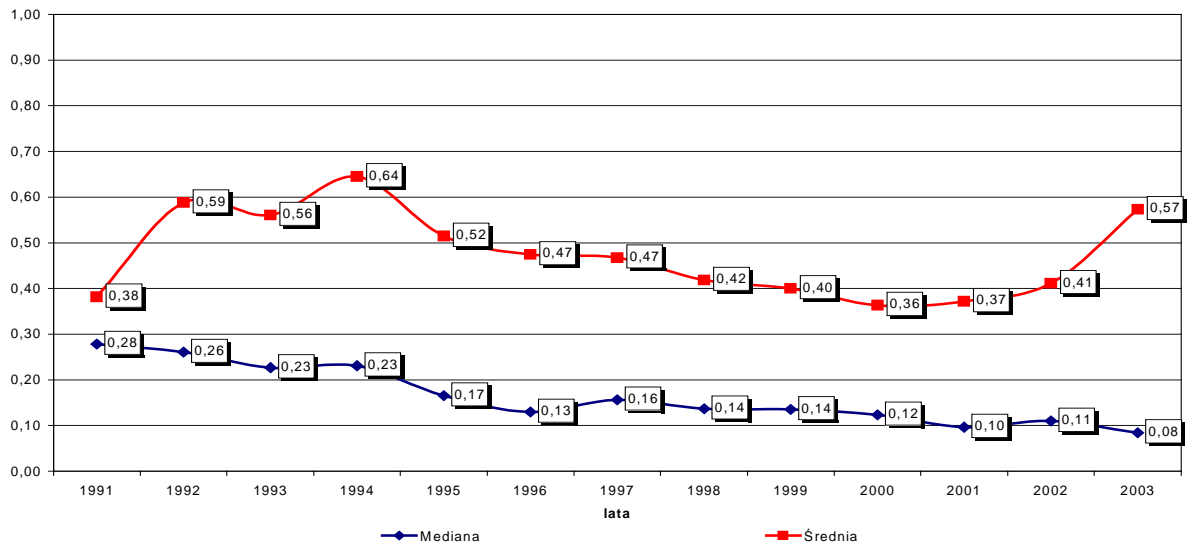
### **Płynność przedsiębiorstwa**

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%.<sup>256</sup> 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).

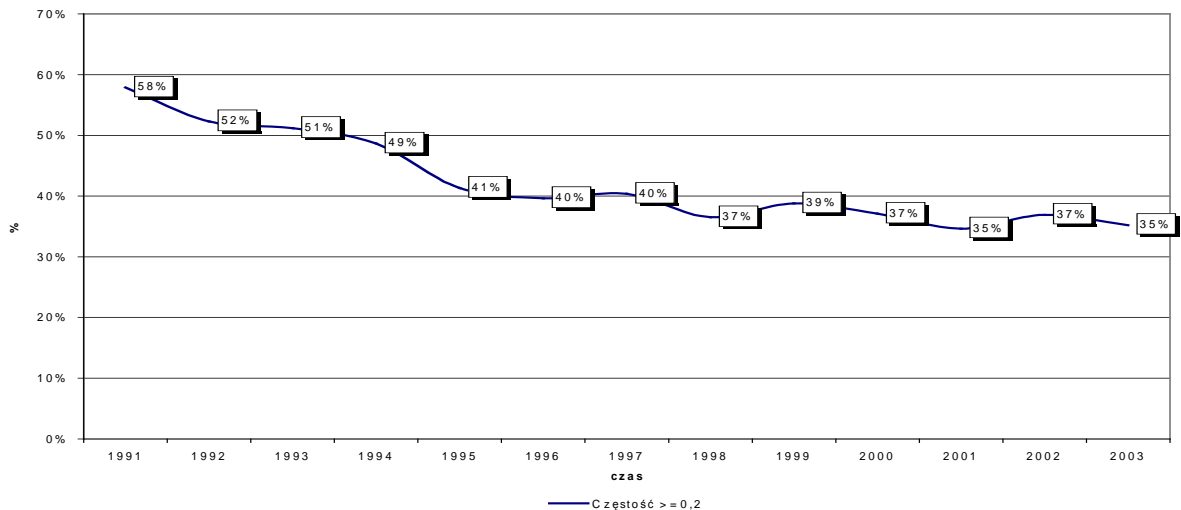
Wysokie stany środków pieniężnych i ich ekwiwalentów (obecnie w bilansie nazywanych inwestycjami krótkoterminowymi) miały uzasadnienie w okresie i w sytuacjach, gdy oprocentowanie np. lokat bankowych przynosiło większą stopę zwrotu niż działalność operacyjna przedsiębiorstwa. W latach 2001-2003 oprocentowanie 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.

---

<sup>256</sup> 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

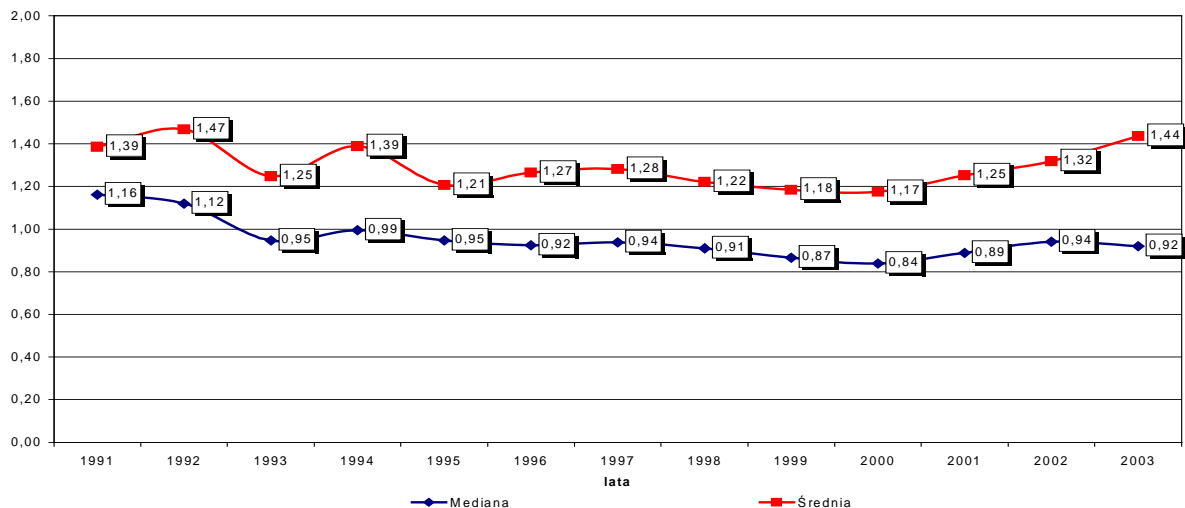


Wykres 3.36. Częstość występowania wskaźnik płynności I stopnia (na poziomie  $\geq 20\%$ ) w badanych przedsiębiorstwach. Źródło: opracowanie własne

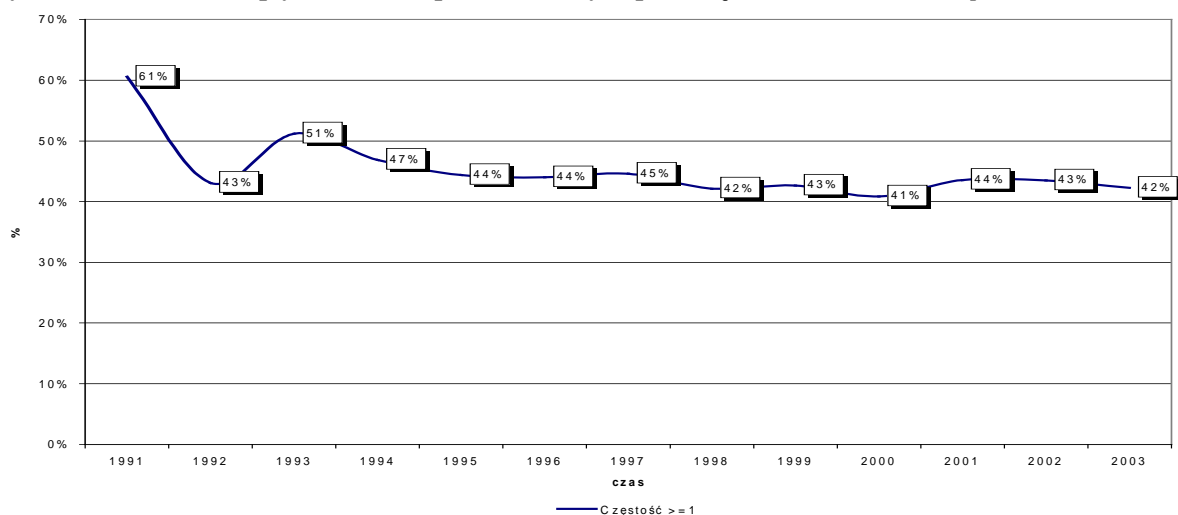
Kolejny wskaźnik płynności finansowej II stopnia (ang. *quick ratio*) przyjmuje również wysoką średnią wartość w badanym okresie: 129% (mediana 95%). W latach 1991-1994 jego wartość oscylowała w okolicach 135%. Począwszy od 1995 r. do 2000 r. następował stały spadek tego wskaźnika do poziomu 117% (wykres 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.<sup>257</sup> Wysoki poziom tego wskaźnika wskazuje na nieoperacyjne

<sup>257</sup> 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).



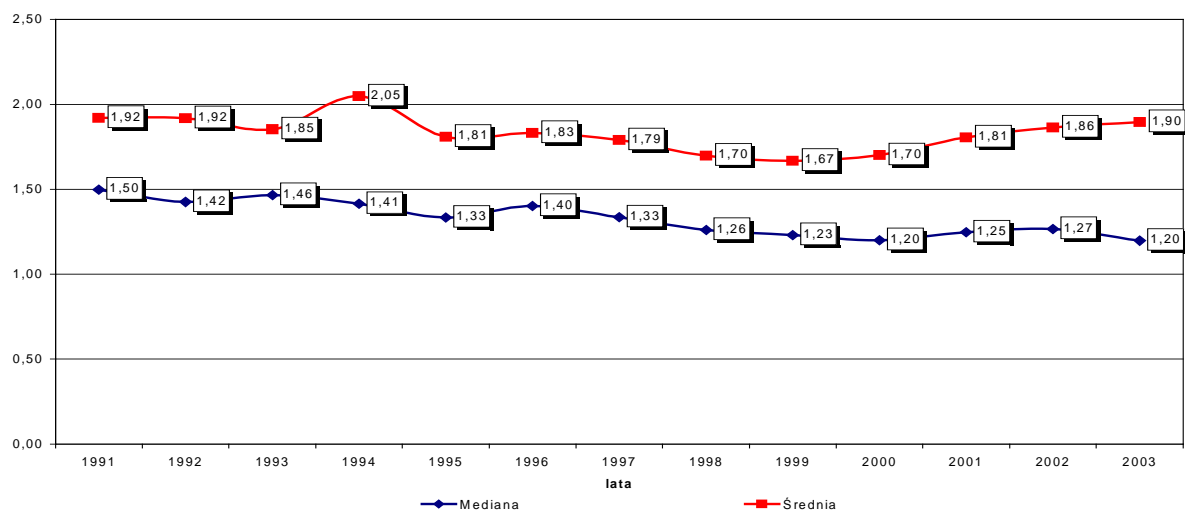
Wykres 3.37. Wskaźnik płynności II stopnia w badanych przedsiębiorstwach. Źródło: opracowanie własne



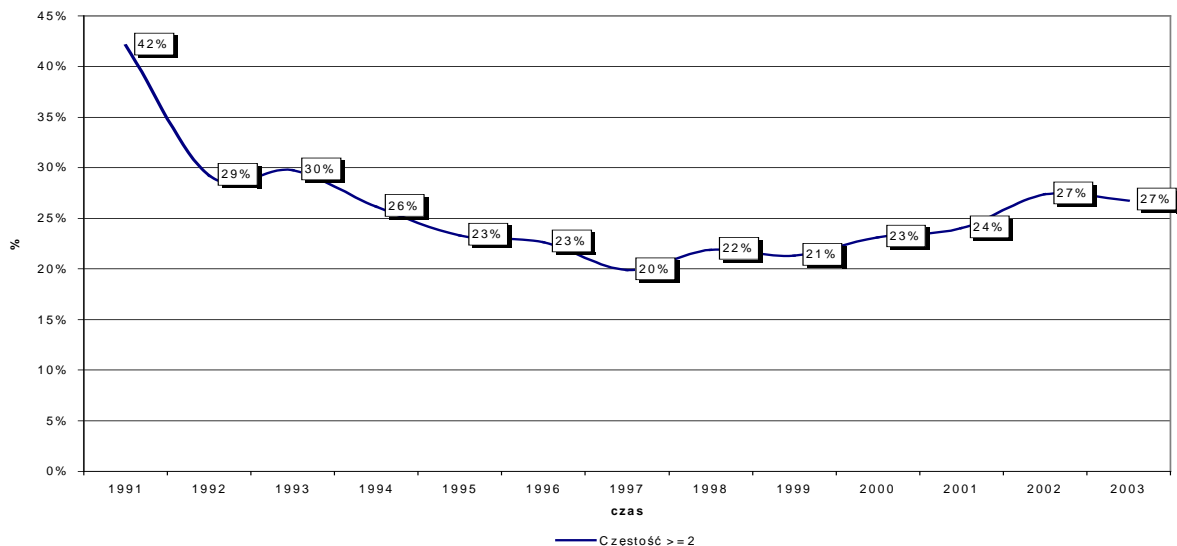
Wykres 3.38. Częstość występowania wskaźnik płynności II stopnia na poziomie  $\geq 100\%$  w badanych przedsiębiorstwach. Źródło: opracowanie własne

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 wyżkę aż do poziomu 190% w 2003 roku. Według literatury przedmiotu wartość tego parametru

powinna oscylować w granicach 120–200%.<sup>258</sup> 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



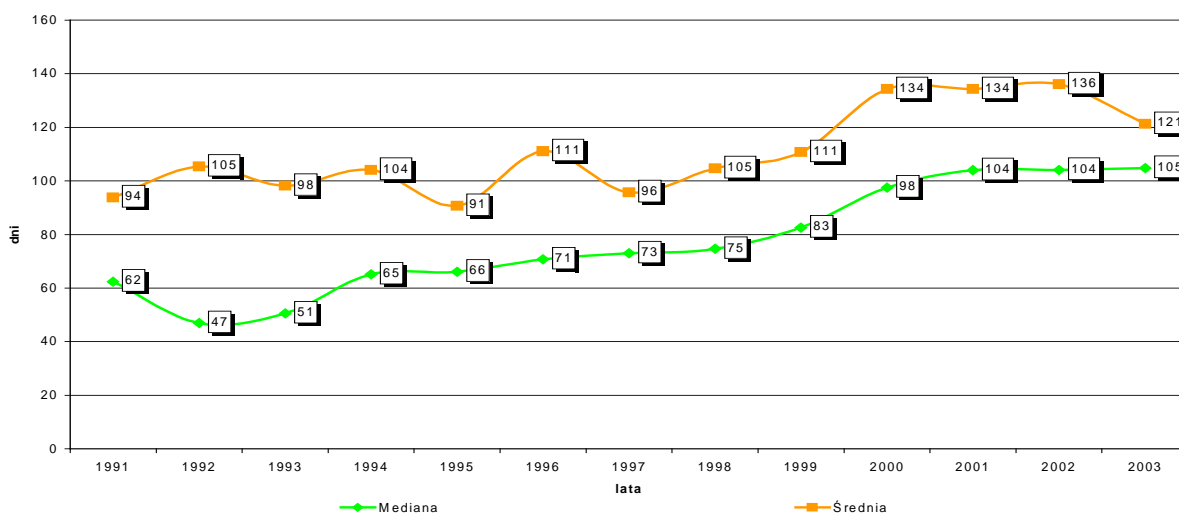
Wykres 3.40. Częstość występowania wskaźnik płynności III stopnia (na poziomie  $\geq 200\%$ ) w badanych przedsiębiorstwach. Źródło: opracowanie własne

<sup>258</sup> 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<sup>259</sup> 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).



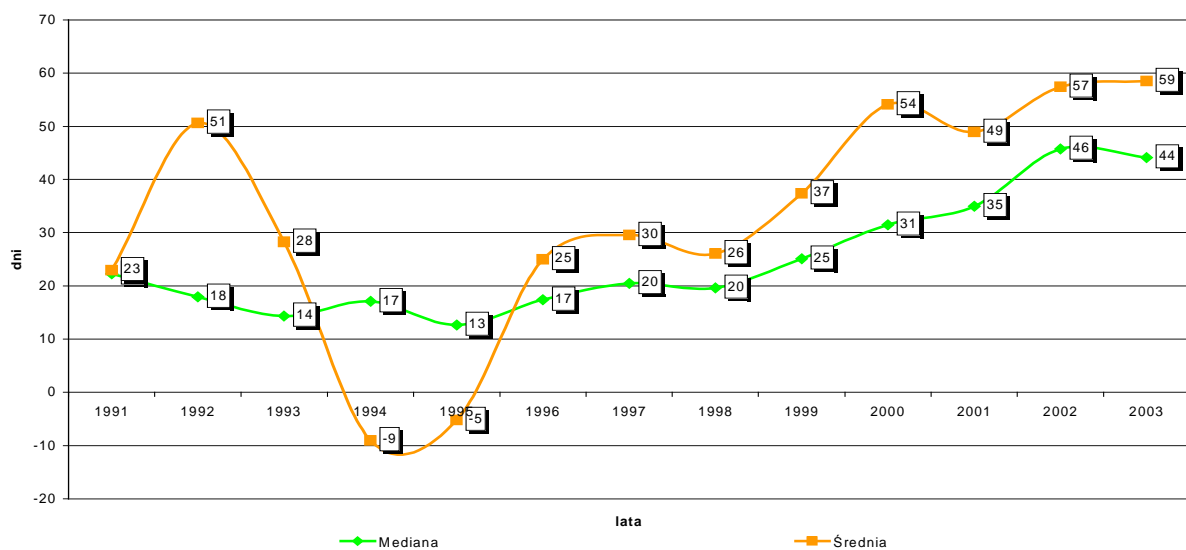
Wykres 3.41. Cykl operacyjny w badanych przedsiębiorstwach. Źródło: opracowanie własne

<sup>259</sup> Patrz rozdział 2.

### Cykl środków pieniężnych (cykl konwersji gotówki)

Średnia wartość cyklu środków pieniężnych<sup>260</sup> 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.

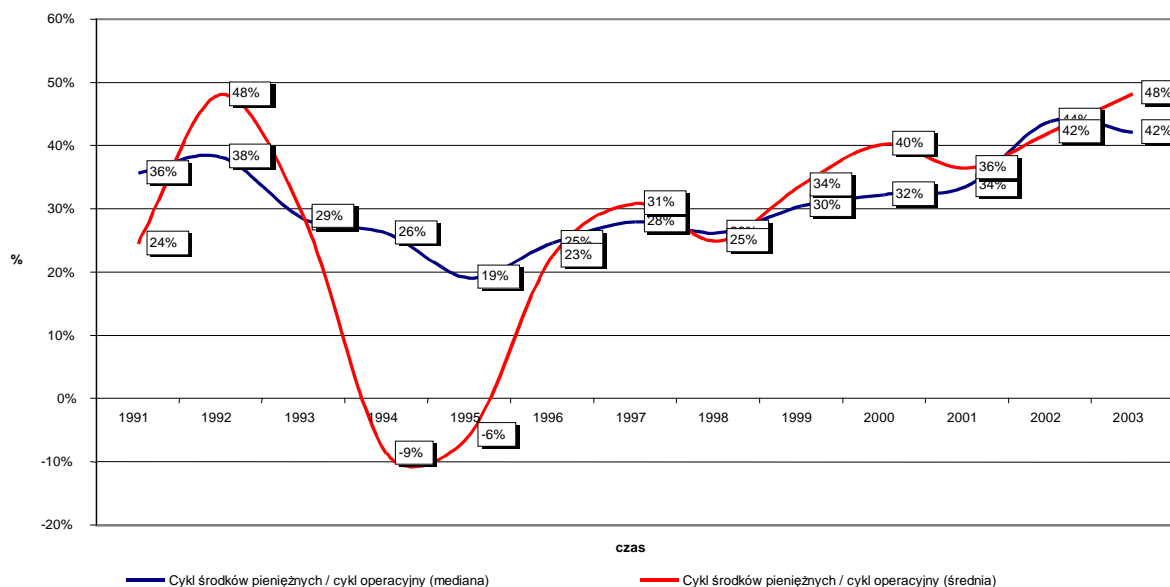
Jeśli porównać średnie wielkości cyklu środków pieniężnych i cyklu operacyjnego, okazuje się, że w latach 1991-2003 średnio 72% czasu cyklu operacyjnego było finansowane z zobowiązań z tytułu dostaw i usług (w przypadku mediany było to 69%). Jak wynika z obserwacji mediany (wykres 3.43), na początku 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%). Świadczy 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

<sup>260</sup> Patrz rozdział 2.





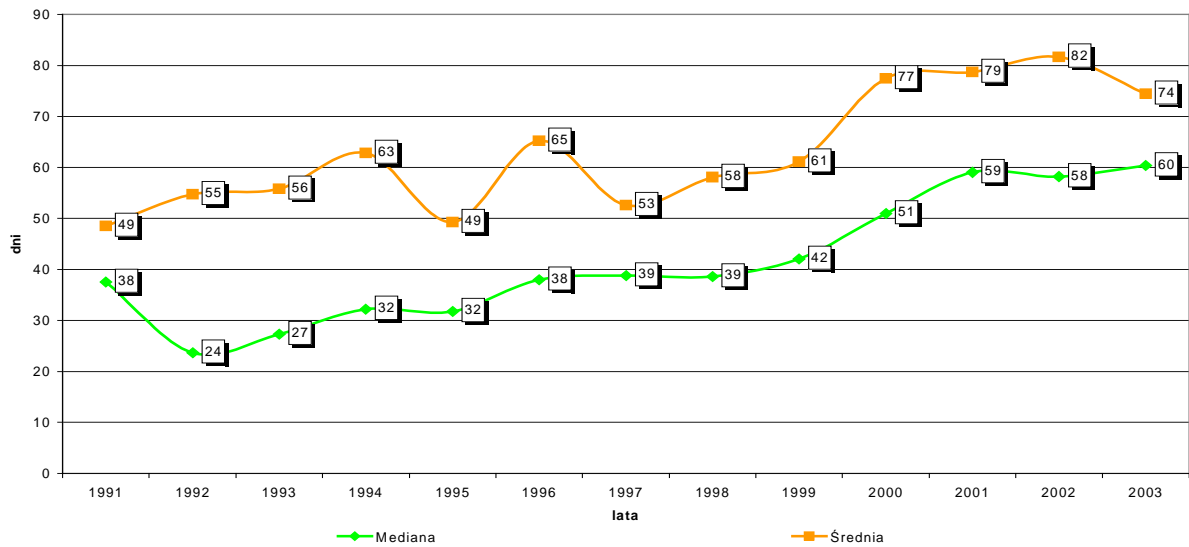
**Wykres 3.43. Cykl środków pieniężnych w relacji do cyklu operacyjnego w badanych przedsiębiorstwach.**  
Źródło: opracowanie własne

### Wskaźnik upływności oraz produktywności majątku obrotowego

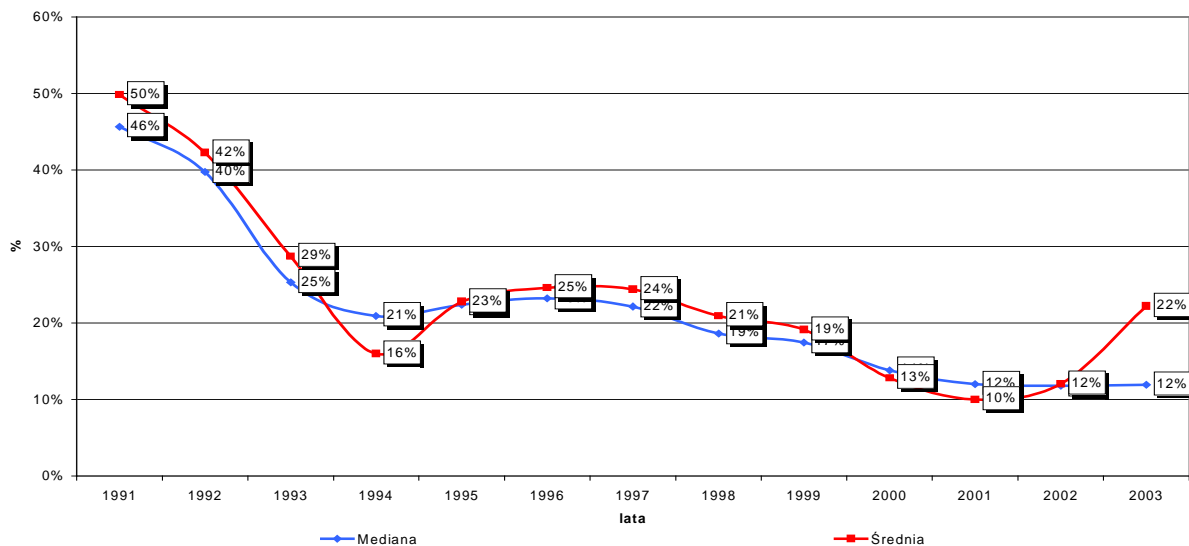
Wskaźnik upływności<sup>261</sup> to cykl operacyjny, którego składniki (okres rotacji zapasów i należności) są ważone wartościowym stanem tych pozycji. Przebieg mediany tego wskaźnika pokazuje, że od 1992 r. następuje stopniowe wydłużanie tego okresu: z 24 do 60 dni w 2003 roku (wykres 3.44). Podobną tendencję można zaobserwować dla wielkości średnich: od 1991 r. do 2003 r. nastąpiło wydłużenie czasu upływności 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.

<sup>261</sup> Patrz rozdział 2.



Wykres 3.44. Wskaźnik upłynienia 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

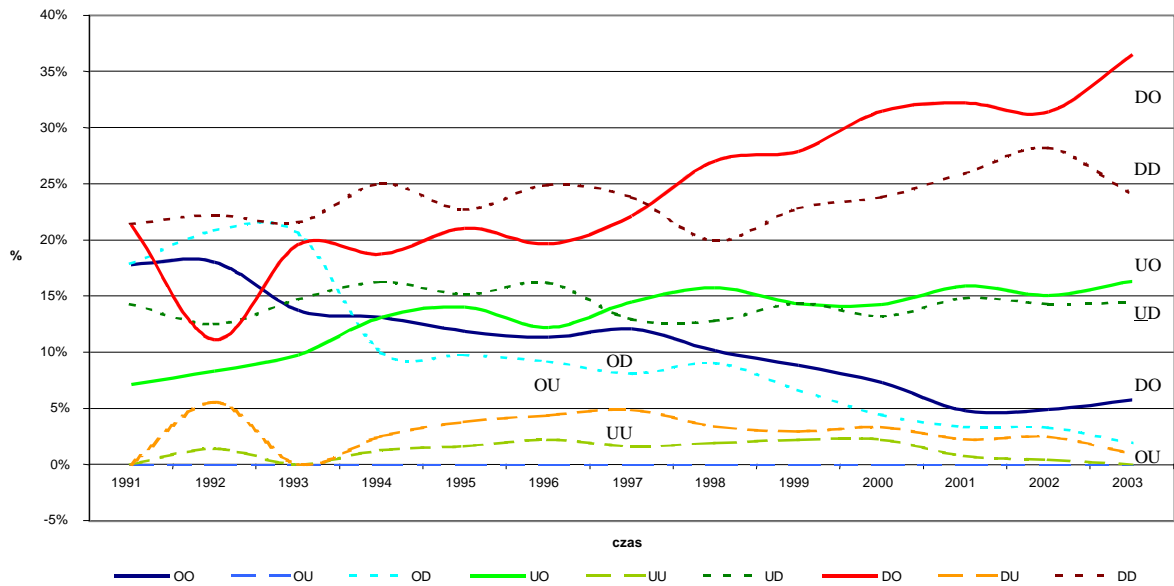
Na podstawie o przyjętej w tabeli 3.1 metodyki dokonano klasyfikacji badanych przedsiębiorstw ze względu na realizowaną w nich strategię zarządzania majątkiem obrotowym i źródłami jego finansowania. Wynika z niej, że średnio w badanym okresie w obszarze zarządzania majątkiem obrotowym przeważają strategie 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.

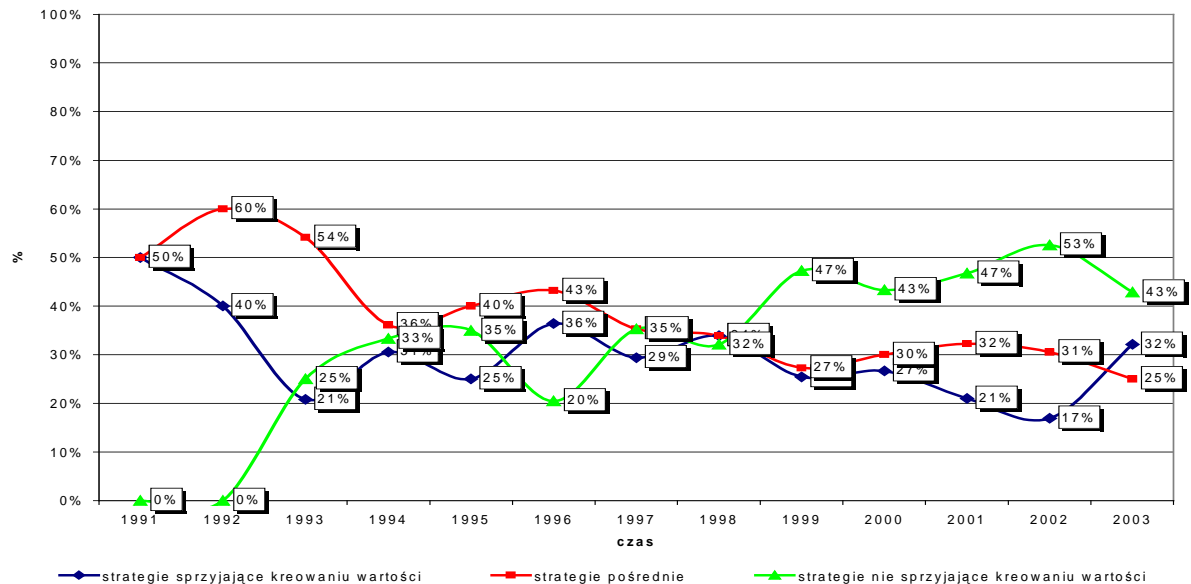
**Tabela 3.3. Wpływ realizowanych kombinacji strategii zarządzania majątkiem obrotowym i źródłami jego finansowania na efekt kreacji wartości przedsiębiorstwa oraz płynność finansową**

		Strategie zarządzania strukturą finansowania majątku obrotowego		
		Defensywna	Umiarkowana	Ofensywna
Strategie zarządzania majątkiem obrotowym	Defensywna	<b>DD</b> Najniższy efekt kreacji wartości przedsiębiorstwa Umiarkowane ryzyko utraty płynności finansowej	<b>DU</b> Niski efekt kreacji wartości przedsiębiorstwa Niskie ryzyko utraty płynności finansowej	<b>DO</b> Umiarkowany efekt kreacji wartości przedsiębiorstwa Najniższe ryzyko utraty płynności finansowej
	Umiarkowana	<b>UD</b> Niski efekt kreacji wartości przedsiębiorstwa Wysokie ryzyko utraty płynności finansowej	<b>UU</b> Umiarkowany efekt kreacji wartości przedsiębiorstwa Umiarkowane ryzyko utraty płynności finansowej	<b>UO</b> Wysoki efekt kreacji wartości przedsiębiorstwa Niskie ryzyko utraty płynności finansowej
	Ofensywna	<b>OD</b> Umiarkowany efekt kreacji wartości przedsiębiorstwa Największe ryzyko utraty płynności finansowej	<b>OU</b> Wysoki efekt kreacji wartości przedsiębiorstwa Wysokie ryzyko utraty płynności finansowej	<b>OO</b> Najwyższy efekt kreacji wartości przedsiębiorstwa Umiarkowane ryzyko utraty płynności finansowej

Zródło: 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.<sup>262</sup> 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).

<sup>262</sup> 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).<sup>263</sup> Warto więc się przyjrzeć czy badane przedsiębiorstwa powiększają swoją wartość. Obliczając parametry

---

<sup>263</sup> 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**

Poziomy 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	<b>100%</b>	<b>100%</b>

*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
<i>EVA przy premii za ryzyko na poziomie 6%</i>														
% 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%
<i>EVA przy premii za ryzyko na poziomie 8%</i>														
% 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%
<i>EVA przy premii za ryzyko na poziomie 10%</i>														
% 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
<i>CVA</i> 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%
<i>CVA</i> 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%
<i>CVA</i> 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
<i>SVA przy premii za ryzyko na poziomie 6%</i>													
% 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%
<i>SVA przy premii za ryzyko na poziomie 8%</i>													
% 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%
<i>SVA przy premii za ryzyko na poziomie 10%</i>													
% 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**

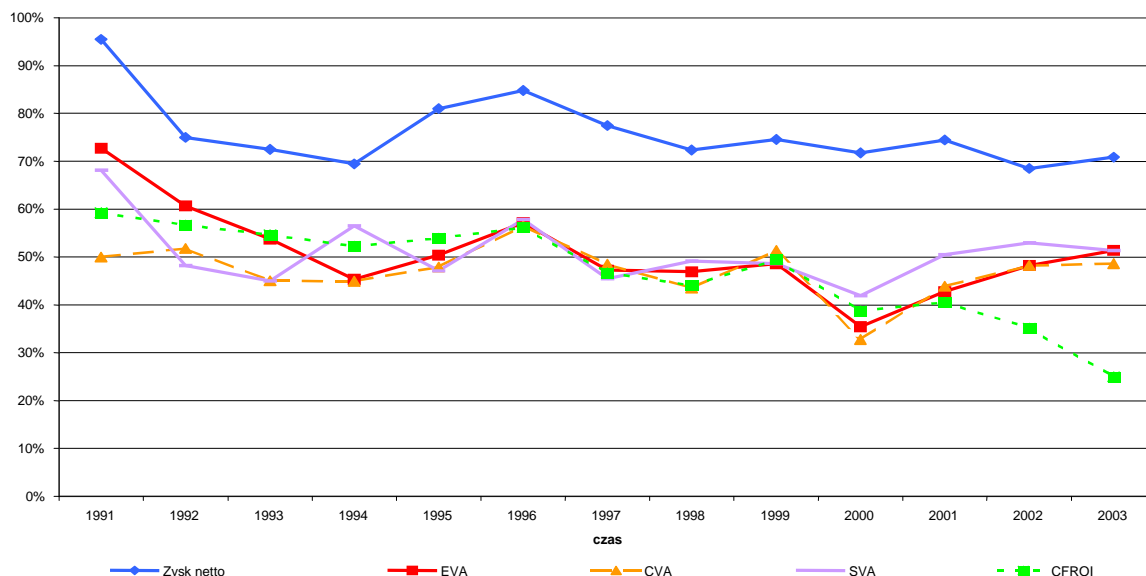
rok	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
<i>CFROI wyższych lub niższych od wartości WACC przy premii za ryzyko na poziomie 6%</i>													
% przedsiębiorstw o dodatniej wartości parametru	59%	57%	55%	52%	55%	57%	48%	45%	51%	39%	41%	36%	28%
% przedsiębiorstw o ujemnej wartości parametru	41%	43%	45%	48%	45%	43%	52%	55%	49%	61%	59%	64%	72%
<i>CFROI wyższych lub niższych od wartości WACC przy premii za ryzyko na poziomie 8%</i>													
% 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.<sup>264</sup> 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

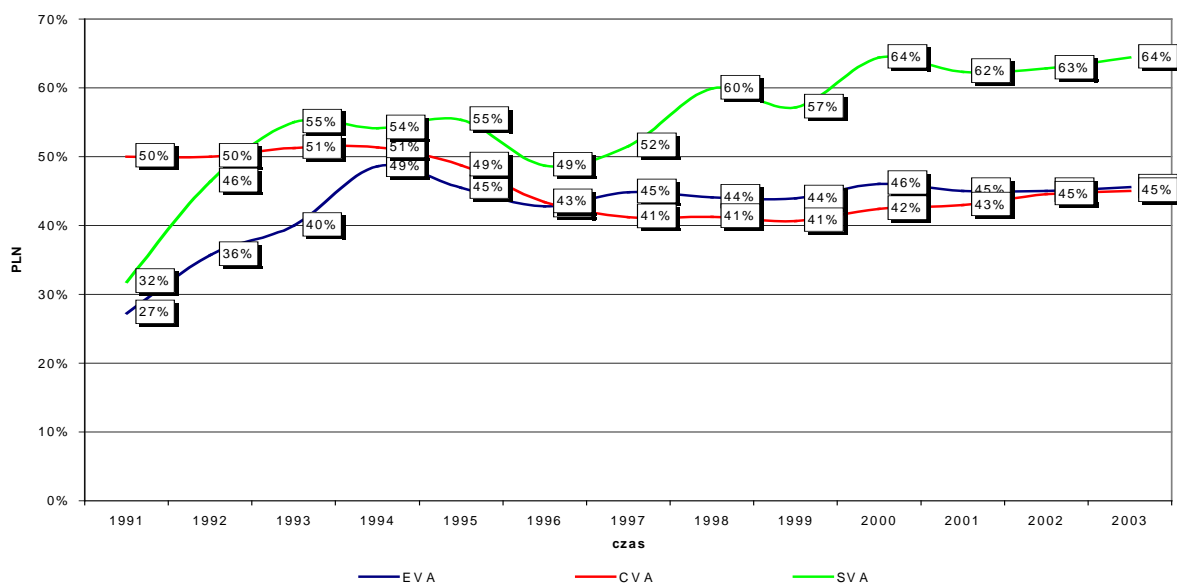
<sup>264</sup> Stała wielkość premii za ryzyko wynika z przyjętej przez autora metodyki, która oparta została na studiach literatury i wynikach badań ankietowych. Jednakże warta rozważenia jest zmienna wartość premii za ryzyko w okresach, kiedy następują istotne zmiany inflacji i oprocentowania bezpiecznych 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).

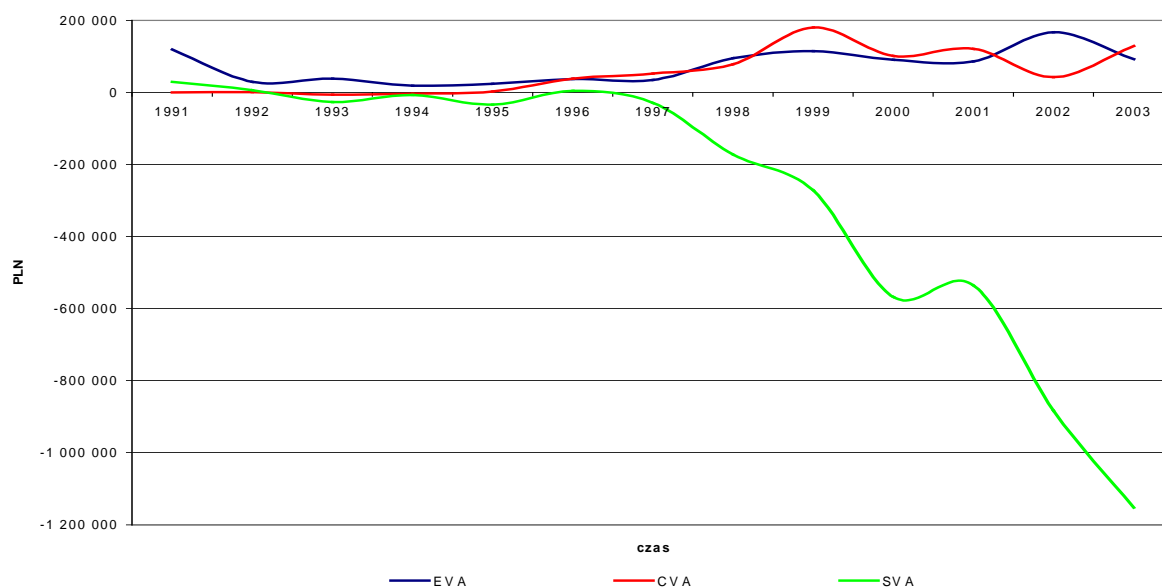
Sytuacja przedsiębiorstw rysuje się bardzo dobrze z punktu widzenia księgowego wyniku finansowego netto. Gorszy obraz wyłania się przy spojrzeniu na wyniki finansowe przedsiębiorstw przez pryzmat mierników kreacji wartości przedsiębiorstwa. Średnia częstość występowania efektu kreacji wartości przedsiębiorstwa obliczanego za pomocą parametrów *EVA*, *CVA*, *SVA* i *CFROI* wskazuje, że nieznaczną 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*.<sup>265</sup> Wykres 3.49 ilustruje wyniki badania częstości występowania ujemnych,

<sup>265</sup> 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



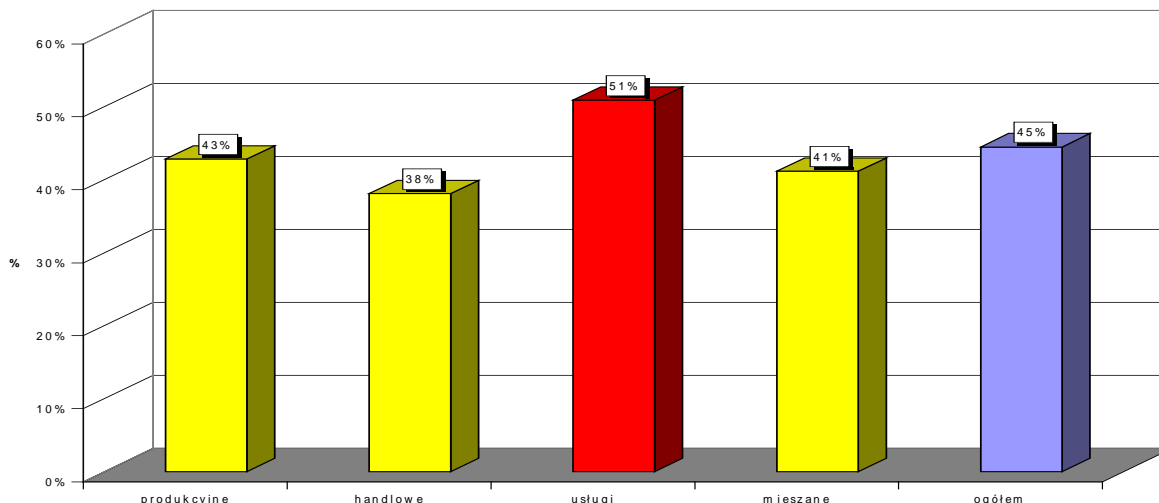
Wykres 3.50. Mediany skumulowanych wartości realnych parametrów *EVA*, *CVA*, *SVA* przy premii za ryzyko na poziomie 8%. Źródło: opracowanie własne

### 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

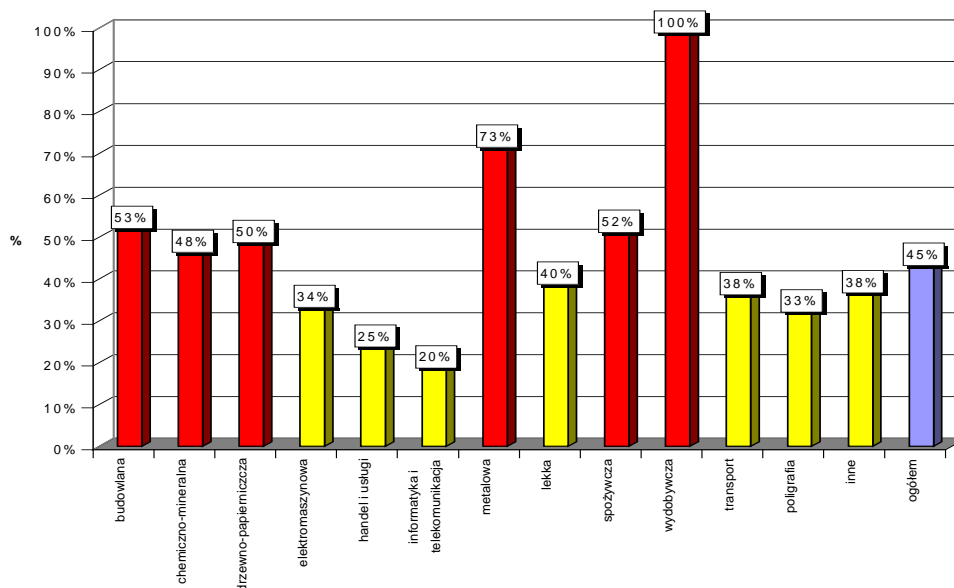
W kolejnym etapie badań wyodrębniono z próby badawczej te przedsiębiorstwa, których dwa z trzech parametrów *EVA*, *CVA*, *SVA* (przy 8% premii za ryzyko) wykazują ujemne skumulowane, realne wartości na koniec 2003 roku (pierwsza grupa). Kryterium to spełniało 45% przedsiębiorstw (85 ze 191 przedsiębiorstw). 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.



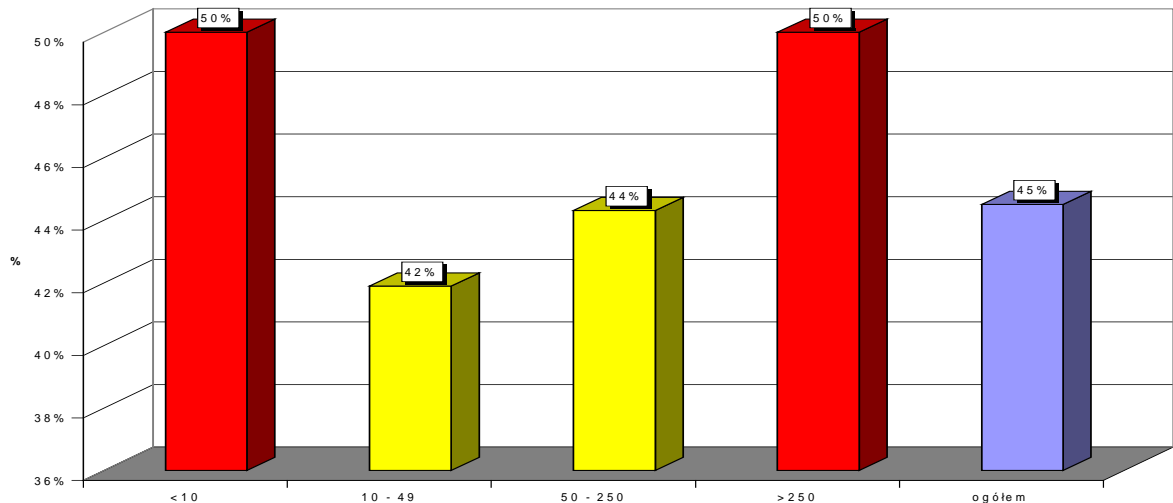
**Wykres 3.51. Struktura przedsiębiorstw, które nie kreują wartości ze względu na rodzaj prowadzącej działalności.** Źródło: opracowanie własne

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.



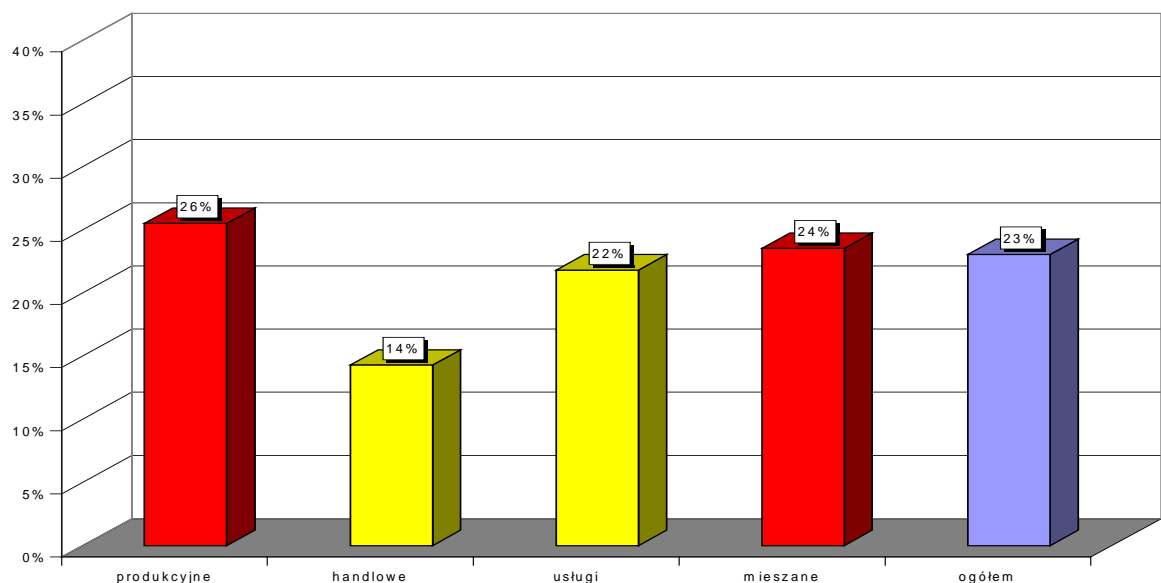
**Wykres 3.52. Struktura przedsiębiorstw, które nie kreują wartości ze względu na branżę działalności.** Źródło: opracowanie własne



**Wykres 3.53. Struktura przedsiębiorstw, które nie kreują wartości ze względu na 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.

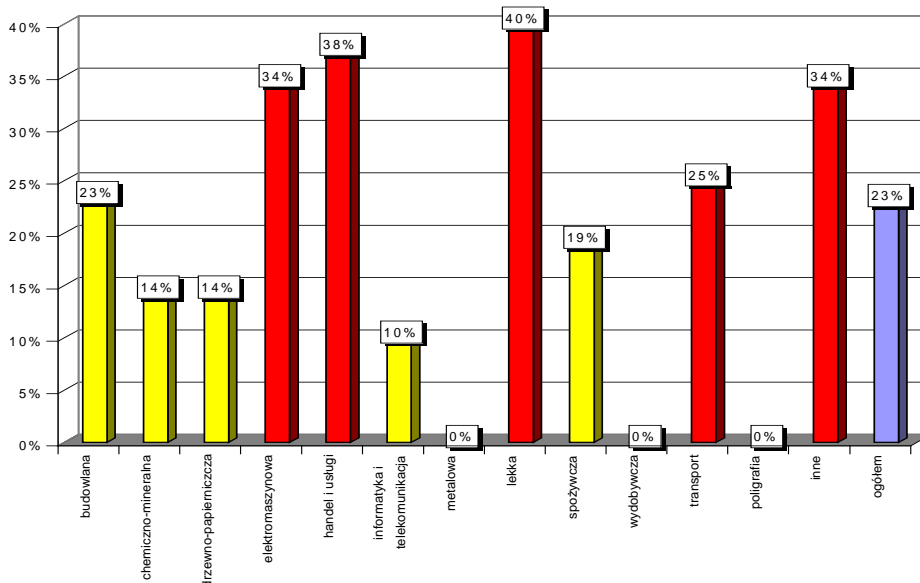


**Wykres 3.54. Struktura przedsiębiorstw, które kreują wartość ze względu na rodzaj prowadzącej działalności.** Źródło: opracowanie własne

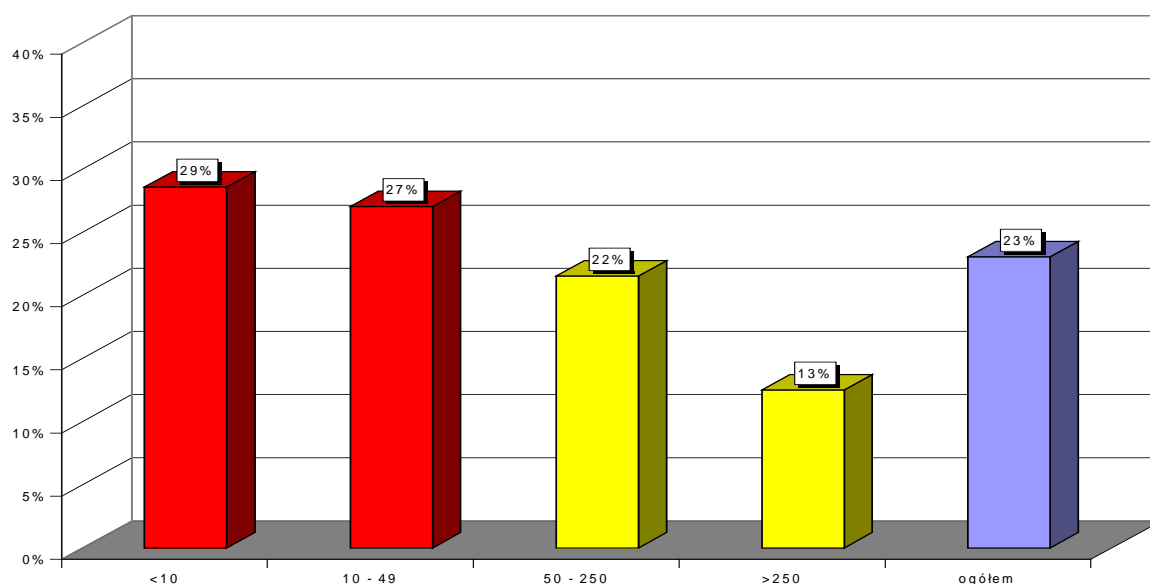


Wśród przedsiębiorstw, które kreują wartość ze względu na branżę, wszystkie z branż: lekkiej, elektromaszynowej, handlowo-usługowej, transportowej, oraz niesklasyfikowane wykazują dodatnie skumulowane, realne wartości trzech parametrów *EVA*, *CVA*, *SVA* na koniec 2003 roku (wykres 3.55). Słabiej prezentują 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

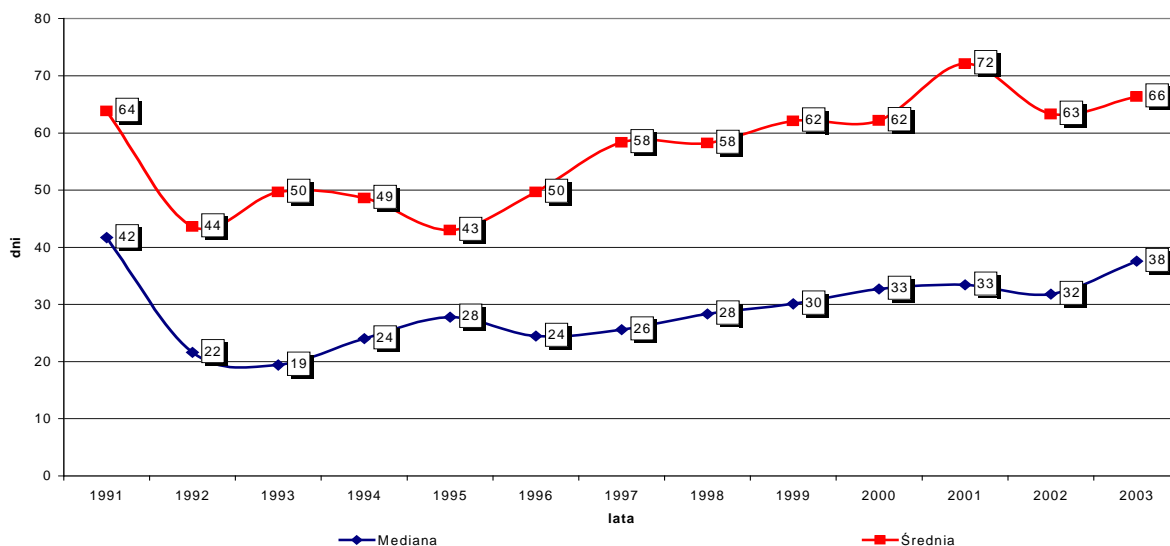
### Porównanie efektów zarządzania majątkiem obrotowym przedsiębiorstw, które powiększają swoją wartość, z przedsiębiorstwami, których wartość się zmniejsza

Tworzenie wartości przedsiębiorstwa jest wypadkową szeregu czynników, jednym z nich jest zarządzanie majątkiem obrotowym i źródłami jego finansowania.<sup>266</sup> 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.

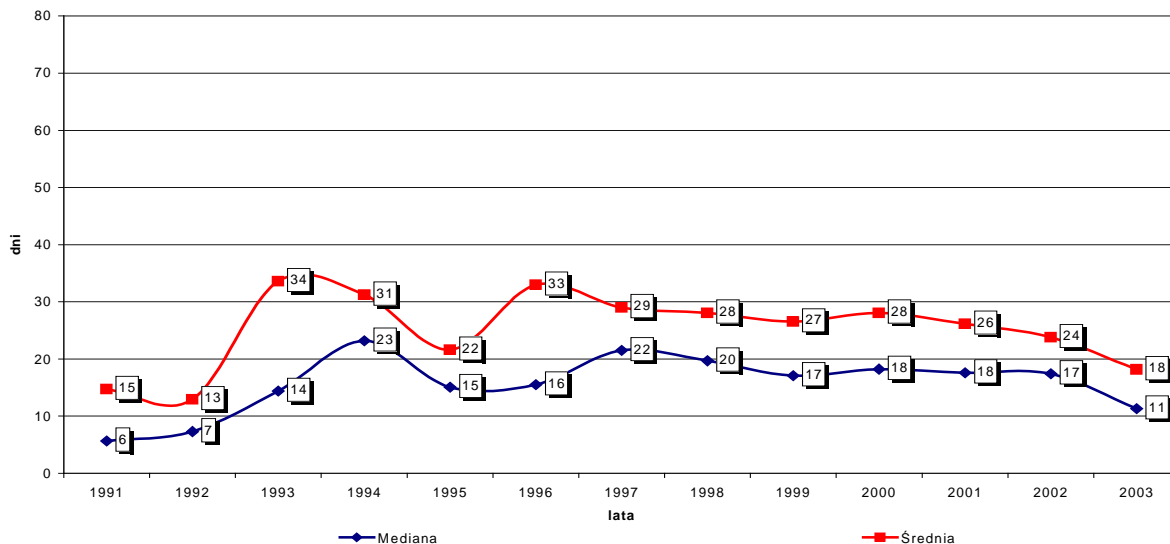
Średni okres obrotu zapasów przedsiębiorstw, które nie kreują wartości (57 dni), jest znacznie większy niż w całej badanej populacji i ponaddwukrotnie większy niż w przedsiębiorstwach, które powiększają swoją wartość (25 dni) (wykresy 3.57-3.58). Zakres zmian średniego obrotu zapasów przedsiębiorstw, 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

<sup>266</sup> Szerzej na ten temat w rozdziale 1.

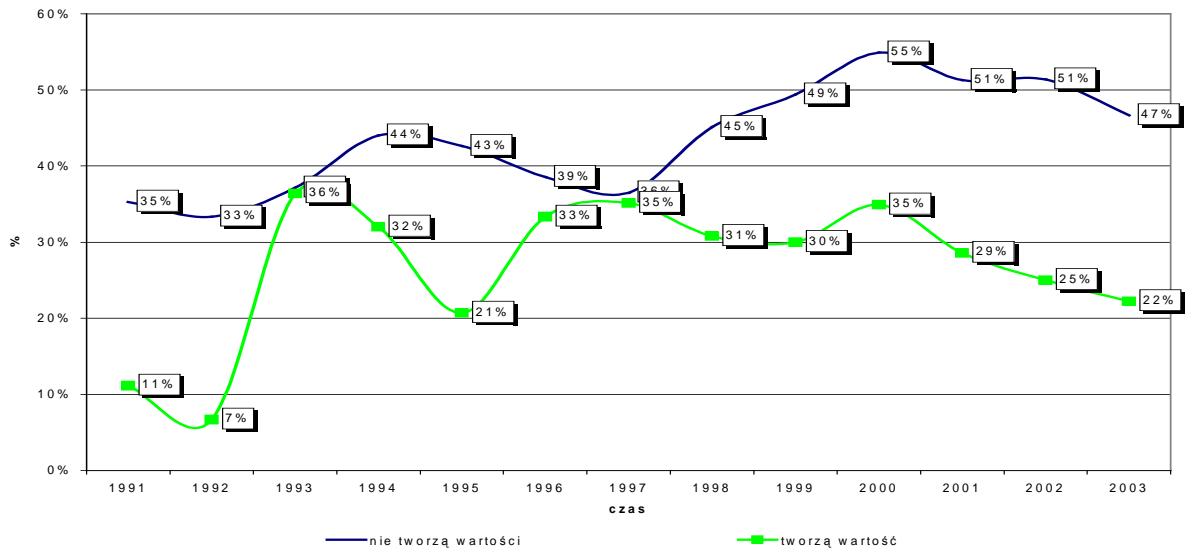
obrotu zapasów w dniach wskazuje na spadkową tendencję począwszy od 1993 roku. Zmniejszenie wartości tego wskaźnika począwszy od 1993 r., wskazuje na poprawę gospodarowania zapasami. Z tymi tendencjami korespondują wyniki prezentowane na kolejnym wykresie 3.59, który pokazuje, że w tej grupie średnio 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

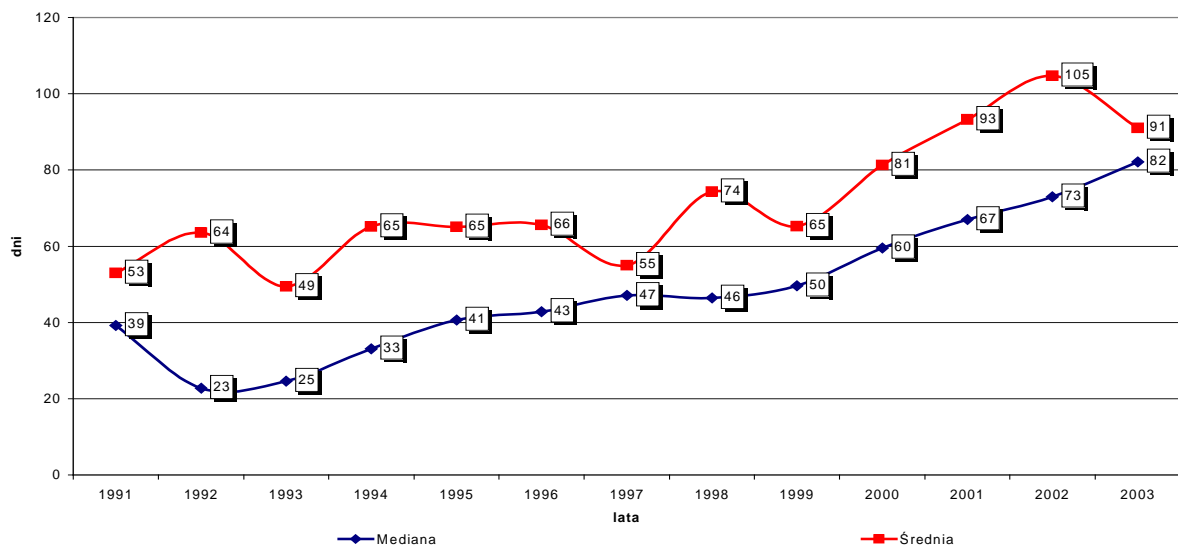


Wykres 3.58. Obrót zapasów w przedsiębiorstwach generujących wartość. Źródło: opracowanie własne

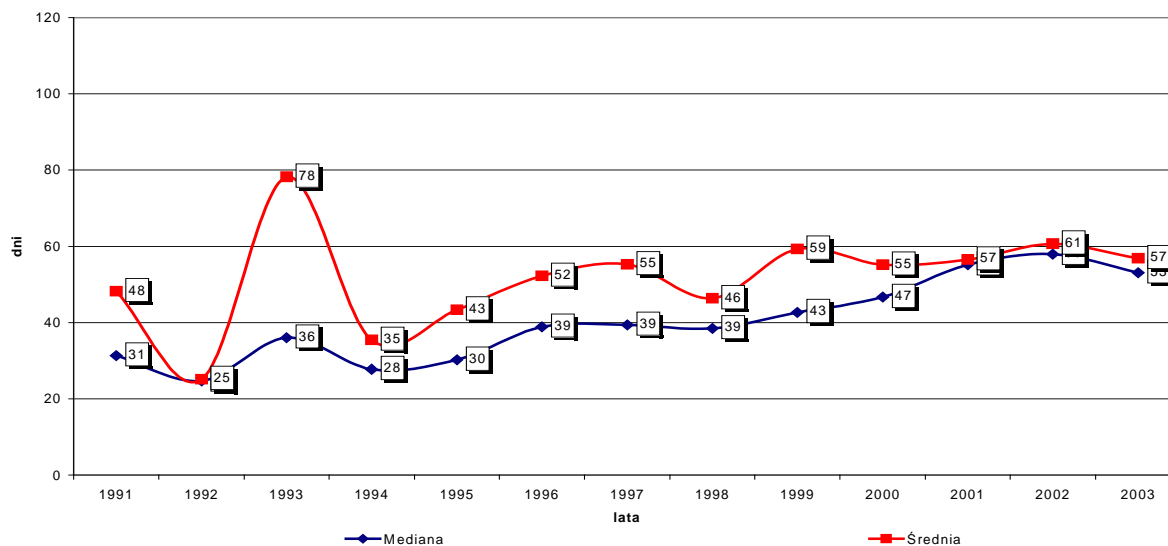


Wykres 3.59. Częstość występowania obrotu zapasów (>= 30 dniom) w przedsiębiorstwach, które generują i nie generują wartości. Źródło: opracowanie własne

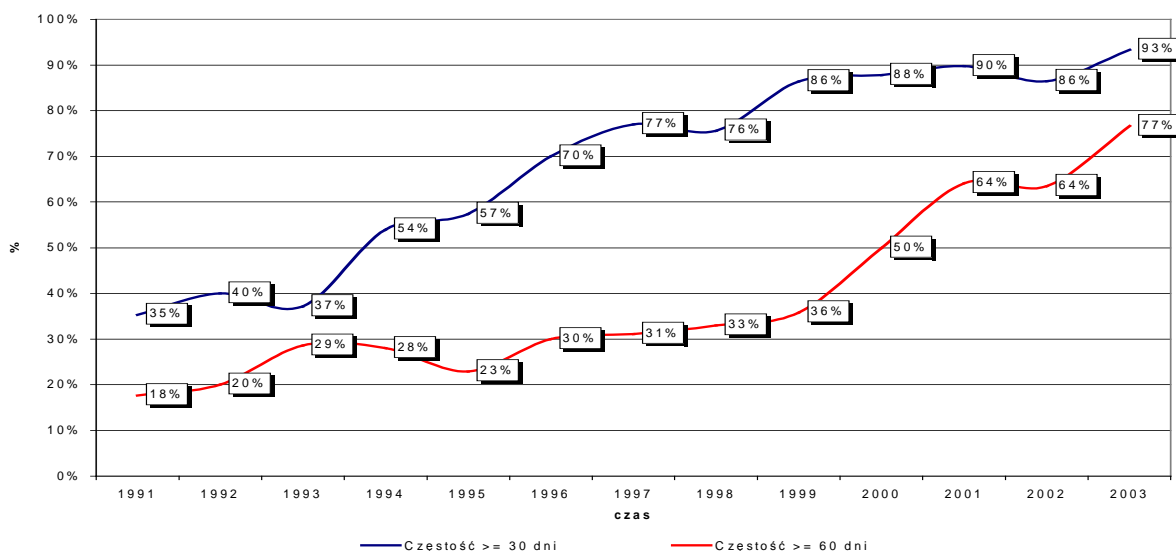
Średni okres obrotu należności brutto w dniach w przedsiębiorstwach, które nie tworzą wartości, wynosił 71 dni (jest wyższy niż w całej populacji - 63 dni) i jest znacznie wyższy niż w przedsiębiorstwach, które powiększają swoją wartość (52 dni). Z wykresów 3.60 i 3.61 wynika, że wydłużenie okresu obrotu należnościami występuje w obu grupach od roku 1994 r., z tym, że w przedsiębiorstwach, które kreują swoją wartość 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%).



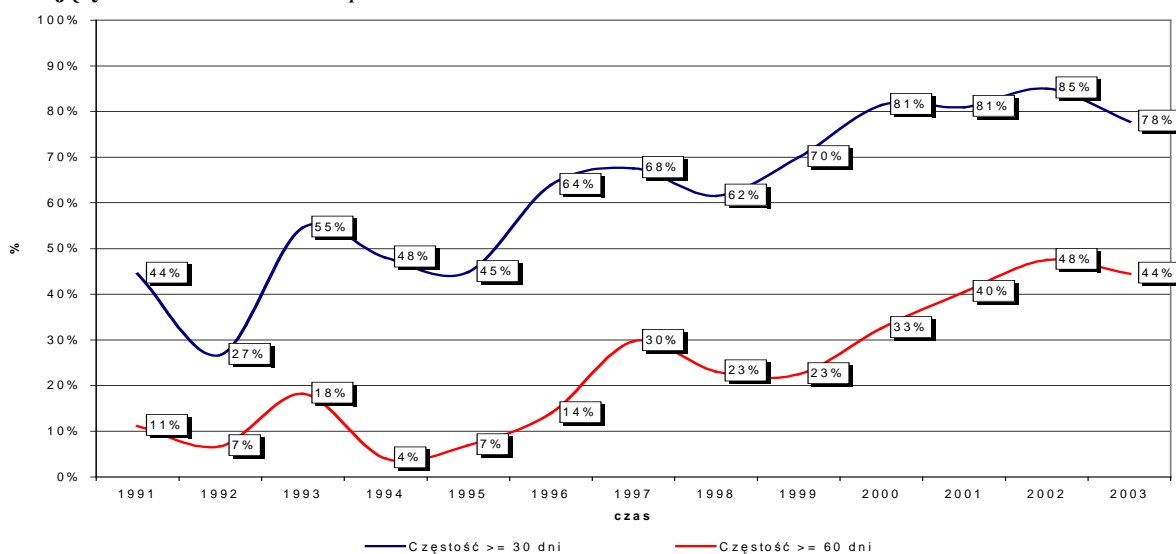
Wykres 3.60. Obrót należności w przedsiębiorstwach nie generujących wartości. Źródło: opracowanie własne



Wykres 3.61. Obrót należności w przedsiębiorstwach generujących wartość. Źródło: opracowanie własne

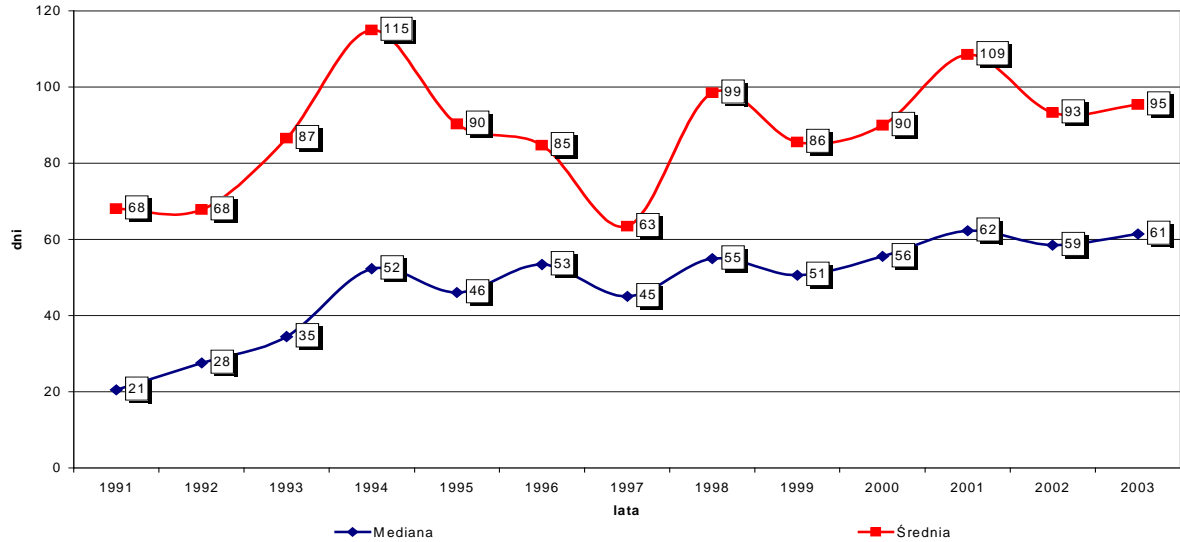


Wykres 3.62. Częstość występowania obrotu należności (>= 30 i 60 dniami) w przedsiębiorstwach nie generujących wartości. Źródło: opracowanie własne

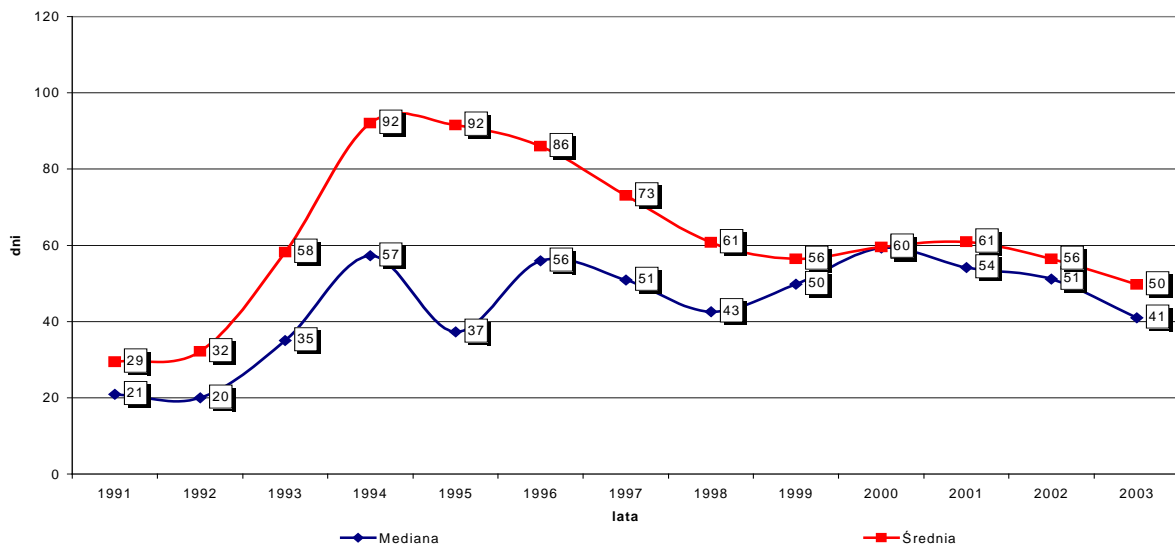


Wykres 3.63. Częstość występowania obrotu należności (>= 30 i 60 dniami) w przedsiębiorstwach generujących wartości. Źródło: opracowanie własne

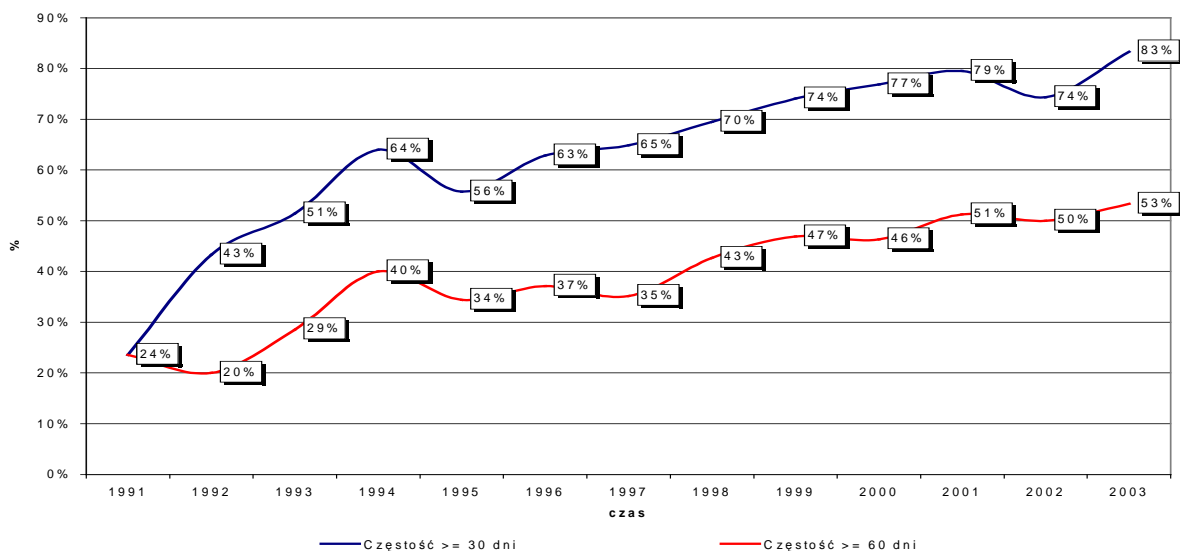
Przedsiębiorstwa nie tworzące wartości dłużej niż przedsiębiorstwa powiększające swoją wartość nie regulują swoich zobowiązań (wykres 3.64 i 3.65). Średni okres regulowania zobowiązań w dniach w pierwszej wynosi 88 dni i jest wyższy niż w całej populacji (62 dni). W konsekwencji częstości płacenia zobowiązań w czasie nie krótszym niż 30 dni oraz po okresie minimum 60 dni jest większa w pierwszej niż w drugiej grupie.



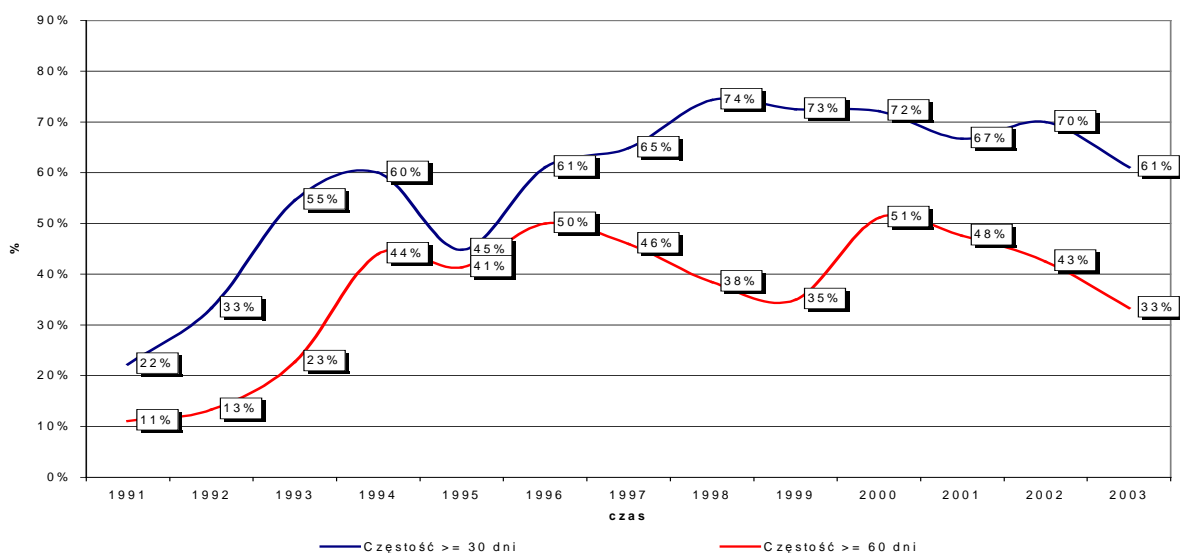
Wykres 3.64. Czas płacenia zobowiązań w przedsiębiorstwach nie generujących wartości. Źródło: opracowanie własne



Wykres 3.65. Czas płacenia zobowiązań w przedsiębiorstwach generujących wartość. Źródło: opracowanie własne

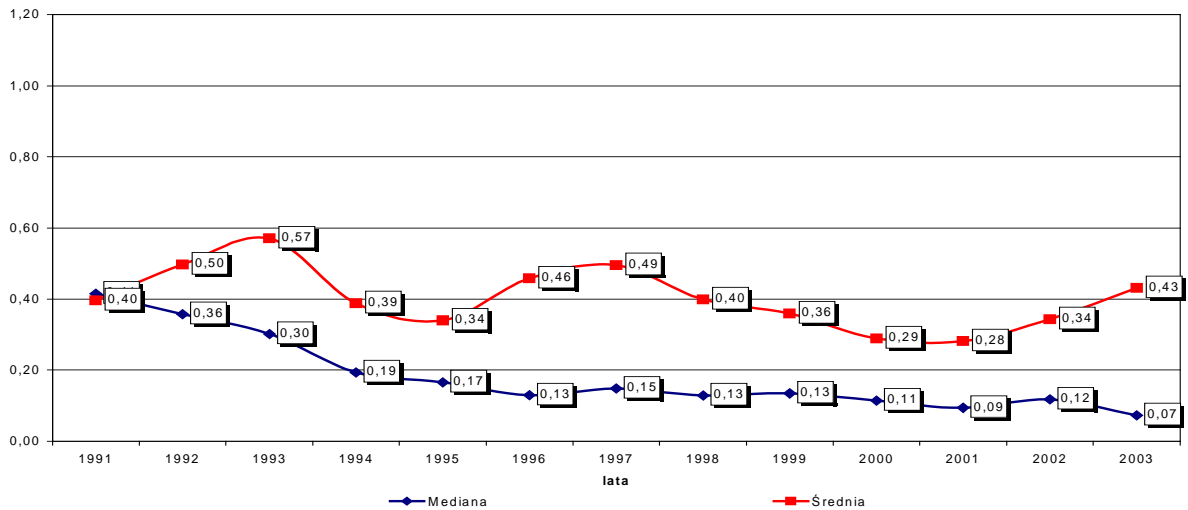


Wykres 3.66. Częstość występowania czasu płatności zobowiązań (>= 30 i 60 dniom) w przedsiębiorstwach nie generujących wartości. Źródło: opracowanie własne

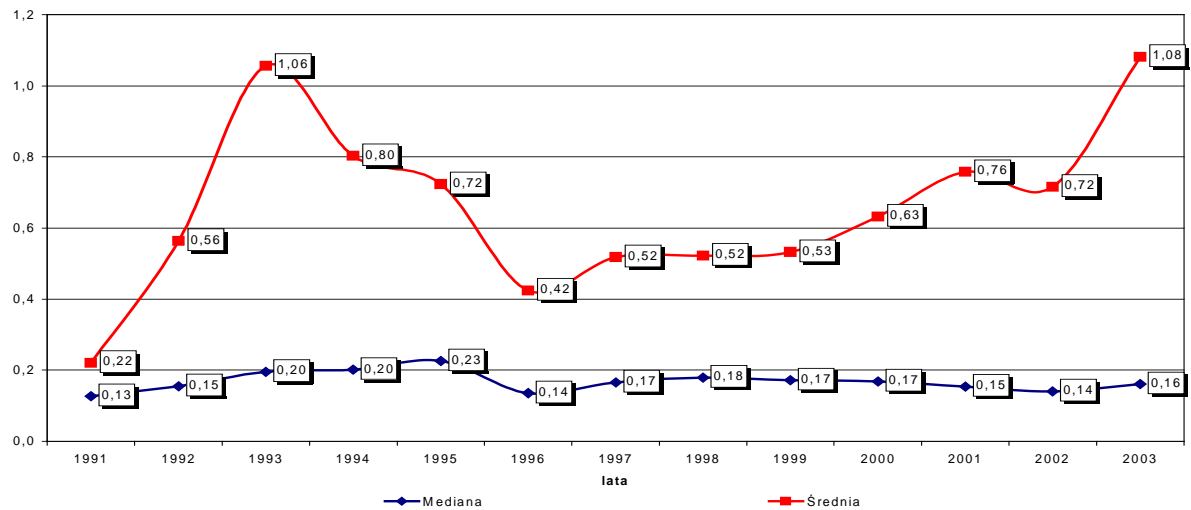


Wykres 3.67. Częstość występowania czasu płatności zobowiązań (>= 30 i 60 dniom) w przedsiębiorstwach generujących wartość. Źródło: opracowanie własne

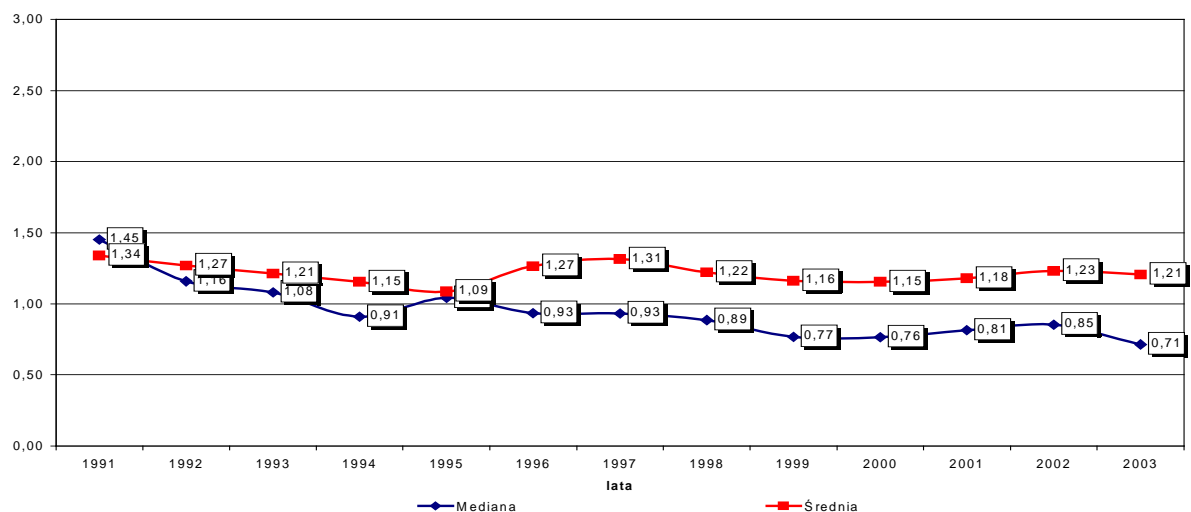
W przedsiębiorstwach nie powiększających swojej wartości średnia płynności I stopnia (wykresy 3.68-3.69) jest o blisko 40% niższa niż w drugiej grupie (mediana w obu grupach przeciętnie kształtuje się na podobnym poziomie). Płynność II stopnia w pierwszej grupie przedsiębiorstw jest niższa o 22%, a płynność 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

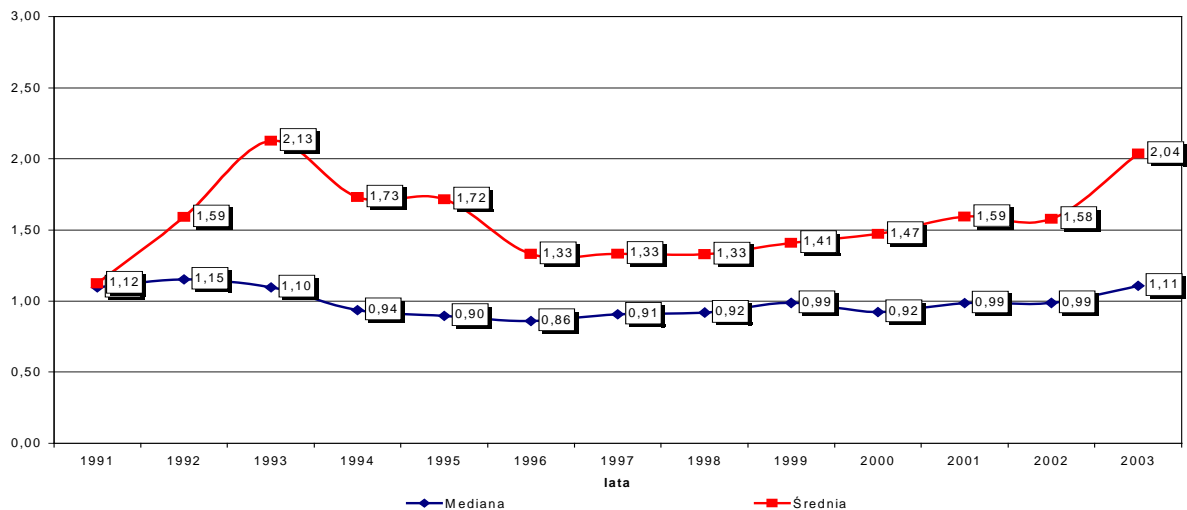


Wykres 3.69. Wskaźnik płynności I stopnia w przedsiębiorstwach generujących wartość. Źródło: opracowanie własne

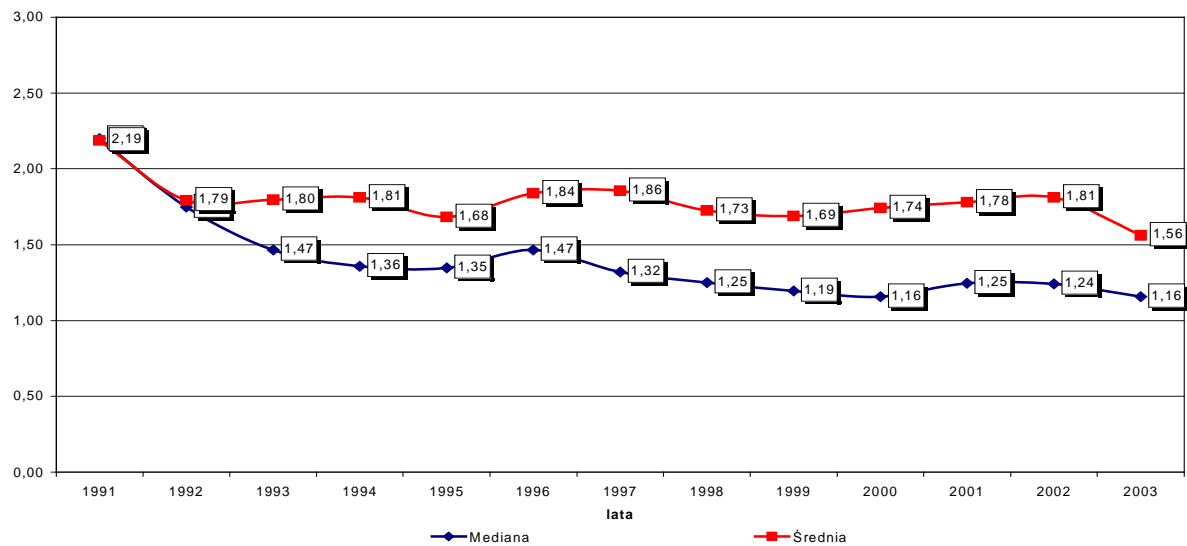


Wykres 3.70. Wskaźnik płynności II stopnia w przedsiębiorstwach nie generujących wartości. Źródło: opracowanie własne

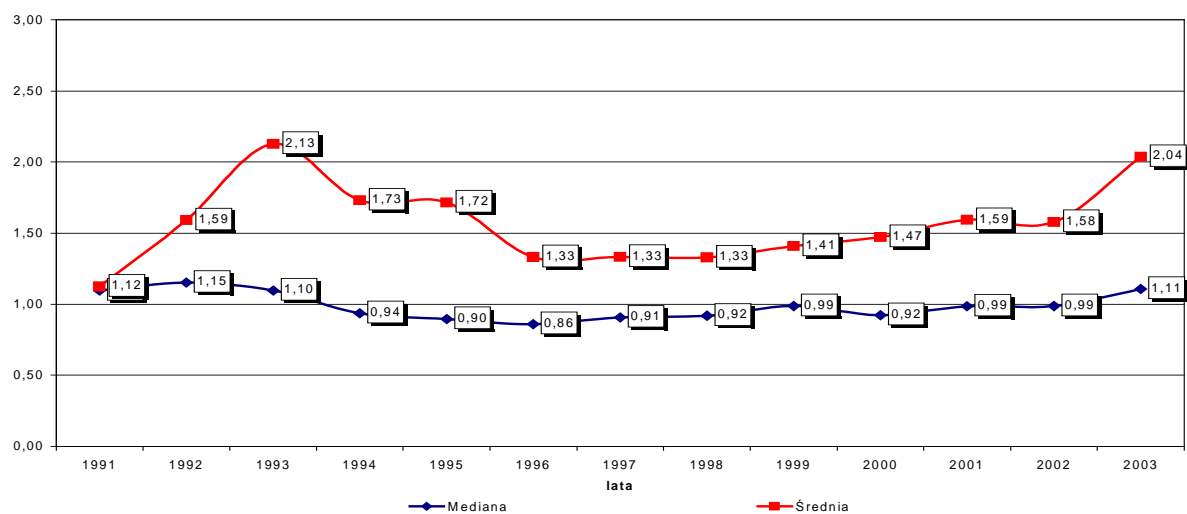




Wykres 3.71. Wskaźnik płynności II stopnia w przedsiębiorstwach generujących wartość. Źródło: opracowanie własne

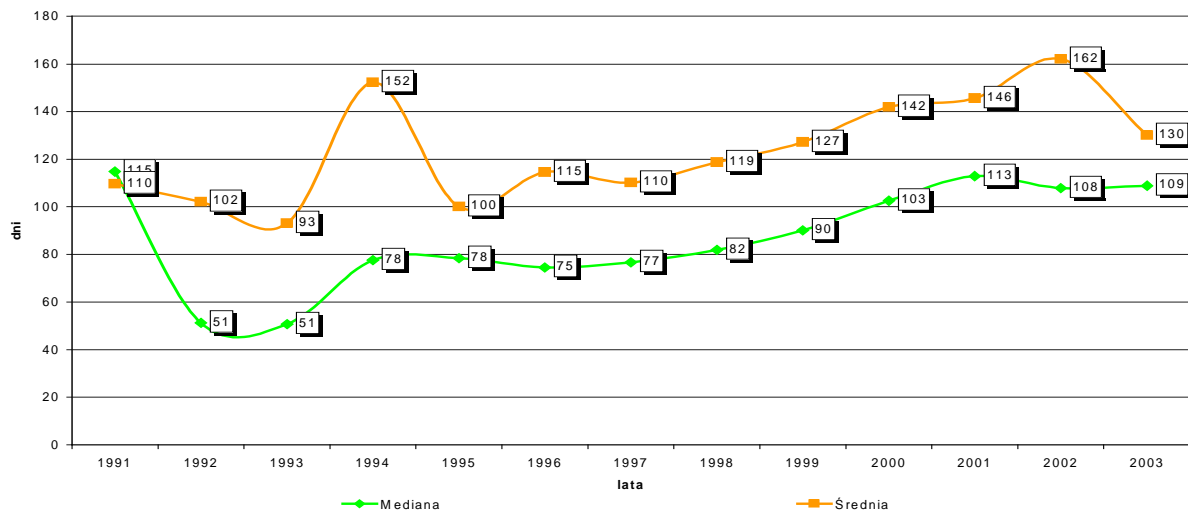


Wykres 3.72. Wskaźnik płynności III stopnia w przedsiębiorstwach nie generujących wartości. Źródło: opracowanie własne

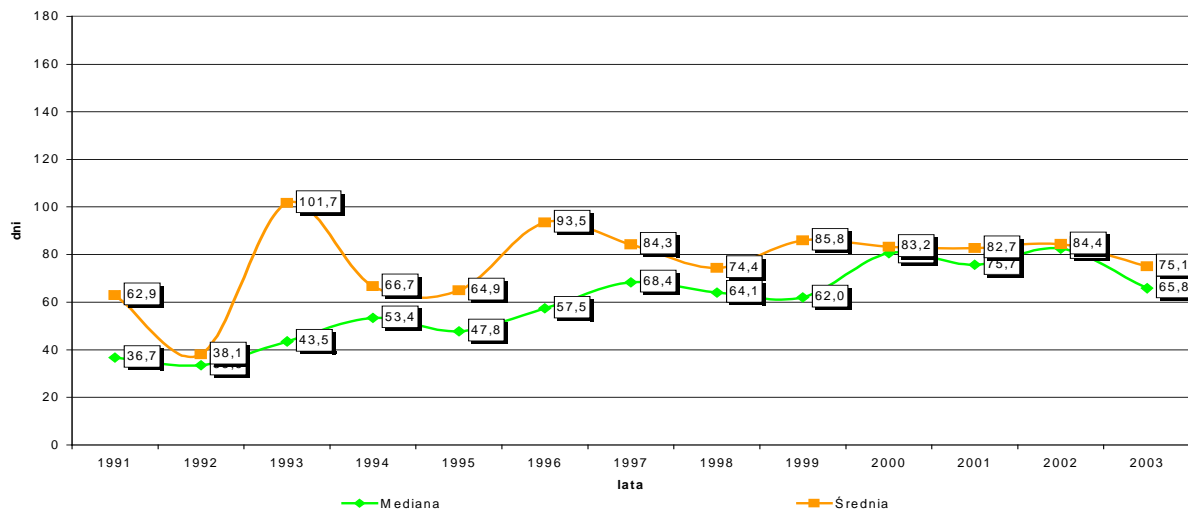


Wykres 3.73. Wskaźnik płynności III stopnia w przedsiębiorstwach generujących wartość. Źródło: opracowanie własne

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.



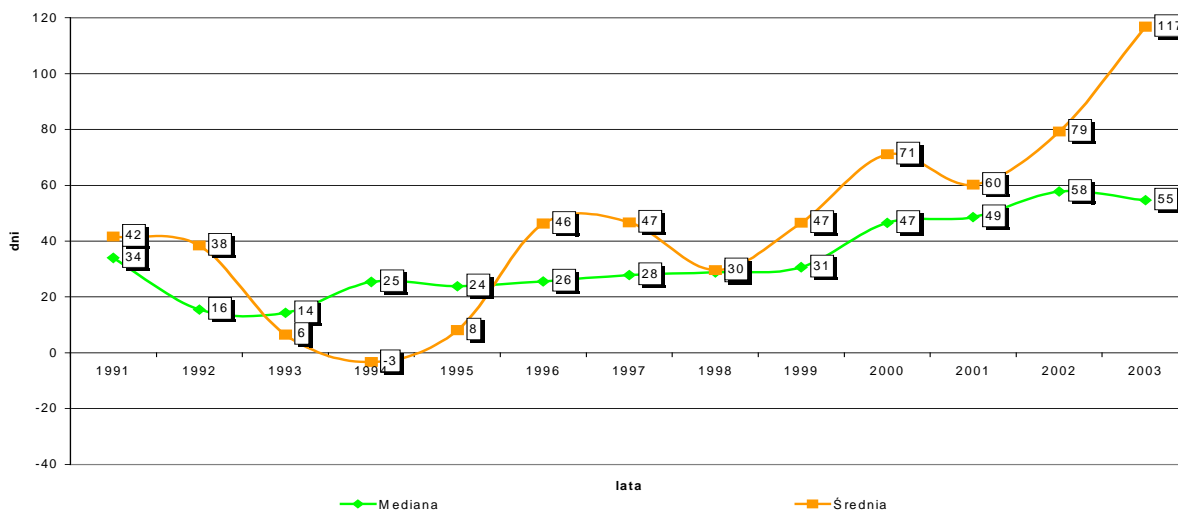
**Wykres 3.74. Wskaźnik cyklu operacyjnego w przedsiębiorstwach nie generujących wartości.** Źródło: opracowanie własne



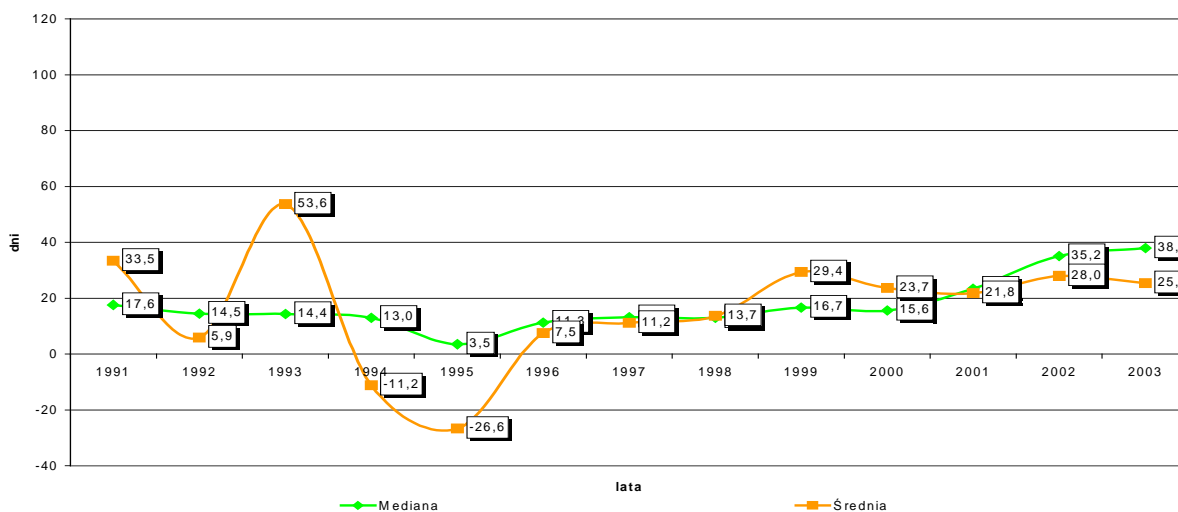
**Wykres 3.75. Wskaźnik cyklu operacyjnego w przedsiębiorstwach generujących wartość.** Źródło: opracowanie własne

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.



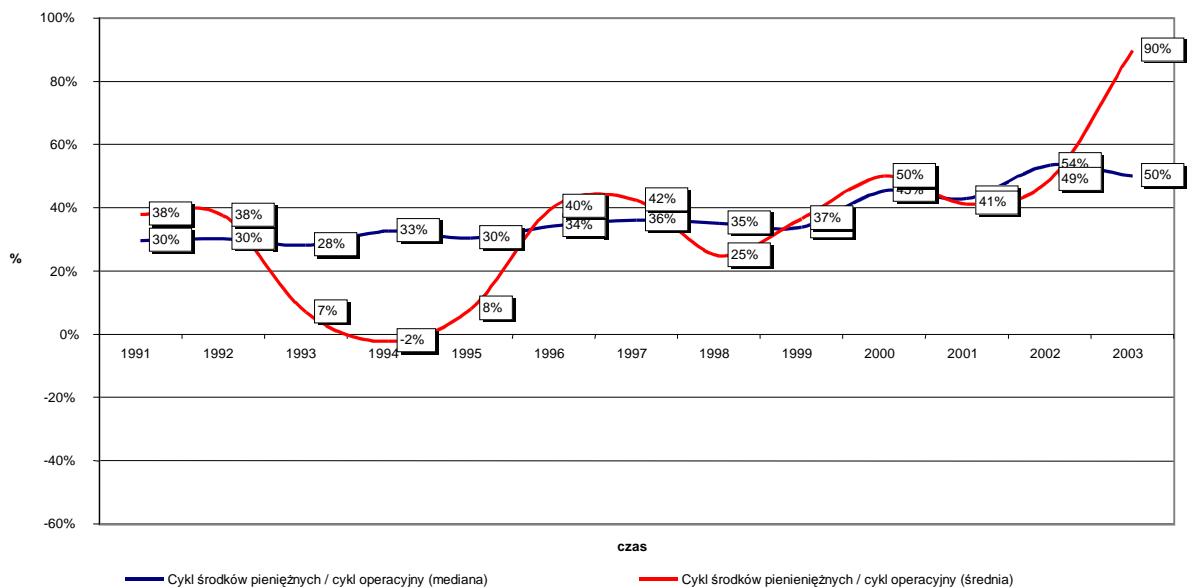
**Wykres 3.76. Wskaźnik cyklu środków pieniężnych w przedsiębiorstwach nie generujących wartości.** Źródło: opracowanie własne



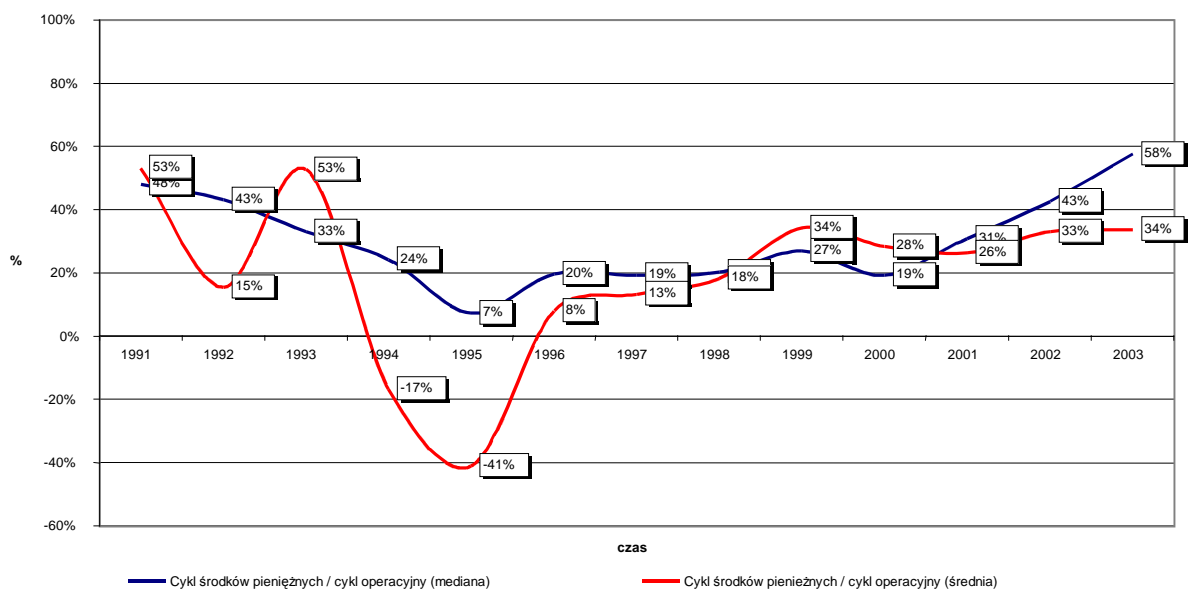
**Wykres 3.77. Wskaźnik cyklu środków pieniężnych w przedsiębiorstwach generujących wartość.** Źródło: opracowanie własne

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.

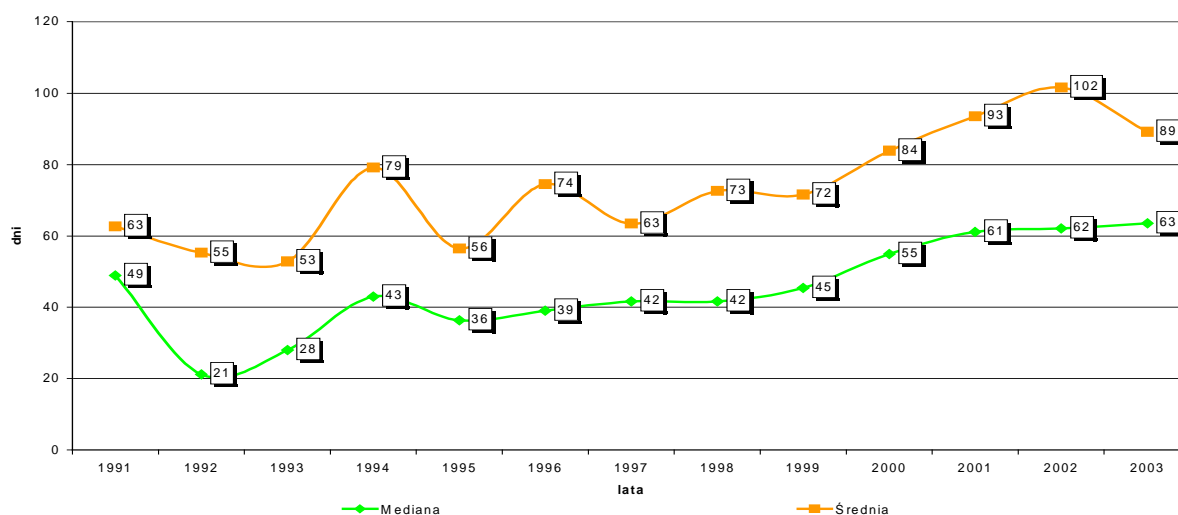


**Wykres 3.78. Cykl środków pieniężnych w relacji do cyklu operacyjnego w przedsiębiorstwach nie generujących wartości.** Źródło: opracowanie własne

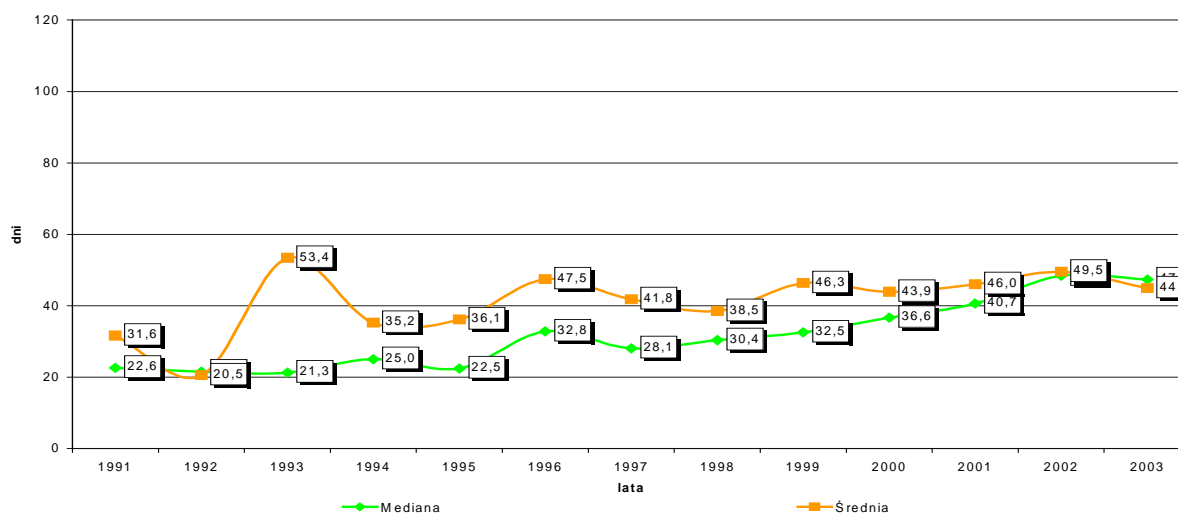


**Wykres 3.79. Cykl środków pieniężnych w relacji do cyklu operacyjnego w przedsiębiorstwach generujących wartość.** Źródło: opracowanie własne

Średnia oraz mediana wskaźnika upłynnienia 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.

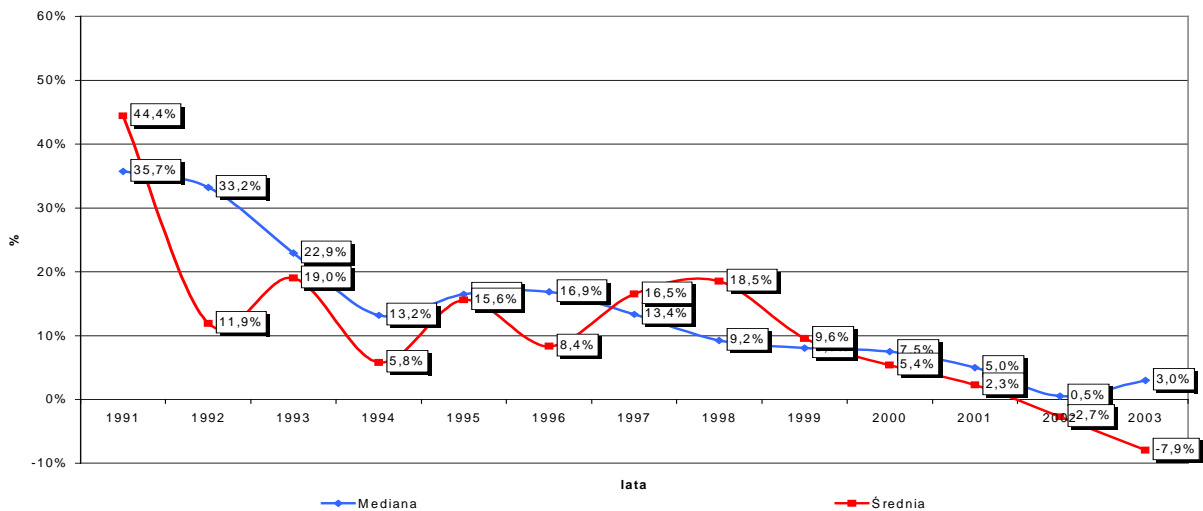


Wykres 3.80. Wskaźnik upłynnienia w przedsiębiorstwach nie generujących wartości. Źródło: opracowanie własne

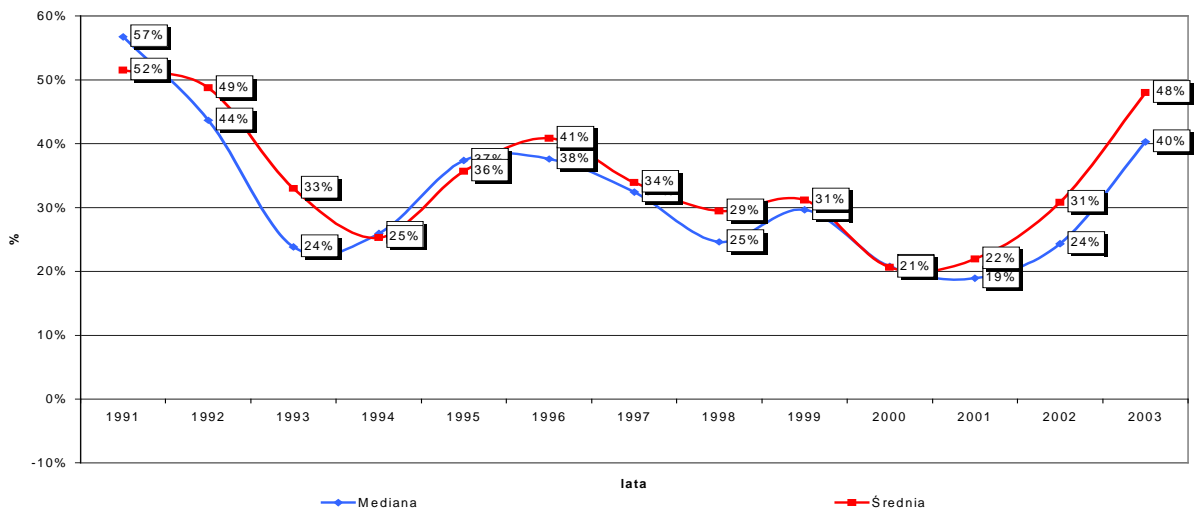


Wykres 3.81. Wskaźnik upłynnienia w przedsiębiorstwach generujące wartość. Źródło: opracowanie własne

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 rozdzwitek następuje w ostatnich dwóch latach badania, kiedy to produktywność w drugiej grupie przedsiębiorstw wyraźnie wzrosła.

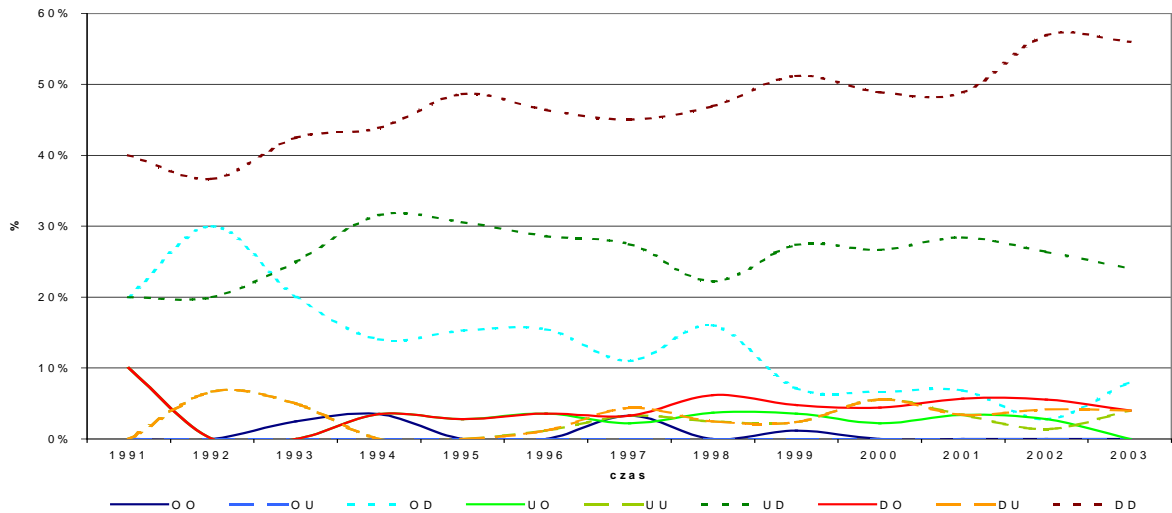


Wykres 3.82. Wskaźnik produktywności majątku obrotowego brutto w przedsiębiorstwach nie generujących wartości. Źródło: opracowanie własne

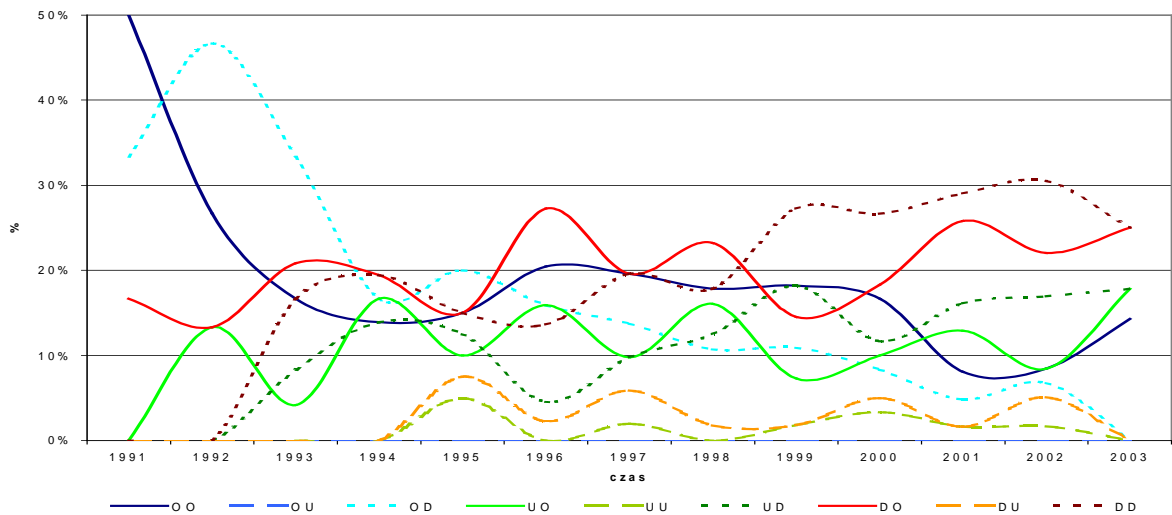


Wykres 3.83. Wskaźnik produktywności majątku obrotowego brutto w przedsiębiorstwach generujących wartość. Źródło: opracowanie własne

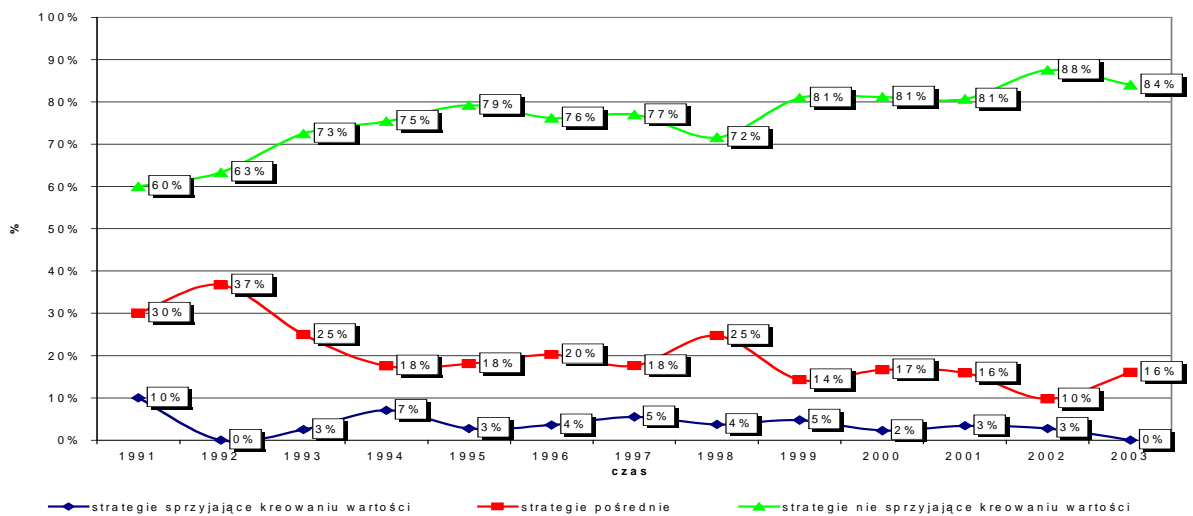
Jeśli porównać kombinacje strategii realizowanych w obszarze majątku i źródeł jego finansowania w obu grupach przedsiębiorstw, okaże się, że przeciętnie wśród przedsiębiorstw nie tworzących wartości częściej realizowana jest strategia defensywna w obszarze zarządzania majątkiem obrotowym (przeciętnie 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, następną 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% strategii, 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

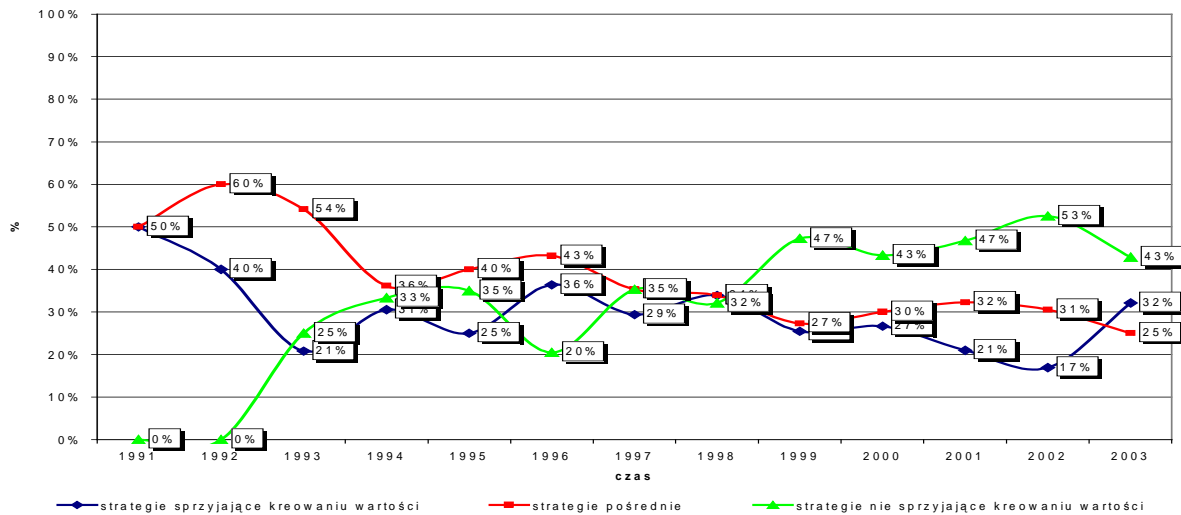


Wykres 3.85. Zmiany w kombinacjach strategii zarządzania majątkiem obrotowym i źródłami jego finansowania w przedsiębiorstwach generujących wartość. Źródło: opracowanie własne



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
Upiynienie	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