

Piotr Szymański

Akademia Ekonomiczna we Wrocławiu

ZARZĄDZANIE MAJĄTKIEM OBROTOWYM W PROCESIE KREOWANIA WARTOŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA – WYNIKI BADAŃ

1. Wprowadzenie

W ostatnich latach w nurt wieloletnich dyskusji na temat podstawowego celu funkcjonowania przedsiębiorstwa wpisała się koncepcja zarządzania wartością – *VBM (value based management)*, która za nadrzędny cel istnienia przedsiębiorstwa stawia tworzenie wartości dla jego właścicieli. Koncepcja ta uzyskała najmocniejszą pozycję, w sferze zarówno teoretycznej, jak i praktycznej, w Stanach Zjednoczonych Ameryki. Z biegiem czasu (poprzez rynki kapitałowe) rozprzestrzeniła się w całej Europie, dotarła również do Polski. Koncepcja *VBM* jest istotna ze społecznego punktu widzenia. Według popularnego sloganu „wszyscy jesteśmy akcjonariuszami”, a to oznacza, że wiele naszych świadczeń zależy od sukcesów przedsiębiorstw w zakresie kreowania wartości. Nie mały wpływ na wzrost popularności tej koncepcji w Polsce miała reforma systemu ubezpieczeń społecznych, która spowodowała powstanie nowych inwestorów instytucjonalnych – funduszy emerytalnych. Organizacje te, tak jak to miało miejsce wcześniej w innych krajach, wymuszają na przedsiębiorstwach większą dbałość o interes właścicieli. Ten proces powoli zachodzi na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW), a z czasem, za pośrednictwem banków, funduszy inwestycyjnych oraz przez wzajemne powiązania między przedsiębiorstwami, obejmie pozostałe przedsiębiorstwa. Zjawisko to daje możliwość poprawienia efektywności przedsiębiorstw oraz zwiększenia szans rozwojowych polskiej gospodarki. Z powyższych przyczyn istotne jest zdiagnozowanie obecnej sytuacji w zakresie kreowania wartości i sprawdzenie, jaka część polskich przedsiębiorstw zwiększa swoją wartość.

Jak wynika z dotychczasowych obserwacji, koncepcja *VBM* nie jest chwilową modą lansowaną przez firmy konsultingowe, gdyż już wywarła istotny wpływ na zmianę myślenia i zmianę spojrzenia na efektywność w wielu przedsiębiorstwach na świecie (np.: Boots, Briggs and Stratton, Cadbury Schweppes, Coca-Cola, Danone, Dow Chemical, Elf Aquitaine, ENI, EVC, General Electric, Hoechst, ICI, Lloyds Bank, Nestle, Nokia, Novo Nordisk, OMV, Quaker Oats, Reuters, Siemens, Swiss Re, Veba ale także polski PKN Orlen, Teta). Dyskusja w środowisku naukowym w Polsce nad koncepcją zarządzania wartością rozpoczęła się stosunkowo niedawno, a mimo to zaowocowała szeregiem prac o charakterze teoretycznym i praktycznym (A. Cwynar, W. Cwynar, T. Dudycz, W. Majdzik, M. Marcinkowska, E. Mączyńska, M. Michalski, L. Pietrewicz, A. Rutkowski, M. Siudak, W. Skoczyła, R. Stepnowski, A. Szablewski, T. Waśniewski, D. Wędzki, M. Zawadzki). Główny wniosek płynący z dotychczasowych badań przeprowadzonych w Polsce jest następujący: przebadane spółki marnotrawią zainwestowany kapitał, co nie gwarantuje im stabilnego, długoterminowego rozwoju. Marnotrawienie kapitału jest skutkiem realizowania inwestycji o ujemnej *NPV* (*net present value*). Z badań tych wynikało również, iż zarządy polskich przedsiębiorstw nie przywiązują należytej wagi do wartości rynkowej swoich firm i zarządzania wartością. Większość przedsiębiorstw nie przysparza wartości udziałowcom lub akcjonariuszom, a zarządy oraz właściciele spółek nadmierną uwagę przywiązują do wskaźników opartych na zysku, przez co alokacja kapitału w przedsiębiorstwach jest mało efektywna.

Istotą zarządzania wartością jest podejmowanie takich działań strategicznych i operacyjnych, w wyniku których kapitał wykorzystywany do finansowania aktywów przedsiębiorstwa osiąga najwyższą wartość rynkową. Jednym z głównych obszarów rodzących zapotrzebowanie na kapitał jest potrzeba finansowania aktywów obrotowych. Wpływ na poziom kapitału zaangażowanego w aktywach obrotowych mają zarówno decyzje strategiczne, jak np. polityka opustów, wybór dostawców, jak i decyzje operacyjne, wpływające np. na efektywność inkasa czy efektywne stosowanie systemów informatycznych. Wielu autorów uważa, że wpływ zarządzania aktywami operacyjnymi ma bardzo duży wpływ na zapotrzebowanie na kapitał, a tym samym na wzrost wartości przedsiębiorstwa, np. według P. Finegana [1999] składniki majątku obrotowego (aktywów obrotowych) należą do czynników o największym wpływie na wartość. Także A. Rappaport [2000, s. 65] inwestycje w aktywa obrotowe uważa za jeden z istotniejszych czynników kształtowania wartości przedsiębiorstwa.

Pojawienie się koncepcji *VBM* jest dobrym momentem, aby ponownie przyrzeć się zarządzaniu zasobami, należnościami oraz środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami. Podstawowym celem tego artykułu jest empiryczna weryfikacja wpływu zarządzania majątkiem obrotowym na „lukę wartości”¹ oraz identyfikacja błędów popełnianych przez polskie przedsiębiorstwa w tym obszarze.

¹ „Luka wartości” – różnica między potencjalną wartością przedsiębiorstwa, jaką mogłoby osiągnąć gdyby było dobrze zarządzane, a jego aktualną wartością rynkową.

2. Przedmiot badań

Badaniami przeprowadzonymi w 2004 r. objęto przedsiębiorstwa prywatne istniejące w latach 1991-2003. Zastosowano przy tym następujące kryteria:

- siedziba firmy (województwa: dolnośląskie, opolskie, lubuskie, wielkopolskie),
- forma prawno-organizacyjna (spółka z o.o. lub spółka akcyjna),
- branża (tak aby próba była zróżnicowana),
- własność (prywatne).

Główny trzon badań stanowiły dane zawarte w sprawozdaniach finansowych i odpowiedziach na ankiety. O wzięcie udziału w badaniu za pośrednictwem ankiety zwrócono się do 700 przedsiębiorstw. W efekcie zebrano 82 ankiet i 1734 sprawozdania finansowe od 191 przedsiębiorstw.

Spośród badanych przedsiębiorstw przeważały spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, niewielką część stanowiły spółki akcyjne. Przedsiębiorstwa te ogółem zatrudniają blisko 27 000 osób. Ze względu na liczbę zatrudnionych badane przedsiębiorstwa podzielono na następujące kategorie używane w statystyce publicznej (GUS): do 9 zatrudnionych, 10-49 zatrudnionych i powyżej 50 zatrudnionych. Podział ten uzupełniono o dodatkową kategorię przedsiębiorstw, zatrudniających powyżej 250 osób. Udział procentowy przedsiębiorstw w poszczególnych kategoriach ilustruje wykres na rys. 1. Dalsze wykresy (rys. 2-4) pokazują klasyfikację badanych przedsiębiorstw ze względu na rodzaj działalności, branżę i czas funkcjonowania.

3. Metodyka badań

Ankiety rozesłano do 700 przedsiębiorstw z: Dolnego Śląska, Lubuskiego, Opolszczyzny i Wielkopolski skierowana w miarę możliwości imiennie do prezesów zarządu, jednak z rozmów telefonicznych wynikało, że wypełniali je również główni księgowi lub dyrektorzy finansowi. Zebrane dane i otrzymane wyniki zostały przeanalizowane w następujących przekrojach:

- cała populacja badanych przedsiębiorstw,
- przedsiębiorstwa, które zwiększają i zmniejszają swoją wartość.

Przyjętą w badaniach metodykę obliczania parametrów wykorzystywanych w koncepcji *VBM* zawarto w tab. 2.

Tabela 1. Metodyka obliczania mierników EVA, CVA, SVA, CFROI

Metodyka obliczania parametrów wykorzystywanych do mierzenia efektu kreacji wartości przedsiębiorstwa				
1	2	3	4	5
Wzór	EVA	CVA	SVA	CFROI
	$EVA_t = NOPAT_t - WACC_t \times C_{t-1}$	$CVA_t = GOPAT_t - (WACC \times BA_{t-1})$ $GOPAT_t = NOPAT_t + d_t$	$SVA = \frac{\Delta NOPAT}{WACC}$ $-\left(\Delta I_{FA} + \frac{\Delta I_{WC}}{(1+WACC)} \right)$	$CFROI = k \Rightarrow \sum_{i=1}^n \frac{BCF_i}{(1+k)^i} + \frac{ANA_n}{(1+k)^n} = IB$
Opis symboli	$NOPAT_t$ – skorygowany zysk operacyjny netto po opodatkowaniu C – skorygowany kapitał zainwestowany $WACC_t$ – średni ważony koszt kapitału w okresie t	CVA_t – gotówkowa wartość dodana $GOPAT_t$ – zysk operacyjny brutto po opodatkowaniu uzyskany za okres od $t-1$ do t BA_{t-1} – aktywa brutto d_t – amortyzacja	I_{FA} – inwestycje w majątek trwały I_{WC} – inwestycje w majątek obrotowy	BCF_t – brutto cash flow ANA_n – aktywa nieamortyzowane IB – inwestycje brutto K – stopa dyskontowa
$NOPAT$	$NOPAT$ wykorzystywany w miernikach koncepcji VBM proponuje się obliczyć jako: różnicę między $EBIT$ obliczonym jako zysk/stratę na działalności operacyjnej z rachunku zysków i strat powiększony o: – utworzone w danym roku rezerwy na należności, – wartość sprzedanych składników majątku trwałego, – odsetki z działalności finansowej (z wyjątkiem przychodów uzyskiwanych z długoterminowych papierów wartościowych), – inne przychody finansowe, i pomniejszony o: – rozwiązane w danym roku rezerwy na należności, – wykorzystane rezerwy na należności, – przychody ze sprzedaży składników majątku trwałego a podatkiem od $EBIT$ obliczonym według nominalnej stopy podatkowej			
$WACC$	Średni ważony koszt kapitału – $WACC$ odpowiada sumie procentowego kosztu kapitału własnego i procentowego kosztu kapitału obcego, ważonego udziałem w kapitale zainwestowanym ^a . Na jego potrzeby koszt kapitału własnego w ujęciu procentowym proponuje się obliczyć na podstawie średniej rentowności w danym roku 52-tygodniowych bonów skarbowych powiększoną o premię za ryzyko na poziomie 8% (podstawą była dyskusja prowadzona na ten temat w literaturze przedmiotu)*. Natomiast koszt długu po opodatkowaniu proponuje się obliczyć jako iloczyn relacji odsetek wynikających z rachunku zysków i strat (ewentualnie z informacji dodatkowej) do średniego kapitału obcego odsetkowego ^f , a następnie pomniejszać o efekt tarczy podatkowej			

Tabela 1, cd.

1	2	3	4	5
Pozostałe parametry	Kapitał zainwestowany (C) proponuje się obliczyć jako sumę kapitału własnego obliczonego jako: 1 wariant: kapitał własny z początku roku – dla przedsiębiorstw, które nie wypłacają dywidendy 2 wariant: kapitał własny z początku roku minus przewidywana dywidenda – dla przedsiębiorstw, które w przeszłości wypływały dywidendy plus kapitał obcy odsetkowy z początku roku (do dwóch wariantów) Do obliczenia kapitałów obcych odsetkowych proponuje się przyjąć: długoterminowe zobowiązania i krótkoterminowe: pożyczki, obligacje, papiery wartościowe, zobowiązania wekslowe	Aktywa brutto z początku roku (BA) proponuje się obliczyć jako sumę: aktywów całkowitych równych aktywom z bilansu, skumulowanej amortyzacji (przy czym amortyzacja jest kumulowana jedynie przez przeciętny czas użytkowania rzeczowego majątku trwałego obliczony na podstawie amortyzacji i wartości brutto tych składników majątku trwałego, które podlegają amortyzacji) pomniejszoną o wielkość zobowiązań bezodsetkowych GOPAT proponuje się obliczyć jako sumę NOPAT oraz amortyzacji wykazywaną w rachunku zysków i strat, w rachunku przepływów pieniężnych lub informacji dodatkowej	Inwestycje w majątek trwały (I_{FA}) powyżej amortyzacji proponuje się określić na podstawie zmiany stanu aktywów trwałych brutto (z wyłączeniem inwestycji długoterminowych) w kolejnych latach pomniejszoną o wielkość amortyzacji wykazywaną w rachunku zysków i strat, w rachunku przepływów pieniężnych lub informacji dodatkowej Inwestycje w majątek obrotowy (I_{WC}) proponuje się obliczyć jako różnicę między aktywami obrotowymi skorygowanymi o utworzone, wykorzystane i rozwiązane rezerwy na należności a zobowiązaniami krótkoterminowymi bezodsetkowymi	Brutto <i>cash flow</i> (BCF) proponuje się obliczyć jako sumę: zysku netto, strat nadzwyczajnych po opodatkowaniu stopą nominalną, amortyzacji, wydatków odsetkowych po opodatkowaniu stopą nominalną^g pomniejszoną następnie o: – zyski nadzwyczajne po opodatkowaniu stopą nominalną^h i skorygowaną (+/-) o zysk/stratę na aktywach monetarnych Zysk/stratę na aktywach monetarnych proponuje się obliczyć jako iloczyn inflacji w danym roku i różnicy między: <i>średnim stanem krótkoterminowych pasywów monetarnych i średnim stanem krótkoterminowych aktywów monetarnych.</i> Natomiast:
	ciąg dalszy dla CFROI: Średnie krótkoterminowe aktywa monetarne proponuje się obliczyć jako sumę: średniego stanu należności i roszczeń brutto (skorygowanych o utworzone, rozwiązane i wykorzystane rezerwy), średniego stanu papierów wartościowych przeznaczonych do obrotu i średniego stanu środków pieniężnych.			

1	2	3	4	5
	Średnie krótkoterminowe pasywa monetarne proponuje się obliczyć jako sumę: średniego stanu zobowiązań handlowych (z początku i końca roku) i średniego stanu innych zobowiązań krótkoterminowych bezodsetkowych. Aktywa monetarne netto proponuje się obliczyć jako różnica między: <i>średnim stanem krótkoterminowych aktywów monetarnych i średnim stanem krótkoterminowych pasywów monetarnych.</i> Aktywa brutto proponuje się obliczyć jako sumę: aktywów nieamortyzowanych i aktywów amortyzowanych. Aktywa nieamortyzowane proponuje się obliczyć jako sumę: aktywów monetarnych netto, średnich zapasów, gruntów (ujętej w aktywach bilansu), korekty inflacyjnej gruntów, inwestycji (środki trwałe w budowie + zaliczki na środki trwałe w budowie ujęte w aktywach bilansu), należności długoterminowych, zaliczki na wartości niematerialne i prawne. Aktywa amortyzowane proponuje się obliczyć jako sumę: średnich środków trwałych brutto, korekty inflacyjnej rzeczowych środków trwałych oraz średniej wartości wartości niematerialnych i prawnych z wyłączeniem zaliczek na wartości niematerialne i prawne. Korektę inflacyjną aktywów amortyzowanych proponuje się ustalić na podstawie długość życia aktywów amortyzowanych według formuły: wartość brutto w relacji do przeciętnego stanu amortyzacji, a następnie za tak obliczony okres korygujemy aktywa amortyzowane o inflację (aby doprowadzić do porównywalności przyrosty z różnych okresów posłużono się formułą na obliczanie wartości przyszłej)			

Uzasadnienie: Na podstawie analiz statystycznych prowadzonych w Stanach Zjednoczonych obejmujących okres 1926-1992 stwierdzono, że premia za ryzyko kształtuje się w zależności od przyjętych przez poszczególnych autorów badań założeń na poziomie 6%^b lub 8,2%^c. Wyniki badań uzyskane w Wielkiej Brytanii obejmujące lata 1919-1980 pokazały, że premia za ryzyko oscylowała wokół wartości 8%. Według A. Damodara dla rynku amerykańskiego przyszła premia za ryzyko oscyluje w granicach 3%. Jednakże wysokość tej premii dla krajów rozwijających się, do których zalicza się Polska, powinna wynosić ok. 8,5%^d. W praktyce większość biur maklerskich (np.: Amer-Brokers, BDM, CDM, BRE) w Polsce przyjmuje w założeniach do publikowanych rekomendacji dla spółek GPW w Warszawie premie za ryzyko na poziomie ok. 5%^e. Premię tę jednak należałoby zwiększyć w przypadku spółek niepublicznych).

Legenda:

^a Jednym z alternatywnych sposobów może być przyjęcie rentowności obligacji państwowych.

^b A. Cwynar, W. Cwynar, *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej. Koncepcje. Systemy. Narzędzia*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2002, s. 416.

- ^c A. Buckley, *Inwestycje zagraniczne. Składniki wartości i ocena. Wykorzystanie teorii opcji rzeczywistych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 73.
- ^d A. Damodaran, *Estimating Equity Risk Premiums*, www.stern.nyu.edu, za: A. Cwynar, W. Cwynar, *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej. Koncepcje. Systemy. Narzędzia*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2002, s. 417-420.
- ^e S. Napiórkowski, *Ocena parametrów wycen dokonanych metodą DCF na przykładzie polskiego rynku kapitałowego*, [w:] *Zarządzanie finansami, mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw*, tom I, red. D. Zarzecki, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2003, s. 337-348.
- ^f Jednym z alternatywnych sposobów może być przyjęcie średniego oprocentowania kredytów w kolejnych latach publikowane przez NBP.
- ^g Sumę tę można uzupełnić dodatkowo o: rezerwę na podatek dochodowy występujących w bilansie na koniec roku, pozostałe rezerwy występujące w bilansie na koniec roku, rozliczenia międzyokresowe kosztów czynne i inne występujące w bilansie na koniec roku, rozliczenia międzyokresowe kosztów biernych występujące w bilansie na koniec roku, przychodów przyszłych okresów występujących w bilansie na koniec roku.
- ^h Można uzupełnić dodatkowo odejmując:
- rezerwy na podatek dochodowy występujące w bilansie na początku roku,
 - pozostałe rezerw występujące w bilansie na początku roku,
 - rozliczenia międzyokresowe kosztów czynnych i inne występujące w bilansie na początku roku,
 - rozliczenia międzyokresowe kosztów biernych występujące w bilansie na początku roku,
 - przychody przyszłych okresów występujące w bilansie na początku roku.

Źródło: opracowanie własne.

4. Efekty zarządzania wartością przedsiębiorstwa

Badania ankietowe pokazują, że 16% ankietowanych przedsiębiorstw deklaruje, iż nadrzędnym celem istnienia (funkcjonowania) przedsiębiorstwa jest wzrost wartości przedsiębiorstwa. Dalsze wyniki 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 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). Warto więc się przyjrzeć, czy badane przedsiębiorstwa powiększają swoją wartość.

Najczęściej ankietowani deklarują, że celem nadrzędnym funkcjonowania ich przedsiębiorstw 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 notowało stratę netto niż zysk netto. Oczywiście to, że przedsiębiorstwa generują zyski, nie przesądza o tym, że są to wielkości satysfakcjonujące właścicieli, ale nie to było przedmiotem badań.

Tabela 2. Częstość wystąpienia dodatnich wartości zysku/straty netto, EVA, CVA, SVA i CFROI

Lata	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Zysk/strata netto													
% przedsiębiorstw o dodatniej wartości parametru	95	75	73	69	81	85	77	72	75	72	74	68	71
Poziom premii	% przedsiębiorstw o dodatniej wartości parametru EVA												
6%	73	63	54	45	52	58	52	47	50	36	44	49	56
8%	73	61	54	45	50	57	47	47	49	35	43	48	51
10%	73	59	54	45	49	57	46	46	47	33	42	47	50
Poziom premii	% przedsiębiorstw o dodatniej wartości parametru CVA												
6%	50	52	48	46	50	59	52	46	54	38	46	51	56
8%	50	52	45	45	48	57	48	44	51	33	44	48	49
10%	50	50	45	43	46	55	45	42	49	31	42	46	49
Poziom premii	% przedsiębiorstw o dodatniej wartości parametru SVA												
6%	73	48	45	56	47	58	45	49	49	43	51	53	51
8%	68	48	45	56	47	58	45	49	49	42	51	53	51
10%	68	48	45	56	47	58	45	49	49	41	50	53	51
Poziom premii	% przedsiębiorstw o wartości parametru CFROI wyższych lub niższych od wartości WACC												
6%	59	57	55	52	55	57	48	45	51	39	41	36	28
8%	59	57	55	52	54	56	47	44	49	39	41	35	25
10%	59	57	55	52	54	55	46	44	49	39	39	33	22

Źródło: opracowanie własne.

W roku 1991 aż 95% badanych przedsiębiorstw wypracowało dodatni wynik finansowy (tab. 2). Kolejne dwa lata prezentują się już słabiej: 75% w 1992 r., a 69% w 1994 r. wypracowało zysk. Następne dwa lata to trend wzrostowy, w efekcie w 1996 r. jedynie 15% przedsiębiorstw odnotowało stratę. W kolejnym roku nastąpiła zmiana trendu i coraz mniej przedsiębiorstw mogło poszczycić się dodatnim wynikiem. Najgorszy był 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.

Znacznie gorzej prezentują się 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% (tab. 2), 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%, ponaddwukrotnie mniej niż zysk. Jeszcze słabiej wygląda ocena badanych przedsiębiorstw z punktu widzenia parametru *CVA* (tab. 2), 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% (w tym samym roku zysk odnotowało 93% przedsiębiorstw), a najniższą w 2000 r.: zaledwie 33% (w tym samym roku zysk odnotowało 80% przedsiębiorstw). Średni odsetek przedsiębiorstw, których *SVA* przyjmuje wartość dodatnią przy premii za ryzyko na poziomie 8%, wynosi 50,9% (tab. 2) (przy premii równej 6% dodatnią wartość parametru *SVA* osiąga 51,4%, a przy 10% premii 50,8% przedsiębiorstw). Najwięcej przedsiębiorstw uzyskało dodatnią *SVA* w 1991 r. – 68% (zysk miało wtedy 90%), a najniższą w 2000 r. zaledwie 42% (zysk miało wtedy 80%). Średni odsetek przedsiębiorstw, których *CFROI* jest większy niż *WACC* przy premii za ryzyko na poziomie 8%, wynosi 47% (tab. 2) (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%).

Z porównania wyników zawartych w tab. 2 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 (w przedziale 6-10%) jest żaden lub ma 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 dodatnia². Wyjątkiem tu jest parametr *SVA*, który również w tym okresie wykazał się niewielką wrażliwością na zmiany premii za ryzyko. Przeprowadzona analiza wrażliwości wpływu zmian premii za ryzyko na wartość parametrów *EVA*, *CVA*, *SVA* i *CFROI* wykazała, że ma ona niewielki wpływ na wartość tych parametrów.

Jeśli oceniać przedsiębiorstwa w badanym okresie z punktu widzenia osiąganego zysku, 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 przedsię-

² Stała wielkość premii za ryzyko wynika z przyjętej przez autora metodyki, która została oparta na studiach literaturowych i wynikach badań ankietowych. Jednakże warta rozważenia jest zmienna wartość premii za ryzyko w okresach, kiedy następują istotne zmiany inflacji i oprocentowania bezpiecznych lokat.

biorstw generujących dodatni wynik finansowy ilustruje wykres na rys. 5, wyjątkiem są tu lata 1995 i 1996. Bardzo podobną tendencję – z tym, że przy znacznie gorszych parametrach, można zaobserwować w ramach parametrów *EVA*, *CVA*, *SVA* i *CFROI*. Począwszy od 1991 r. do 1993 r. w zakresie 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 ok. 57%). W roku 1997 wyraźnie następują negatywne zmiany, wszystkie cztery parametry sygnalizują zmniejszenie odsetka przedsiębiorstw powiększających swoją wartość (spadek do ok. 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 tych czterech parametrów). 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 przebadanych przedsiębiorstw rysuje się bardzo dobrze z punktu widzenia księgowego wyniku finansowego netto. Gorszy obraz wyłania się przy spojrzeniu na wyniki finansowe przedsiębiorstw przez pryzmat mierników kreacji wartości przedsiębiorstwa. Średnia częstość występowania efektu kreacji wartości przedsiębiorstwa obliczanego za pomocą parametrów *EVA*, *CVA*, *SVA* i *CFROI* wskazuje, że nieznaczna większość (51%) przedsiębiorstw częściej zmniejsza niż zwiększa swoją wartość. Jeżeli założymy, że ujemne i dodatnie wartości w badanym przedziale czasu się wyrównują, to można uznać, że wartość badanych przedsiębiorstw spada. Ta przesłanka pozwala przypuszczać, że duża część polskich przedsiębiorstw nie zwiększa swojej wartości. 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*³. Wykres na rys. 6 ilustruje wyniki badania częstości występowania ujemnych, skumulowanych, realnych wartości obliczanych dla parametrów *EVA*, *CVA*, *SVA*. Z obliczeń wynika, że w ramach 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 utrzymuje się na poziomie ok. 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

³ Parametr *CFROI* zostanie z tych obliczeń wyłączony ze względu na jego postać procentową.

ostatnich dziewięciu latach odsetek ten utrzymywał się na podobnym poziomie: 45%. Zgoła odmienną tendencję wykazuje parametr *CVA*, według którego w latach 1991-1994 ok. 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 wartości realnych parametrów *EVA*, *CVA* (rys. 7). 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 ok. 66% przedsiębiorstw miało dodatnią, skumulowaną, realną wartość parametrów *EVA* i *CVA*).

5. Efektywność zarządzania majątkiem obrotowym

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.

Tworzenie wartości przedsiębiorstwa jest wypadkową szeregu czynników, jednym z nich jest zarządzanie majątkiem obrotowym i źródłami jego finansowania. 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.

Dla przykładu, średni okres obrotu zapasów przedsiębiorstw, które nie kreują wartości (57 dni), jest znacznie dłuższy niż w całej badanej populacji i ponaddwukrotnie dłuższy niż w przedsiębiorstwach, które powiększają swoją wartość (25 dni) (rys. 8-9). 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, poczynwszy od 1992 roku. Przyrost tego wskaźnika od tego czasu 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 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 (rys. 10), który pokazuje, że w tej grupie średnio jest mniejszy odsetek przedsiębiorstw, w których obrót zapasów wynosi 30 i więcej dni (średnio w 27%) niż w przypadku przedsiębiorstw, które nie powiększają swojej wartości (średnio w 44%).

Podobne prawidłowości można zaobserwować w zakresie należności, bowiem 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 na rys. 11 i 12 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 średniej, jak i mediany. Kolejne wykresy (rys. 13 i 14) potwierdzają dotychczasowe wnioski. Porównanie obu grup przedsiębiorstw wskazuje, że w drugiej grupie jest znacznie mniej tych, które czekają na uregulowanie należności przez 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%).

Przedsiębiorstwa nie tworzące wartości dłużej niż przedsiębiorstwa powiększające swoją wartość nie regulują swoich zobowiązań (rys. 15 i 16). Średni okres regulowania zobowiązań w dniach w pierwszej grupie wynosi 88 dni i jest wyższy niż w całej populacji (62 dni). W konsekwencji częstość płacenia zobowiązań w czasie nie krótszym niż 30 dni oraz po okresie minimum 60 dni jest większa w pierwszej niż w drugiej grupie (rys. 17 i 18).

W przedsiębiorstwach nie powiększających swojej wartości średnia płynności I stopnia (rys. 19-20) 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 (rys. 21-22).

Przedsiębiorstwa nie tworzące wartości mają dłuższy cykl operacyjny niż przedsiębiorstwa, które powiększają swoją wartość (rys. 25-26). 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 na rys. 25 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.

Także cykl obrotu środków pieniężnych prezentuje się mniej korzystnie w przedsiębiorstwach nie tworzących wartości niż w przedsiębiorstwach, które powiększają swoją wartość (rys. 27-28). Średnia wartość cyklu obrotu 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 później niż w drugiej grupie. Także przeciętny poziom mediany jest blisko dwukrotnie dłuższy w pierwszej niż w drugiej grupie.

Jeśli porównać średnie oraz mediany długości cyklu obrotu środków pieniężnych i cyklu operacyjnego, można stwierdzić, że w latach 1991-2003, w przedsiębiorstwach nie generujących wartości, średni czas cyklu operacyjnego finansowanego z zobowiązań z tytułu dostaw i usług był krótszy niż w przypadku przedsiębiorstw tworzących wartość (rys. 29 i 30). Jak wynika z przebiegu mediany w pierwszej grupie przedsiębiorstw, na początku lat dziewięćdziesiątych ok. 70% czasu cyklu operacyjnego przerzucano na dostawców, w latach 1996-1999 65% tego czasu obciążało dostawców, a w latach 2001-2003 już tylko ok. 50%. Może to świadczyć 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 coraz 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 pierwszej grupie (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 pierwszej grupy.

Średnia oraz mediana wskaźnika upłynniania wykazują wyższe wartości w przedsiębiorstwach nie generujących wartości niż w przedsiębiorstwach powiększających swoją wartość (rys. 31 i 32). 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 jest dużo słabsza. 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.

Dotychczas opisane efekty zarządzania majątkiem obrotowym i źródłami jego finansowania mają swoje odzwierciedlenie w produktywności majątku obrotowego brutto (rys. 33-34). 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 rozdzwięk następuje w ostatnich dwóch latach badania, kiedy to produktywność w drugiej grupie przedsiębiorstw wyraźnie wzrosła.

Z porównania przedsiębiorstw, które nie zwiększają swojej wartości, z tymi, które tę wartość powiększają, wynika, że pierwsza grupa przedsiębiorstw ma znacznie gorsze efekty w zakresie zarządzania majątkiem obrotowym i źródłami jego finansowania niż druga grupa (tab. 3).

Tabela 3. Efektywność zarządzania majątkiem obrotowym

Przedsiębiorstwa nie powiększające swojej wartości (45% populacji)	Przedsiębiorstwa powiększające swoją wartość (23% populacji)
Obrót zapasów	
wolniejszy – 57 dni	szybszy – 25 dni
Obrót należności	
wolniejszy – 71 dni	szybszy – 52 dni
Czas płacenia zobowiązań	
wolniejszy – 88 dni	szybszy – 62 dni
Płynność	
dobra	dobra
Cykl operacyjny	
dłuższy – 124 dni	krótszy – 77 dni
Wskaźnik upłynnienia (ważony cykl operacyjny)	
dłuższe – 74 dni	krótsze – 41 dni
Cykl środków pieniężnych	
dłuższy – 45 dni	krótszy – 17 dni
Finansowanie cyklu operacyjnego	
droższe – 64% finansowane z zobowiązań wobec dostawców	tańsze – 80% finansowane z zobowiązań wobec dostawców
Produktywność majątku obrotowego	
mniejsza – 11%	wyższa – 35%

Źródło: opracowanie własne.

6. Wnioski końcowe

Powyższa analiza wskazuje, że potencjał tkwiący w zarządzaniu majątkiem obrotowym w zakresie kreacji wartości nie jest wykorzystywany przez polskie przedsiębiorstwa. Błędy popełniane przez przedsiębiorstwa w obszarze majątku obrotowego zarówno w sferze organizacyjnej, jak i wykonawczej wskazują, że istnieją istotne rezerwy, które można wykorzystać do zwiększenia wartości przedsiębiorstw. Dodatkowym mankamentem praktyki współczesnego zarządzania przedsiębiorstwem jest podejmowanie decyzji, również z obszaru zarządzania majątkiem obrotowym, na podstawie informacji księgowych.

Z przeprowadzonych badań sprawozdań finansowych oraz ankietowych wynikają następujące tendencje i wnioski:

- 1) wydłuża się obrót zapasów,
- 2) wydłuża się obrót należności,
- 3) wydłuża się cykl operacyjny,
- 4) spada produktywność majątku obrotowego,
- 5) wydłuża się czas płatności za zobowiązania,
- 6) kapitał obrotowy netto jest istotnym źródłem finansowania majątku obrotowego (średnio w 31% finansuje majątek obrotowy),
- 7) 93% przedsiębiorstw nie szacuje kosztu kapitału własnego,
- 8) 93% przedsiębiorstw nie wykorzystuje kosztu kapitału własnego w zarządzaniu majątkiem obrotowym,
- 9) 80% przedsiębiorstw wyraża przekonanie, że kapitał własny jest najtańszym źródłem finansowania działalności,
- 10) 34% przedsiębiorstw nie zastanawia się, jaka struktura finansowania majątku obrotowego jest dla nich odpowiednia,
- 11) 28% przedsiębiorstw pozostaje w przekonaniu, że maksymalizacja udziału kapitału stałego w tej strukturze jest najkorzystniejsza, wychodząc z założenia, że jest najtańsza (bo kapitał własny nic nie kosztuje),
- 12) przedsiębiorstwa stosują strategie zarządzania majątkiem obrotowym oraz źródłami finansowania majątku obrotowego, które nie sprzyjają kreowaniu wartości przedsiębiorstwa:
 - a) 50% przedsiębiorstw realizuje strategię defensywną w zakresie zarządzania majątkiem obrotowym, co oznacza, że udział majątku obrotowego w aktywach jest wysoki, a jednocześnie towarzyszy temu niski wskaźnik rotacji majątku obrotowego,
 - b) 46% przedsiębiorstw realizuje strategię defensywną w obszarze zarządzania źródłami finansowania majątku obrotowego, co oznacza, że w znacznym stopniu kapitały stałe finansują majątek obrotowy (większe bezpieczeństwo, ale droższe źródło finansowania,
 - 13) 54% przedsiębiorstw nie posiada lub wyraża niezadowolenie z oprogramowania do zarządzania majątkiem obrotowym i widzi w tym poważną barierę w poprawie efektywności,

- 14) 79% przedsiębiorstw nie korzysta z bankowości internetowej,
- 15) 67% przedsiębiorstw nie oferuje opustów za płatność przed terminem,
- 16) 84% przedsiębiorstw nie stawia sobie za główny cel zwiększania swojej wartości.

Powyższe wyniki dowodzą, że badane przedsiębiorstwa nie są w stanie optymalizować majątku obrotowego z punktu widzenia kreacji wartości przedsiębiorstwa. W efekcie wymienione dowody wskazują, że decyzje podejmowane w zakresie majątku obrotowego sprzyjają powstawaniu „luki wartości”. Decyzje podejmowane w obszarze majątku obrotowego w znacznym stopniu są oparte na fałszywych przesłankach, co sprawia, że mogą być nieefektywne z punktu widzenia zarządzania wartością przedsiębiorstwa. Potwierdzają to wyniki badań, które pokazują, że **duża część polskich przedsiębiorstw nie zwiększa swojej wartości**, bowiem:

- w badanym okresie przedsiębiorstwa częściej zmniejszały swoją wartość niż ją zwiększały (w badanym okresie przeciętnie 49% przedsiębiorstw ma ujemny wskaźnik EVA, 49% – SVA, 53% – CVA, 53% – CFROI),
- blisko połowa przedsiębiorstw w badanym okresie zmniejszyła swoją wartość (45% przedsiębiorstw miało ujemną, skumulowaną, realną wartość dwóch parametrów EVA i CVA, 64% – SVA).

Błędy popełniane przez przedsiębiorstwa w obszarze majątku obrotowego zarówno w sferze organizacyjnej, jak i wykonawczej wskazują, że istnieją istotne rezerwy, które można wykorzystać do zwiększenia wartości przedsiębiorstw. Przedsiębiorstwa, jeżeli mierzą efektywność zarządzania majątkiem obrotowym, to przez pryzmat księgowy, co nie musi prowadzić do tych samych wniosków z punktu widzenia ekonomicznego. Powyższa analiza wskazuje, że potencjał tkwiący w zarządzaniu majątkiem obrotowym w zakresie kreacji wartości nie jest wykorzystywany przez polskie przedsiębiorstwa.

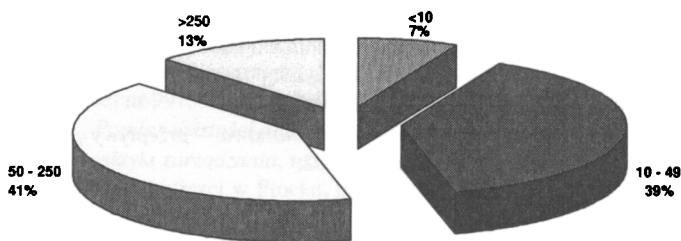
Literatura

- Cwynar A., Cwynar W., *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej – koncepcje, systemy, narzędzia*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2002
- Dudycz T., *Finansowe narzędzia zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej, Seria Monografie i Opracowania nr 143, Wrocław 2001.
- Dudycz T., Szymański P., *Celowość i efektywność koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa (VBM), Nowe kierunki w zarządzaniu przedsiębiorstwem. Celowość – skuteczność – efektywność*, red. H. Jagoda, J. Lichtarski, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej (w druku), Wrocław 2006.
- Dudycz T., Szymański P., *Integratywny charakter koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, red. H. Jagoda, J. Lichtarski, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej nr 928, Wrocław 2002.

- Dudycz T., Szymański P., *Korygowanie informacji księgowych na potrzeby szacowania ekonomicznej wartości dodanej*, red. T. Dudycz, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej nr 1060, Wrocław 2005, s. 80-94.
- Dudycz T., Szymański P., *Pomiar wartości dodanej dla akcjonariuszy*, [w:] *Inwestycje i ubezpieczenia – tendencje światowe a polski rynek*, red. K. Jajuga, W. Ronka-Chmielowiec, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej nr 991, Wrocław 2003, s. 107-117.
- Dudycz T., Szymański P., *Pomiar wartości dodanej dla akcjonariuszy – SVA*, [w:] *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*, red. J. Duraj, materiały konferencji naukowej Uniwersytetu Łódzkiego i Szkoły Wyższej w Płocku, tom IV, Wydawnictwo Naukowe Novum, Płock-Łódź 2003, s. 45-64.
- Dudycz T., Szymański P., *Propozycje w zakresie metodyki obliczania parametrów stosowanych w koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, red. J. Duraj, materiały konferencji naukowej Uniwersytetu Łódzkiego i Szkoły Wyższej w Płocku, Wydawnictwo Naukowe Novum, Płock-Łódź 2005, s. 53-64.
- Dudycz T., Szymański P., *Wpływ jakości zarządzania kapitałem pracującym na ekonomiczną wartość dodaną – badania empiryczne*, [w:] *Zarządzanie finansami, mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw*, red. D. Zarzecki, materiały konferencji naukowej Uniwersytetu Szczecińskiego 2005.
- Dudycz T., Szymański P., *Integratywny charakter koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, [w:] *Nowe kierunki w zarządzaniu przedsiębiorstwem. Integracja i dezintegracja*, red. H. Jagoda, J. Lichtarski, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej nr 928, Wrocław 2002, s. 59-68.
- Dudycz T., Szymański P., *Praktyczne problemy stosowania koncepcji zarządzania wartością – VBM*, [w:] *Nowe kierunki w zarządzaniu przedsiębiorstwem – między teorią a praktyką*, red. H. Jagoda, J. Lichtarski, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej nr 1014, Wrocław 2004, s. 235-244.
- Finegan P., *Demystifying EVA and EVA Implementation*, Finegan&Company LLC, Icelandic Management Association Conference on EVA®, November 16, 1999.
- Majdzik W.A., *Ewa czy Mewa: kapitał też kosztuje*, „Rzeczpospolita” 1996 nr 243.
- Marcinkowska M., *Kształtowanie wartości firmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000.
- Mączyńska E., Pietrewicz L., *Zarządzanie wartością przedsiębiorstw – aspekty własnościowe (wyniki badań)*, [w:] *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a struktura akcjonariatu*, praca zbiorowa, CeDeWu, Warszawa 2001, s. 19-34.
- Mączyńska E., Zawadzki M., *Tyle menedżerom, ile warte są ich firmy*, „Rzeczpospolita” 1998 nr 259 (z 4 listopada).
- Mączyńska E., *Ocena kondycji przedsiębiorstwa (uproszczone metody)*, „Życie Gospodarcze” 1994 nr 38.
- Michalski M., *Zarządzanie przez wartość. Firma z perspektywy interesów właścicielskich*, WIG-Press Warszawa 2001.
- Rappaport A., *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menadżera i inwestora*, WIG-Press, Warszawa 2000.
- Rutkowski A., *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa 2000.
- Siudak M., *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Oficyna Wydawnicza Politechniki Warszawskiej, Warszawa 2001.
- Skoczylas W., Niemiec A., *Nowe mierniki w ocenie bieżącej rentowności przedsiębiorstw*, [w:] *Czas na pieniądź. Zarządzanie finansami. Mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw*, tom I, red. D. Zarzecki, materiały konferencyjne, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2003, s. 139-148.
- Skoczylas W., *Ocena przydatności dotychczas stosowanych mierników w zarządzaniu wartością firmy*, [w:] *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, red. J. Duraj, materiały konferencyjne, Uniwersytet Łódzki, Łódź 1997.

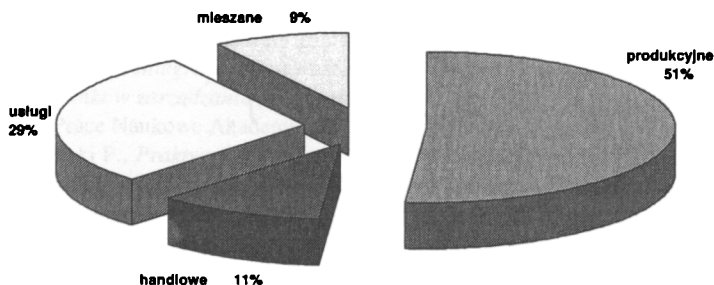
-
- Stepnowski R., *Bankowa ekonomiczna wartość dodana*, „Parkiet – Gazeta Giełdy. Polski Rynek Kapitałowy” (dodatek) 1997/1998.
- Szablewski A., *Istota zarządzania wartością firmy*, Podyplomowe Studium Zarządzania Wartością Firmy – VI Edycja, maszynopis powielony, Warszawa 2001.
- Waśniewski T., Skoczylas W., *Teoria i praktyka analizy finansowej w przedsiębiorstwie*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2002.
- Wędzki D., *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa – przepływy pieniężne a wartość dla właścicieli*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2002.

Załącznik – rysunki



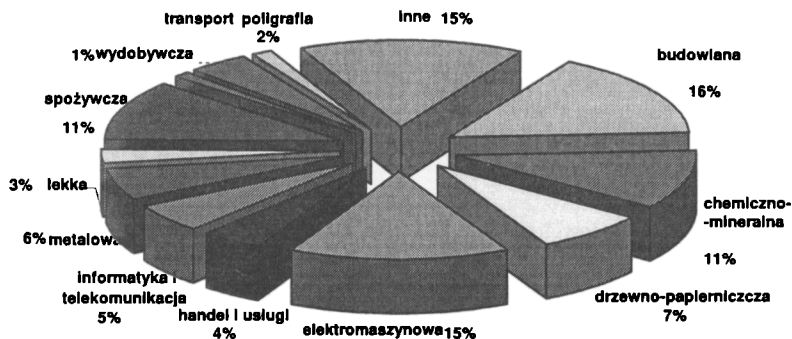
Rys. 1. Klasyfikacja badanych przedsiębiorstw ze względu na liczbę zatrudnionych

Źródło: opracowanie własne.



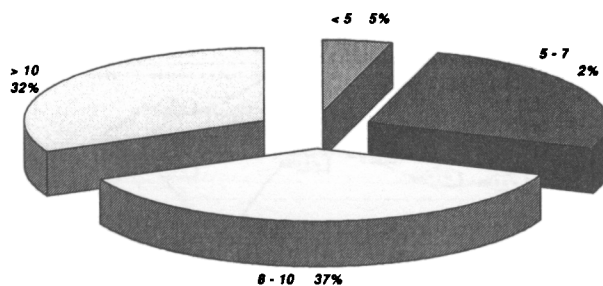
Rys. 2. Klasyfikacja badanych przedsiębiorstw ze względu na rodzaj działalności

Źródło: opracowanie własne.



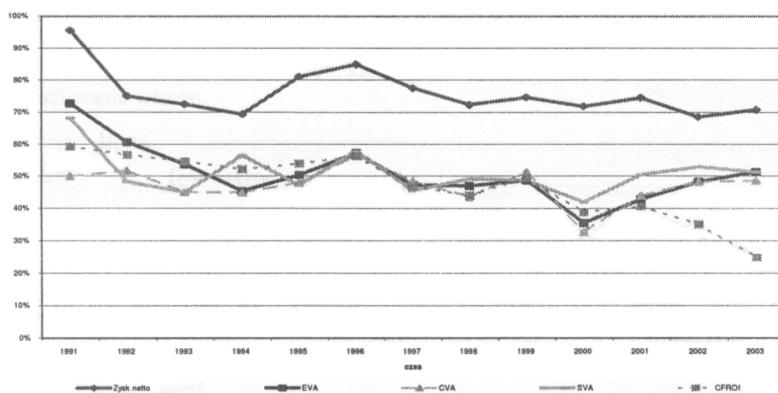
Rys. 3. Klasyfikacja badanych przedsiębiorstw ze względu na branżę

Źródło: opracowanie własne.



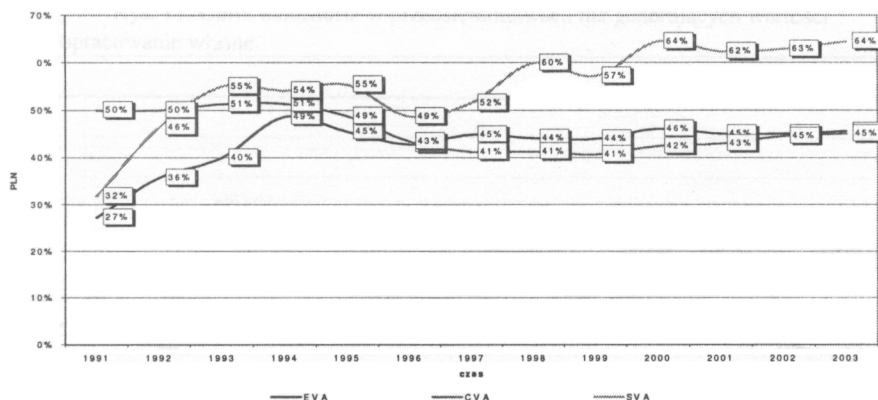
Rys. 4. Klasyfikacja badanych przedsiębiorstw według czasu funkcjonowania

Źródło: opracowanie własne.



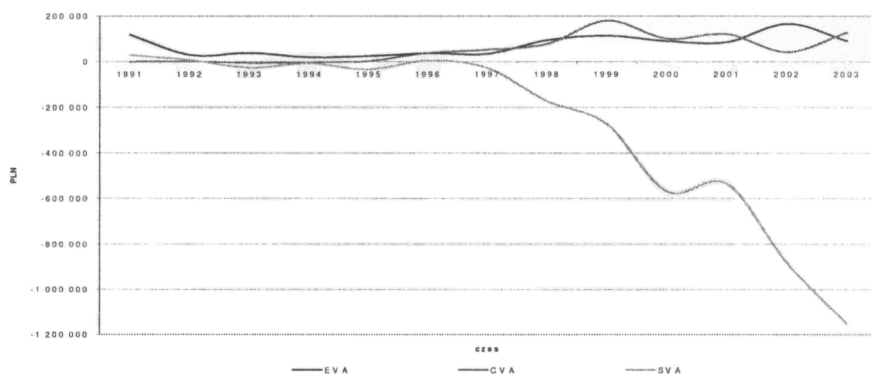
Rys. 5. Częstość wystąpienia dodatkowych wielkości parametrów EVA, CVA, SVA, CFROI przy premii za ryzyko na poziomie 8% oraz dodatniego wyniku finansowego netto

Źródło: opracowanie własne.



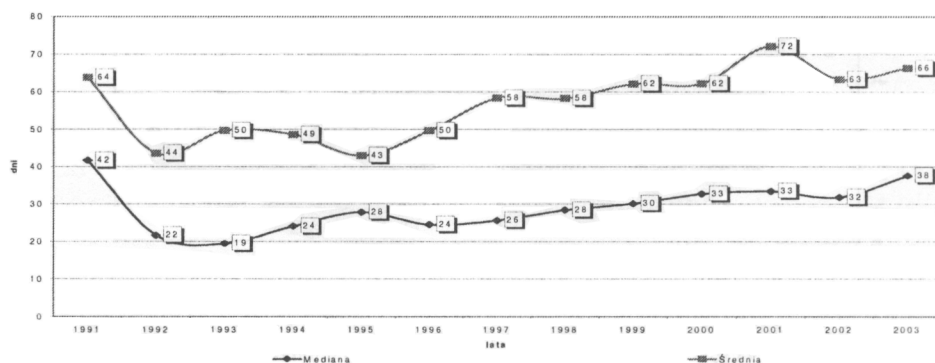
Rys. 6. Częstość wystąpienia ujemnych wielkości skumulowanej realnej wielkości parametru EVA, CVA, SVA przy premii za ryzyko na poziomie 8%

Źródło: opracowanie własne.



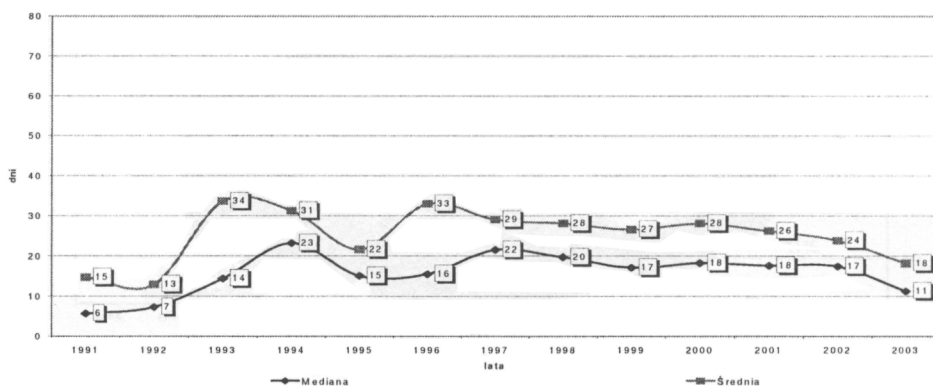
Rys. 7. Mediany skumulowanych wartości realnych parametrów *EVA*, *CVA*, *SVA* przy premii za ryzyko na poziomie 8%

Źródło: opracowanie własne.



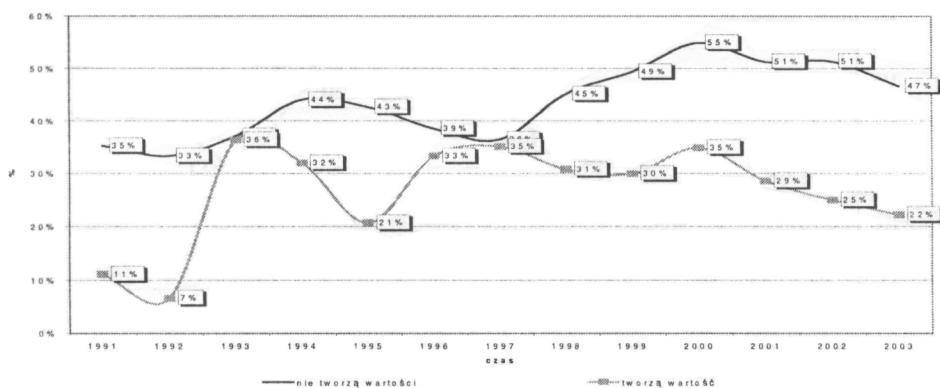
Rys. 8. Obrót zapasów w przedsiębiorstwach nie generujących wartości

Źródło: opracowanie własne.



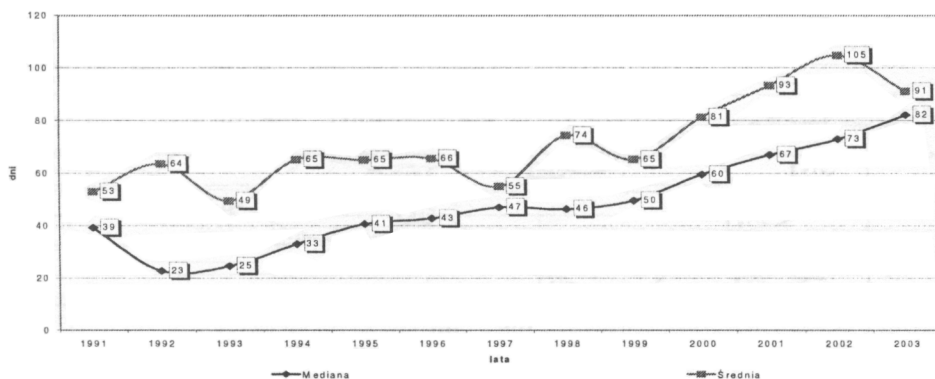
Rys. 9. Obrót zapasów w przedsiębiorstwach generujących wartość

Źródło: opracowanie własne.



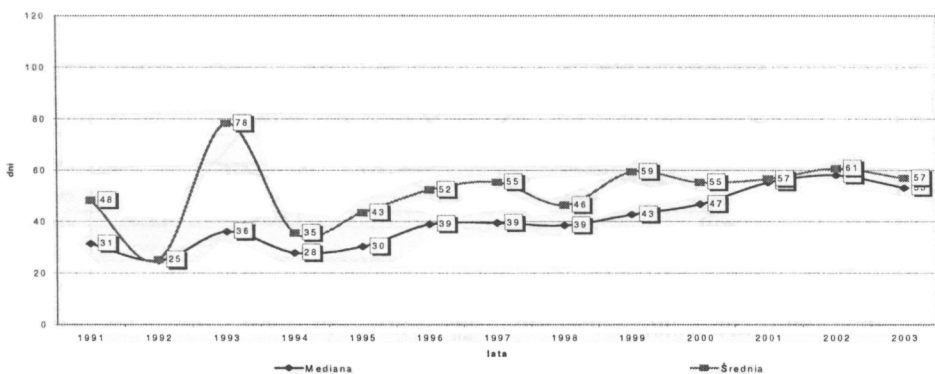
Rys. 10. Częstość występowania obrotu zapasów (≥ 30 dniom) w przedsiębiorstwach, które generują i nie generują wartości

Źródło: opracowanie własne.



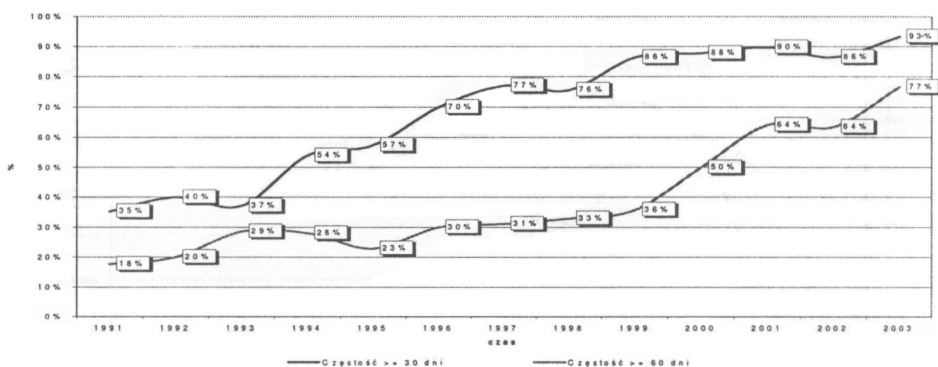
Rys. 11. Obrót należności w przedsiębiorstwach nie generujących wartości

Źródło: opracowanie własne.



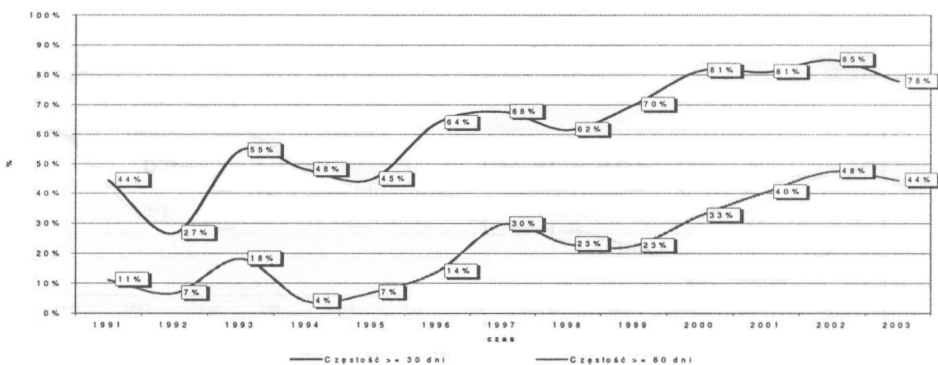
Rys. 12. Obrót należności w przedsiębiorstwach generujących wartość

Źródło: opracowanie własne.



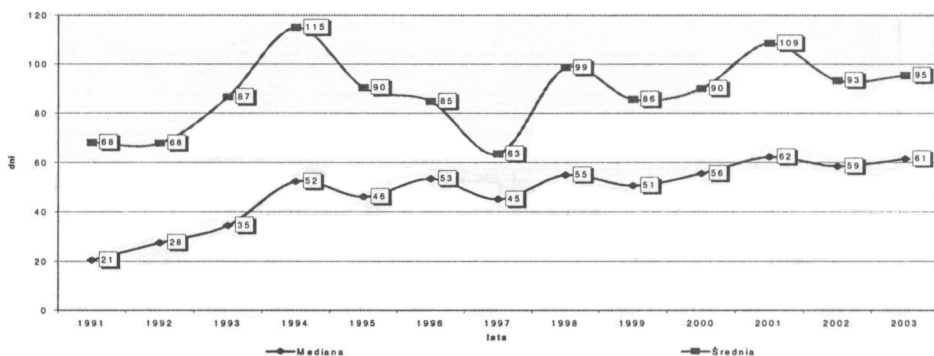
Rys. 13. Częstość występowania obrotu należności (≥ 30 i 60 dniom)
w przedsiębiorstwach nie generujących wartości

Źródło: opracowanie własne.



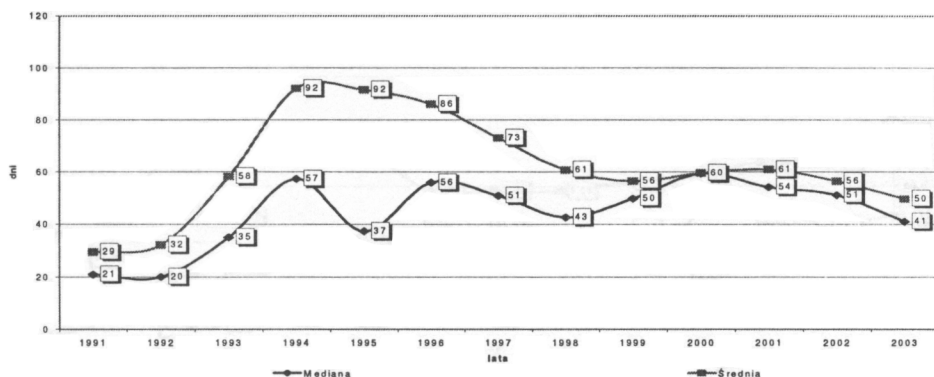
Rys. 14. Częstość występowania obrotu należności (≥ 30 i 60 dniom)
w przedsiębiorstwach generujących wartość

Źródło: opracowanie własne.



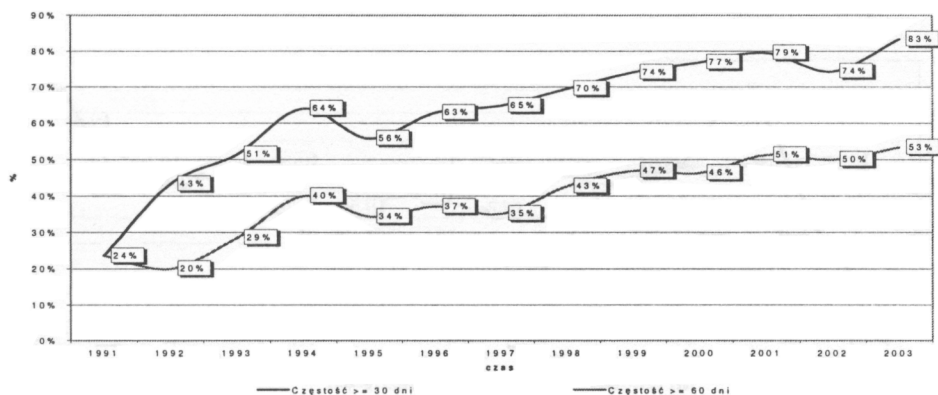
Rys. 15. Czas płacenia zobowiązań w przedsiębiorstwach nie generujących wartości

Źródło: opracowanie własne.



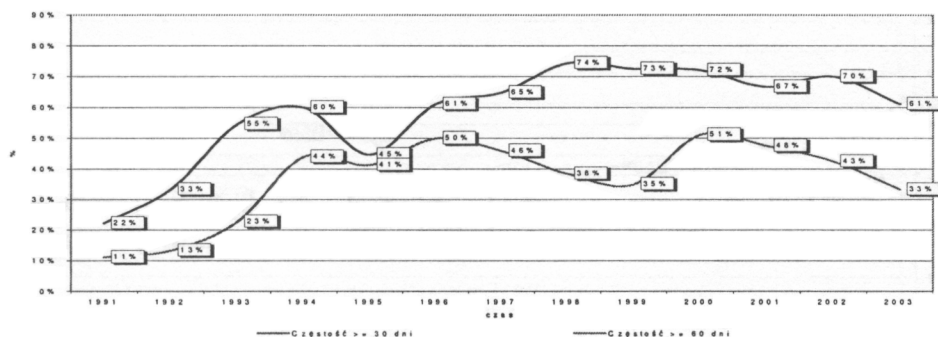
Rys. 16. Czas płatności zobowiązań w przedsiębiorstwach generujących wartość

Źródło: opracowanie własne.



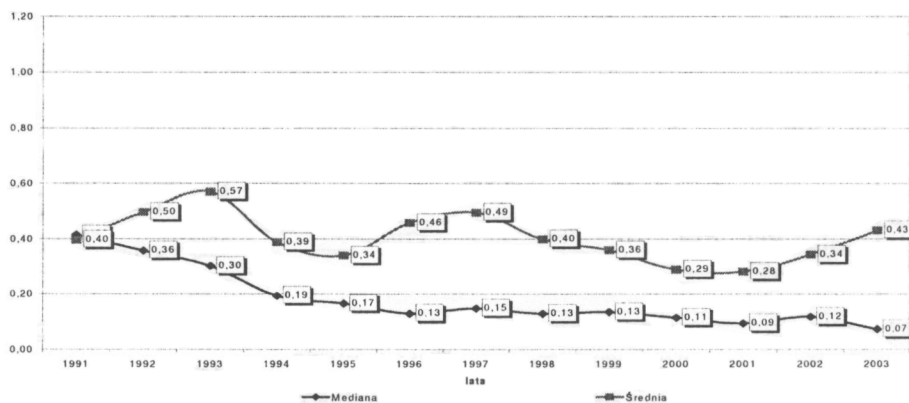
Rys. 17. Częstość występowania czasu płatności zobowiązań (>= 30 i 60 dniom) w przedsiębiorstwach nie generujących wartości

Źródło: opracowanie własne.

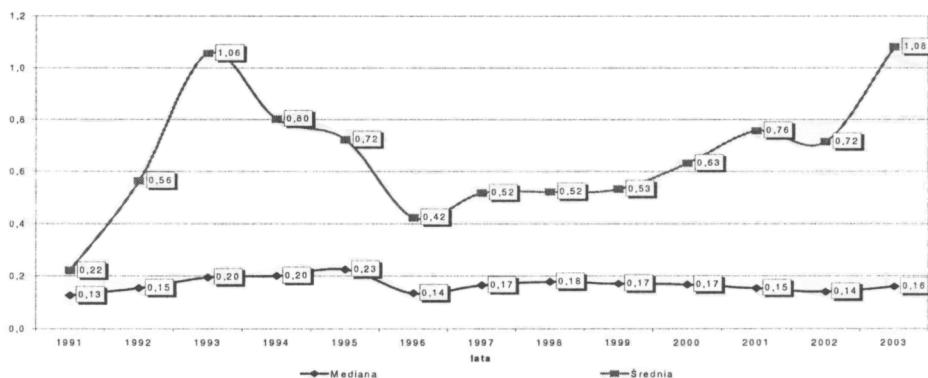


Rys. 18. Częstość występowania czasu płatności zobowiązań (>= 30 i 60 dniom) w przedsiębiorstwach generujących wartość

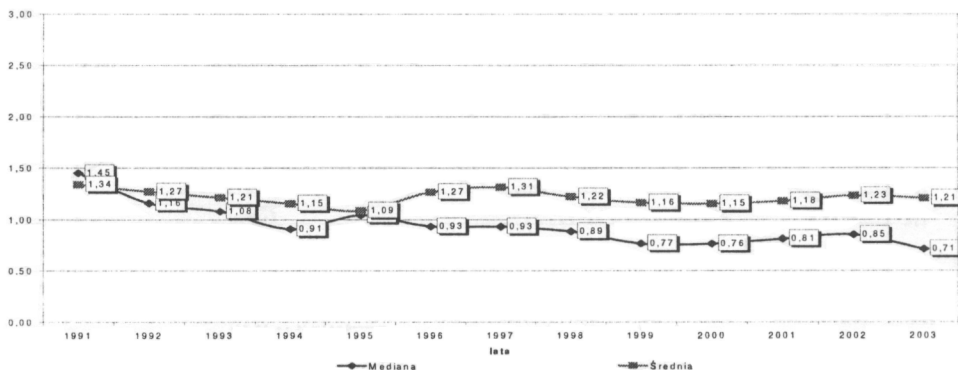
Źródło: opracowanie własne.



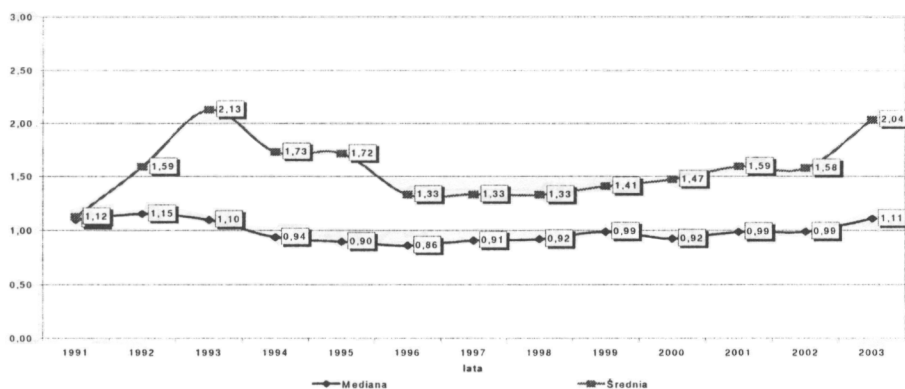
Rys. 19. Wskaźnik płynności I stopnia w przedsiębiorstwach nie generujących wartości
Źródło: opracowanie własne.



Rys. 20. Wskaźnik płynności I stopnia w przedsiębiorstwach generujących wartość
Źródło: opracowanie własne.

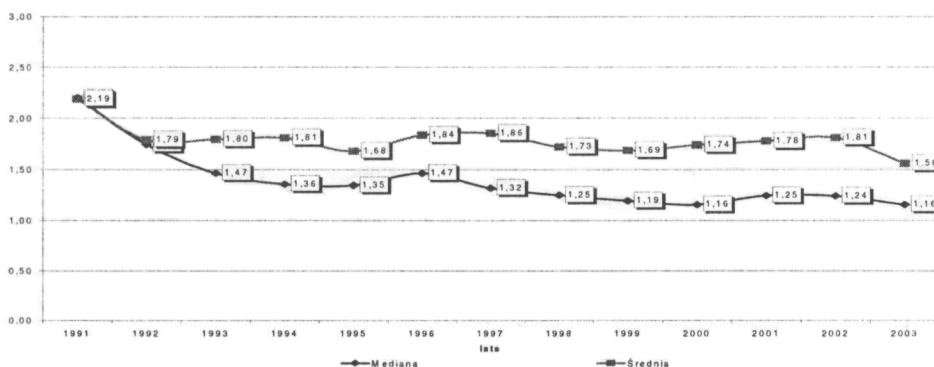


Rys. 21. Wskaźnik płynności II stopnia w przedsiębiorstwach nie generujących wartości
Źródło: opracowanie własne.



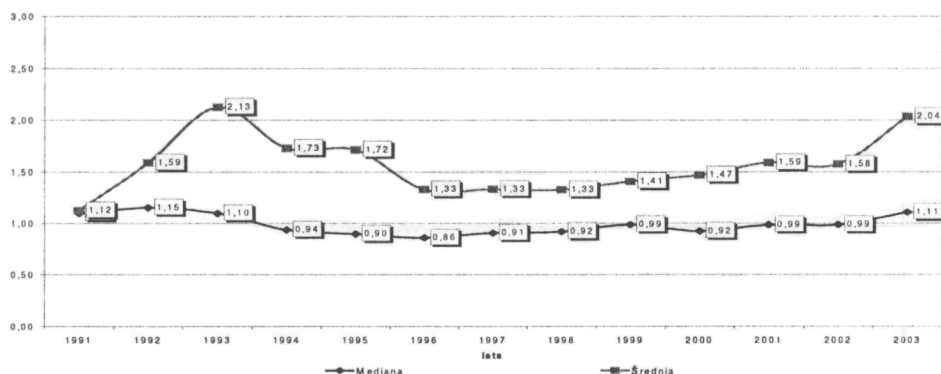
Rys. 22. Wskaźnik płynności II stopnia w przedsiębiorstwach generujących wartość

Źródło: opracowanie własne.



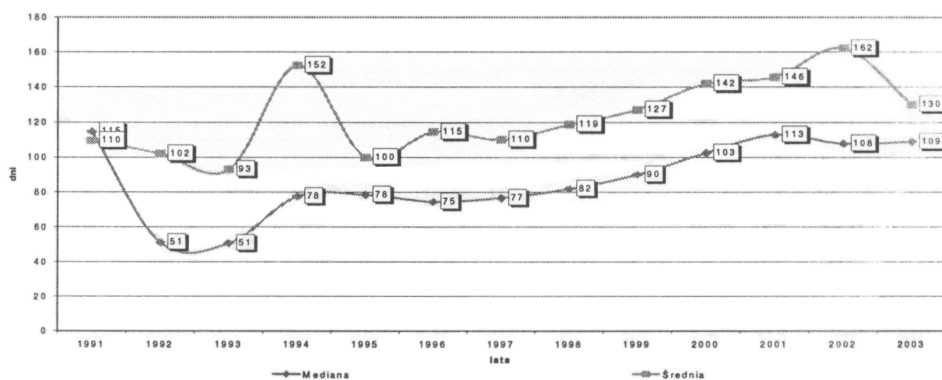
Rys. 23. Wskaźnik płynności III stopnia w przedsiębiorstwach nie generujących wartości

Źródło: opracowanie własne.



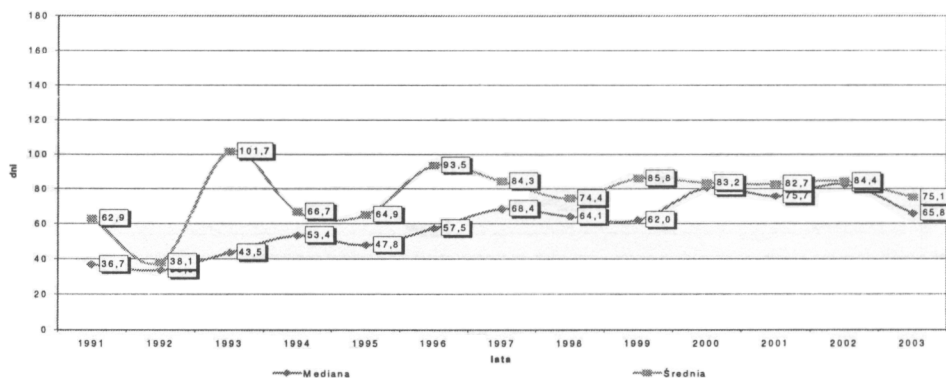
Rys. 24. Wskaźnik płynności III stopnia w przedsiębiorstwach nie generujących wartości

Źródło: opracowanie własne.



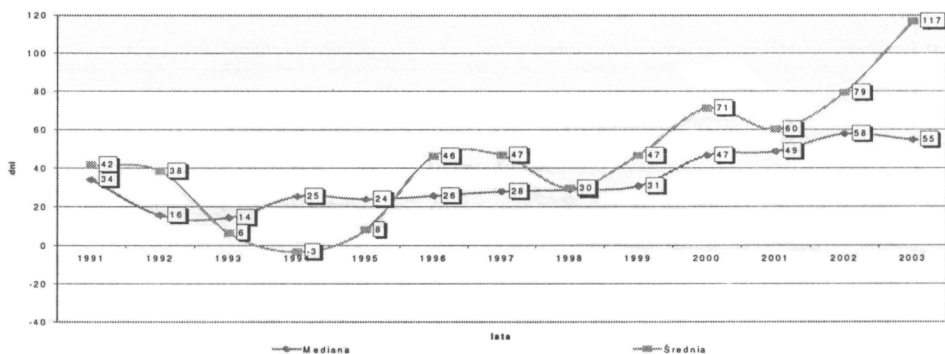
Rys. 25. Wskaźnik cyklu operacyjnego w przedsiębiorstwach nie generujących wartości

Źródło: opracowanie własne.



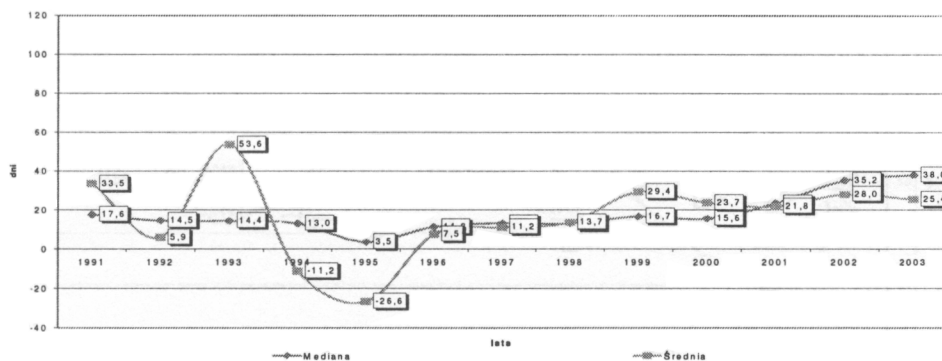
Rys. 26. Wskaźnik cyklu operacyjnego w przedsiębiorstwach generujących wartość

Źródło: opracowanie własne.

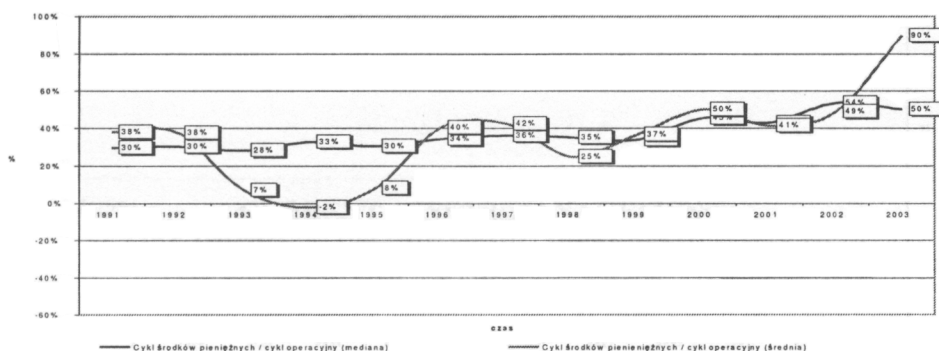


Rys. 27. Wskaźnik cyklu środków pieniężnych w przedsiębiorstwach nie generujących wartości

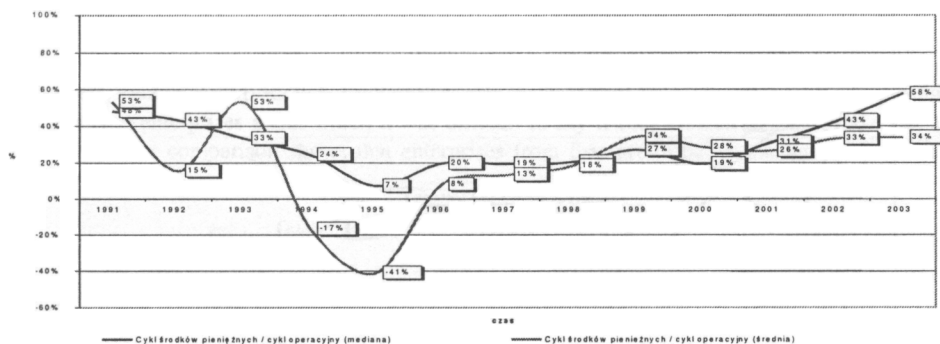
Źródło: opracowanie własne.



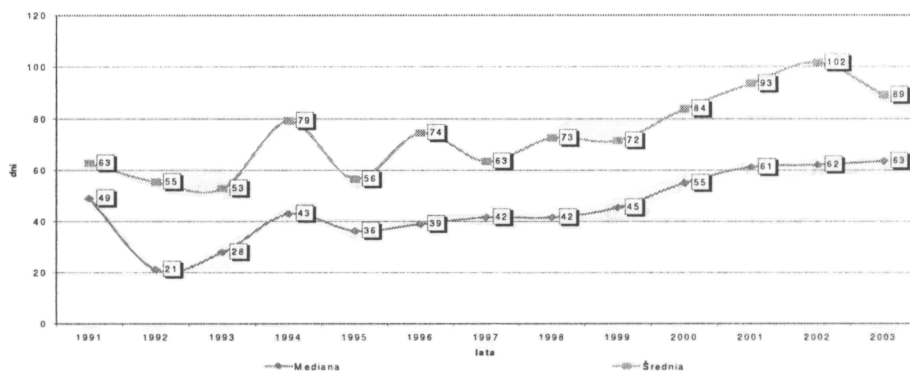
Rys. 28. Wskaźnik cyklu środków pieniężnych w przedsiębiorstwach generujących wartość
Źródło: opracowanie własne.



Rys. 29. Cykl środków pieniężnych w relacji do cyklu operacyjnego
w przedsiębiorstwach nie generujących wartości
Źródło: opracowanie własne.

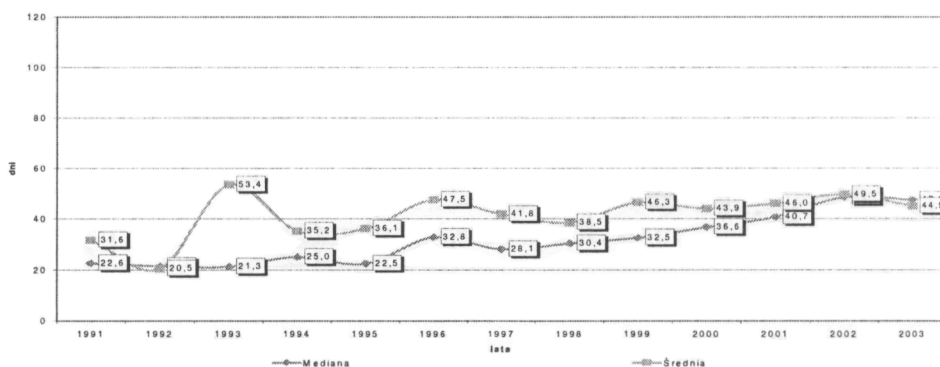


Rys. 30. Cykl środków pieniężnych w relacji do cyklu operacyjnego
w przedsiębiorstwach generujących wartość
Źródło: opracowanie własne.



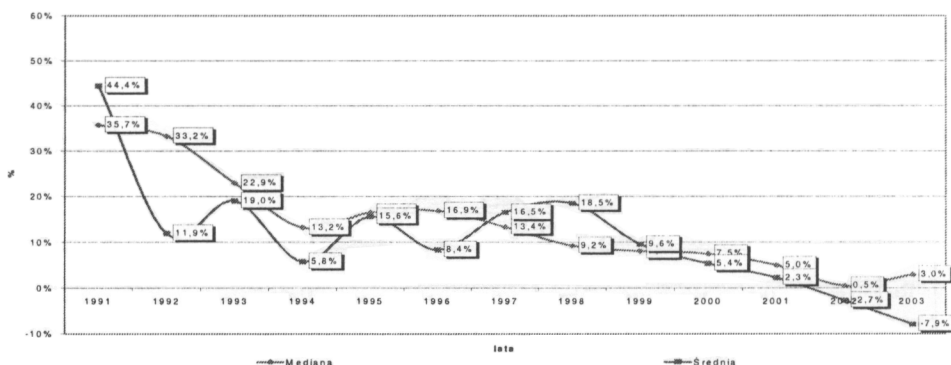
Rys. 31. Wskaźnik upłynnienia w przedsiębiorstwach nie generujących wartości

Źródło: opracowanie własne.



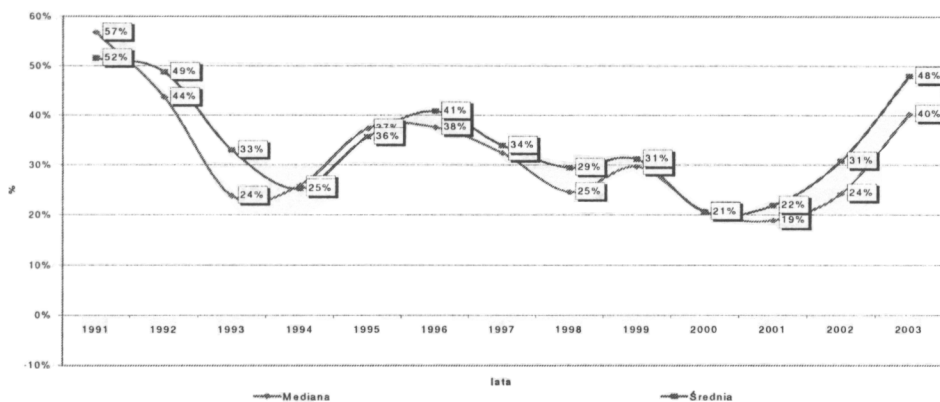
Rys. 32. Wskaźnik upłynnienia w przedsiębiorstwach generujących wartość

Źródło: opracowanie własne.



Rys. 33. Wskaźnik produktywności majątku obrotowego brutto w przedsiębiorstwach nie generujących wartości

Źródło: opracowanie własne.



Rys. 34. Wskaźnik produktywności majątku obrotowego brutto
w przedsiębiorstwach generujących wartość

Źródło: opracowanie własne.

CURRENT ASSETS MANAGEMENT AS A PROCESS OF CREATING ENTERPRISE VALUE – RESULTS OF RESEARCH

Summary

The article contains the results of a survey of current assets management and value based management in 191 enterprises from south-western Poland. This research consists of 82 questioners and 1.734 financial statements from 1991 until 2003. The study proves that too many Polish enterprises destroy their value. Despite the fact that average 73% companies have net profit, only 50% of them create value. One of the main reasons is the weakness of current asset management. In this study, the companies were divided in to three groups. First group involved enterprises which created value for shareholders, second group included enterprises which destroyed value for shareholders and third group involved enterprises about which it was difficult to say if they created or destroyed value for shareholders. The comparison shows that enterprises from first group better manage current assets than other groups.