

**Konrad Szydłowski**

Uniwersytet Warmińsko-Mazurski w Olsztynie  
e-mail: szydlowski.k@uwm.edu.pl

---

## DEZINWESTYCJE JAKO ŹRÓDŁO FINANSOWANIA DZIAŁALNOŚCI PRZEDSIĘBIORSTW

---

## DISINVESTMENT AS A SOURCE OF FINANCING OF ENTERPRISES ACTIVITY

---

DOI: 10.15611/pn.2018.533.21

JEL Classification: G32, G39, O16

**Streszczenie:** W artykule podjęto problematykę dezinvestycji w przedsiębiorstwach. Celem badawczym było określenie znaczenia dezinvestycji jako źródła finansowania działalności przedsiębiorstw. Badaniami objęto grupę spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w ramach indeksu sektorowego – WIG-spożywczy. Wyniki przeprowadzonych badań wskazały na zróżnicowaną aktywność dezinvestycyjną analizowanych spółek. Przedmiotem dezinvestycji były przede wszystkim środki trwałe oraz wartości niematerialne i prawne. W większości analizowanych spółek wpływy z tytułu dezinvestycji stanowiły stosunkowo niewielki udział w ogólnej strukturze aktywów oraz nakładach na inwestycje. Ponadto potwierdzono tezę, iż tego rodzaju źródło finansowania powinno mieć wyłącznie charakter uzupełniający w stosunku do pozostałych źródeł kapitału – własnych i obcych.

**Słowa kluczowe:** dezinvestycje, źródła finansowania, struktura aktywów.

**Summary:** The article presents a problem of disinvestment activity of enterprises. The purpose of the research was to determine the importance of disinvestment as a source of financing enterprises activity. The subject of the research was a group of companies listed on the Warsaw Stock Exchange – the indice of WIG-spożywczy. The research indicated a dissimilar level of disinvestment activity of each company. The subjects of disinvestment were primarily tangible fixed assets and intangible assets. In the majority of analyzed companies, the share of proceeds from disinvestment was relatively small in the overall structure of assets and investment outlays. The thesis was confirmed that such a source of capital should only be complementary to other sources of financing – equity and debt.

**Keywords:** disinvestment, sources of financing, structure of assets.

## 1. Wstęp

Jednym z kluczowych problemów zarządzania przedsiębiorstwem jest gospodarowanie aktywami. Dotyczy to zarówno majątku obrotowego, bezpośrednio powiązanego z operacyjną działalnością firmy, jak również trwałego, będącego rezultatem podjętych inwestycji.

W literaturze przedmiotu wiele uwagi poświęca się problematyce alokacji kapitału w aktywa trwałe ze szczególnym uwzględnieniem efektywności inwestycji, jak również podejmowanego ryzyka. Aktywność inwestycyjną postrzega się przy tym jako formę dostosowania wielkości i struktury zasobów majątkowych do potrzeb związanych z realizacją celów rozwojowych przedsiębiorstwa.

Wskazany problem optymalizacji aktywów nie dotyczy wyłącznie podejmowanych inwestycji, ale również realizowanych działań dezinvestycyjnych. Chodzi tu o sprzedaż zbędnych składników majątkowych jako formę dostosowania posiadanych zasobów do aktualnych i przyszłych działań firmy. Istnieje szereg czynników warunkujących aktywność dezinvestycyjną przedsiębiorstw.

Problemem, na który warto zwrócić szczególną uwagę, jest fakt, iż podejmowane działania dezinvestycyjne stanowiąc mogą źródło finansowania działalności przedsiębiorstwa. W literaturze przedmiotu wiele uwagi poświęca się zewnętrznym źródłom kapitałowym (własnym i obcym), jak: kredyty bankowe, pożyczki ze źródeł pozabankowych, kredyty wobec dostawców, leasing, faktoring czy też emisja papierów wartościowych. Problem ten rozpatruje się z perspektywy kosztu kapitału, ryzyka finansowego, barier dostępności czy też kształtowania optymalnej struktury kapitałowej. Stosunkowo niewiele badań odnosi się natomiast do problematyki pozyskiwania kapitału ze źródeł wewnętrznych, a w szczególności środków pozyskanych w wyniku działań dezinvestycyjnych.

Celem artykułu jest określenie znaczenia dezinvestycji jako źródła finansowania działalności przedsiębiorstw. Podmiotem badań było osiem spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, w ramach indeksu sektorowego – WIG-spożywczy. Zakresem czasowym badań objęto lata 2010-2016. Źródłem danych dotyczących podejmowanych dezinvestycji były raporty okresowe spółek, a w szczególności publikowane sprawozdania finansowe. Elementem uzupełniającym badań była analiza sytuacji gospodarczej Polski. W tym celu wykorzystano dane Głównego Urzędu Statystycznego.

## 2. Istota, przyczyny oraz formy dezinvestycji przedsiębiorstw

Podjęcie tematyki dezinvestycji w pierwszej kolejności wymaga usystematyzowania pojęć związanych z analizowanym obszarem funkcjonowania przedsiębiorstwa. W literaturze przedmiotu termin „dezinvestycja” definiowany jest w różnicowany, sposób biorąc pod uwagę cel, oczekiwany efekt, jak również zakres podejmowanych czynności. Dość powszechnie używa się również terminu „dywestycje” (*divestment*)

bądź deinwestycje (*deinvestment*), co nie zawsze spotyka się z aprobatą poszczególnych autorów. Dywestycje powszechnie utożsamia się z ograniczeniem zakresu i skali działania przedsiębiorstwa w wyniku rezygnacji z części prowadzonej działalności lub całkowitego pozbycia się jej. Działanie to może mieć charakter dobrowolny, jak również stanowić reakcję na sytuację kryzysową [Osbert-Pociecha 1998, s. 11]<sup>1</sup>. Jak podkreślają H. Sobolewski i G. Wojtkowiak, pojęcie dywestycji nawiązuje do zakresu działalności. Tym samym jest ono pojęciem szerszym od dezinwestycji, które z kolei należy rozumieć jako pozbywanie się aktywów trwałych, inwestycji, długoterminowych aktywów finansowych, jak również wartości niematerialnych i prawnych [Sobolewski, Wojtkowiak 2014, s. 173]. Podobny pogląd wyraża J. Różański, traktując dezinwestycje jako odwrotność inwestycji. Z tak przyjętej definicji wynika, iż dezinwestycje polegają na przekształceniu aktywów rzeczowych lub finansowych w pieniądź, co w swej istocie stanowi odwrotność działań inwestycyjnych [Różański 2002, s. 228]. Bezpośredni związek pomiędzy inwestycjami a dezinwestycjami wynika również z faktu, iż celem obu tych działań jest maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy. Ponadto inwestycje są często następstwem dezinwestycji umożliwiających przynajmniej częściowe finansowanie realizowanych przedsięwzięć.

W literaturze przedmiotu wskazuje się szereg powodów, dla których podejmowane są działania dezinwestycyjne. Mogą mieć one zarówno charakter wewnętrzny, jak też wynikać ze zmieniającego się otoczenia, w którym działa przedsiębiorstwo. R.K. Mishra wskazuje na dwie zasadnicze przesłanki:

1. Zbywane aktywa cechują się wyższą wartością stanowiąc element organizacji nabywcy.

2. Negatywny wpływ zbywanych aktywów na inne obszary prowadzonej działalności.

Do pozostałych czynników autorka zalicza konieczność zwiększenia kapitału pracującego, spłatę długów, jak również czynniki pozafinansowe, w tym niekorzystne zmiany warunków rynkowych oraz brak potencjału kadrowego do dalszego rozwoju firmy [Mishra 2016, s. 181].

Wśród przyczyn podejmowania działań dezinwestycyjnych należy również wskazać reorientację profilu produkcji, pogorszenie wyników finansowych firmy, zmianę miejsca prowadzenia działalności, możliwość sprzedaży aktywów po atrakcyjnej cenie. Są to ponadto: zbyt duża kapitałochłonność zbywanych aktywów, dążenie do zmiany warunków umów zawartych z pracownikami, kadrami menedżerską oraz kontrahentami, a także wzrost atrakcyjności przedsiębiorstwa w kontekście planowanej fuzji, przejęcia lub sprzedaży firmy.

Dezinwestycje są też często utożsamiane z procesem downsizingu. W literaturze przedmiotu proces ten określany jest jako zbiór działań ukierunkowanych na poprawę efektywności oraz konkurencyjności przedsiębiorstwa [Djordjević, Djukić 2008,

---

<sup>1</sup> Przypis za: [Wawryszuk-Misztal 2012, s. 862].

s. 56]. Jest to działanie bezpośrednio związane z procesem restrukturyzacji firmy. Elementem tego typu działań jest redukcja zasobów przedsiębiorstwa, w tym wybranych składników majątkowych.

Wartościowych informacji w zakresie przyczyn podejmowania dezinwestycji dostarczają badania przeprowadzone przez firmę Deloitte, opublikowane w raporcie *Divestiture Survey Report 2013. Sharpening Your Strategy* zgodnie z zawartymi w nim danymi liczbowymi wśród najistotniejszych motywów podejmowania dezinwestycji wskazano konieczność pozbycia się aktywów niezwiązanych z podstawowym obszarem działalności firmy (*non-core assets*), zmiany sytuacji rynkowej, jak również konieczność zaspokojenia potrzeb finansowych firmy [Deloitte 2013, s. 9].

Jednym z czynników warunkujących decyzje dezinwestycyjne przedsiębiorstw jest również koniunktura gospodarza. Mając na uwadze fakt, iż w większości przypadków działania dezinwestycyjne podyktowane są koniecznością reorientacji strategii rozwoju firmy, jak również poprawą wyników finansowych, szczególną uwagę należałoby zwrócić na fazę dekoniunktury gospodarczej. Jest to okres, w którym warunki prowadzenia działalności gospodarczej są relatywnie trudne, co wynika m.in. ze spadku popytu rynkowego, konsumpcji czy też wzrostu bezrobocia. Nie bez znaczenia pozostaje również ograniczony dostęp do zewnętrznych źródeł finansowania, będący pochodną awersji do ryzyka ze strony instytucji finansowych.

### 3. Dezinwestycje jako źródło pozyskiwania kapitału

Działalności dezinwestycyjnej nie należy utożsamiać wyłącznie z procesem reorientacji strategii rozwoju przedsiębiorstwa. Może ona być również źródłem kapitału, finansującego operacyjną i inwestycyjną działalność firmy. Dezinwestycje stanowią tym samym wewnętrzne źródło finansowania działalności firmy.

W literaturze przedmiotu finansowanie wewnętrzne określane jest także jako samofinansowanie. Według Z. Fedorowicza termin ten oznacza pokrywanie wydatków przedsiębiorstwa z własnych funduszy pieniężnych. Jako podstawowe wewnętrzne źródło kapitałowe wskazuje on nadwyżki finansowe netto, wypracowane w trakcie działalności przedsiębiorstwa. Zdaniem autora mogą one zostać wykorzystane zarówno w celu finansowania rozwoju przedsiębiorstwa, jak też jego oddłużenia [Fedorowicz 1997, s. 13]. Podobny pogląd wyraża W. Pluta, utożsamiając samofinansowanie z przepływami pieniężnymi uzyskanymi w wyniku prowadzenia działalności gospodarczej [Pluta (red.) 2004, s. 171]. Natomiast według J. Ickiewicz samofinansowanie występuje w sytuacji, w której wielkość kapitału będącego w dyspozycji przedsiębiorstwa wzrasta bez dopływu funduszy z zewnątrz. Niezbędny kapitał pozyskiwany jest w drodze przekształcenia dóbr rzeczowych w środki finansowe [Ickiewicz 2004, s. 12].

Jednym ze źródeł finansowania wewnętrznego jest zbycie aktywów, które stanowi przedmiot badań w niniejszym artykule. W literaturze przedmiotu tego rodzaju finansowanie traktowane jest jako element przekształceń majątkowych [Dębski

2005, s. 390-391]. Nabiera ono szczególnego znaczenia w sytuacji przeprowadzania modernizacji lub wymiany parku maszynowego, jak również restrukturyzacji działalności operacyjnej lub zmiany jej rodzaju [Bednarz, Gostomski 2006, s. 45]. W każdym z wymienionych przypadków przedsiębiorstwo dąży do optymalizacji docelowej struktury kapitałowo-majątkowej poprzez sprzedaż zbędnych składników majątkowych. Racjonalizacja działań w tym zakresie sprzyja również optymalizacji potrzeb inwestycyjnych przedsiębiorstwa oraz podnoszeniu efektywności zarządzania finansowego [Skowronek-Mielczarek 2002, s. 71].

Zbycie aktywów wpływa nie tylko na strukturę zasobów majątkowych przedsiębiorstwa, ale również na strukturę kapitałową. Stanowi ono źródło pozyskiwania kapitału własnego, czego rezultatem jest poprawa struktury bilansu oraz obniżenie poziomu ryzyka finansowego przedsiębiorstwa.

Znana jest przy tym teza, iż kapitał pozyskany w ten sposób nie powinien być wiodącym, a jedynie uzupełniającym źródłem finansowania. Wynika to z faktu, iż dezinwestycje zwykle mają charakter incydentalny. Powoduje to, iż pozyskane w ten sposób wpływy gotówkowe występują jedynie okresowo, a ich wysokość uzależniona jest od warunków rynkowych określających cenę sprzedaży posiadanych zasobów majątkowych.

#### 4. Dezinwestycje jako źródło finansowania działalności w świetle przeprowadzonych badań

Zgodnie z tym, co zostało zasygnalizowane w teoretycznej części artykułu, jednym z kluczowych czynników warunkujących dezinwestycje przedsiębiorstw jest aktualna i prognozowana sytuacja gospodarcza. Dane statystyczne w przedmiotowym zakresie przedstawiono w tab. 1.

**Tabela 1.** Sytuacja gospodarcza Polski w latach 2010-2016

Wyszczególnienie	Lata						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Stopa wzrostu PKB	103,6	105,0	101,6	101,4	103,3	103,8	103,0
Stopa wzrostu wartości dodanej brutto	103,5	105,0	101,7	101,5	103,3	103,7	102,9
Nakłady brutto na środki trwałe (w mld zł)	293,2	324,1	322,5	311,7	339,4	361,5	335,0
Stopa bezrobocia (w %)	12,4	12,5	13,4	13,4	11,5	9,7	8,2
Wskaźnik cen towarów i usług	102,6	104,3	103,7	100,9	100,0	99,1	99,4

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS [<http://stat.gov.pl/wskazniki-makroekonomiczne>].

Analizowany okres cechował się zróżnicowanymi tendencjami do zmian kondycji polskiej gospodarki. W latach 2011-2013 nastąpiło pogorszenie sytuacji, czego przejawem był obniżenie tempa wzrostu produktu krajowego brutto, jak również

wartości nakładów brutto na środki trwałe. Ponadto odnotowano pogorszenie sytuacji na rynku pracy, co znalazło odzwierciedlenie we wzroście stopy bezrobocia. W kolejnych okresach nastąpiła wyraźna poprawa sytuacji. Bezrobocie uległo obniżeniu przy jednoczesnym wyraźnym wzroście aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw. Na uwagę zasługuje również zjawisko deflacji, które odnotowano w latach 2015-2016.

Problem koniunktury gospodarczej należy rozpatrywać nie tylko z perspektywy aktywności dez inwestycyjnej firm, ale również z punktu widzenia ich kondycji finansowej. Wyniki analizy przedstawiono w tab. 1.

**Tabela 2.** Wskaźniki kondycji finansowej badanych spółek w latach 2010-2016

Przedsiębiorstwo	Wskaźnik	Lata						
		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Wawel S.A.	WBP	2,52	1,99	2,37	2,68	3,16	3,06	3,13
	WZKW	33,88	43,90	39,92	37,18	29,24	29,08	22,26
	ROA	16,16	14,98	15,23	15,76	15,86	14,64	12,65
Gobarto S.A.	WBP	1,34	1,20	0,92	0,85	0,94	0,70	0,75
	WZKW	83,77	121,12	125,10	103,52	87,54	101,01	106,04
	ROA	1,90	2,91	-3,63	2,43	1,49	0,48	1,37
Zakłady Mięsne Henryk Kania S.A.	WBP	1,11	0,96	1,19	1,43	1,68	1,60	1,45
	WZKW	23,24	60,36	165,85	178,52	179,25	177,62	71,50
	ROA	47,89	-126,78	1,79	3,59	6,38	6,79	5,75
Makarony Polskie S.A.	WBP	1,00	0,88	0,79	1,32	1,35	1,59	1,19
	WZKW	90,47	131,61	94,13	93,24	87,16	78,38	73,72
	ROA	1,21	-5,43	4,35	1,64	3,32	4,17	4,13
Pepees S.A.	WBP	2,10	1,78	1,90	1,72	1,51	1,47	1,60
	WZKW	43,78	60,60	56,90	51,71	54,22	77,77	66,52
	ROA	1,52	5,95	1,90	0,56	2,24	3,01	7,55
Zakłady Przemysłu Cukierniczego „Otmuchów” S.A.	WBP	2,28	1,04	1,07	1,16	1,19	1,13	0,96
	WZKW	53,78	82,55	76,65	60,30	54,73	54,13	110,82
	ROA	5,93	2,43	2,90	2,70	3,85	1,42	-17,39
Seko S.A.	WBP	1,31	1,19	1,24	1,76	1,81	1,80	1,71
	WZKW	81,21	112,44	101,97	102,45	95,16	89,91	101,47
	ROA	1,37	-4,83	2,16	5,03	4,33	4,63	3,74
Indykpol S.A.	WBP	2,10	1,36	0,99	1,21	1,56	1,50	1,53
	WZKW	148,28	183,57	189,95	174,14	153,42	153,33	202,67
	ROA	0,85	1,30	-2,18	0,34	3,15	3,83	-0,18

WBP – wskaźnik płynności bieżącej; WZKW – wskaźnik zadłużenia kapitału własnego; ROA – wskaźnik rentowności netto aktywów.

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych badanych przedsiębiorstw.

Przeprowadzona analiza wskazuje na stosunkowo dobrą kondycję finansową badanych spółek. Świadczą o tym zarówno wskaźniki płynności finansowej, jak i zadłużenia, które w zdecydowanej większości przypadków kształtowały się na poziomach

powszechnie uznawanych za prawidłowe. Na podkreślenie zasługuje również rentowny charakter działalności prowadzonej przez badane firmy. Taki stan rzeczy utrzymywał się również w dość niekorzystnych warunkach ogólnogospodarczych, jakie miały miejsce w latach 2011-2012. Wyniki analizy nie wskazują zatem na problemy finansowe firm, których efektem byłyby sprzedaż posiadanych aktywów trwałych.

W dalszej kolejności analizie poddano poziom aktywności dezinwestycyjnej badanych spółek. Zjawisko to odzwierciedla się w wartości środków pozyskanych z tytułu sprzedaży posiadanych aktywów trwałych. Wyniki badań przedstawiono w tab. 3.

**Tabela 3.** Wpływy z tytułu dokonanych dezinwestycji w latach 2010-2016 (w tys. zł)\*

Przedsiębiorstwo	Lata						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Wawel S.A.	725	104	126	85	134	62	70
Gobarto S.A.	226	9002	1743	5052	2210	2145	863
Zakłady Mięsne Henryk Kania S.A.	2	175	335	219	1582	395	25
Makarony Polskie S.A.	241	3027	431	291	69	264	1916
Pepees S.A.	183	3915	1426	307	1891	3954	2211
Zakłady Przemysłu Cukierniczego „Otmuchów” S.A.	855	0	72	257	79	771	847
Seko S.A.	51	78	29	221	88	70	286
Indykpol S.A.	4642	4023	1787	2729	406	1176	2204

\* W tabeli ujęto wpływy gotówkowe pozyskane z tytułu sprzedaży środków trwałych, wartości niematerialnych i prawnych, aktywów finansowych, jak również zbycia inwestycji w środki trwałe i wartości niematerialne i prawne.

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych badanych przedsiębiorstw.

Badany okres cechował się zróżnicowanym poziomem dezinwestycyjnej aktywności badanych przedsiębiorstw. Najwyższą wartość zbytych aktywów (20,3 mln zł) odnotowano w 2011 r., co stanowiło głównie rezultat dezinwestycji podjętych przez spółki: Wawel S.A. – 9 mln zł; Indykpol S.A. – 4 mln zł; Pepees S.A. – 3,9 mln zł. Zróżnicowane były również kierunek i tempo zmian wartości zbytych aktywów. Tendencją wzrostową cechowały się lata: 2011 – 193,5%, 2013 – 54%, 2015 – 36,8%. Na podkreślenie zasługuje przy tym fakt, iż w niemal każdym z analizowanych podokresów badane firmy odnotowały ujemne przepływy pieniężne netto na działalności inwestycyjnej.

Uzupełnieniem danych zawartych w tab. 3 są wyniki analizy wskaźnikowej. Przedmiotem badań objęto następujące zagadnienia:

- udział gotówki z tytułu dezinwestycji w aktywach ogółem,
- poziom pokrycia ujemnych przepływów na działalności inwestycyjnej gotówką z tytułu dezinwestycji,
- pokrycie zobowiązań gotówką z tytułu dezinwestycji.



Tabela 4. Wskaźniki dezinwestycji badanych spółek w latach 2010-2016

Przedsiębiorstwo	Wskaźnik	Lata						
		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Wawel S.A.	G/A	0,25	0,03	0,03	0,02	0,02	0,01	0,01
	G/WI	2,62	0,23	0,49	0,37	0,44	0,10	0,06
	G/Z	0,97	0,09	0,10	0,06	0,11	0,04	0,06
Gobarto S.A.	G/A	0,04	0,39	0,25	0,16	0,23	0,44	0,17
	G/WI	3,29	6,90	10,59	9,45	13,86	4,76	2,76
	G/Z	0,09	0,71	0,44	0,31	0,48	0,88	0,33
Zakłady Mięsne Henryk Kania S.A.	G/A	0,004	0,84	0,09	0,05	0,32	0,06	0,002
	G/WI	0,03	4,42	3,25	2,45	14,00	6,55	0,10
	G/Z	0,02	2,24	0,15	0,08	0,49	0,10	0,005
Makarony Polskie S.A.	G/A	0,20	2,45	0,38	0,18	0,06	0,22	1,59
	G/WI	4,73	64,64	23,75	3,23	1,92	14,00	11,72
	G/Z	0,43	4,32	0,79	0,38	0,12	0,50	3,75
Pepees S.A.	G/A	0,16	2,72	0,97	0,22	1,17	2,01	1,05
	G/WI	17,48	22,81	21,44	5,04	14,49	26,67	14,59
	G/Z	0,52	7,20	2,66	0,64	3,33	4,59	2,62
Zakłady Przemysłu Cukierniczego „Otmuchów” S.A.	G/A	0,50	0,00	0,03	0,13	0,04	0,39	0,42
	G/WI	2,96	0,00	1,13	5,24	1,15	10,74	2,15
	G/Z	1,44	0,00	0,08	0,34	0,11	1,10	0,81
Seko S.A.	G/A	0,004	0,08	0,03	0,21	0,08	0,06	0,24
	G/WI	0,01	1,19	1,21	10,84	2,24	1,80	5,36
	G/Z	0,01	0,15	0,06	0,42	0,17	0,14	0,47
Indykpol S.A.	G/A	1,20	0,89	0,41	0,66	0,10	0,26	0,42
	G/WI	17,08	13,33	17,90	60,31	5,48	5,00	3,55
	G/Z	2,01	1,37	0,63	1,03	0,16	0,43	0,62

G/A – środki pieniężne pozyskane z tytułu dezinwestycji / aktywa ogółem; G/WI – środki pieniężne pozyskane z tytułu dezinwestycji / ujemne przepływy na działalności inwestycyjnej; G/Z – środki pieniężne pozyskane z tytułu dezinwestycji / zobowiązania ogółem.

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych badanych przedsiębiorstw.

Środki pieniężne pozyskane w wyniku dezinwestycji stanowiły stosunkowo niewielki udział w aktywach badanych firm. Najwyższy poziom wskaźnika odnotowano w przypadku firmy Pepees S.A. – 2,72% (2011 r.). W zdecydowanej większości przypadków wartość wskaźnika nie była wyższa niż 0,5%.

Analizie poddano również stopień pokrycia ujemnych przepływów pieniężnych na działalności inwestycyjnej. Wskaźnik ten obrazuje poziom wystarczalności gotówki pozyskanej w wyniku zbycia aktywów trwałych do finansowania podejmowanych przez przedsiębiorstwo działań inwestycyjnych. Poziom wskaźnika w poszczególnych spółkach był bardzo zróżnicowany. Stosunkowo wysokie wartości odnotowano w przypadku takich spółek, jak: Makarony Polskie S.A., Indykpol S.A.,



Pepees S.A. W wybranych okresach wartości wskaźników kształtowały się w przedziale od 2 do niemal 67%. Znacznie niższy poziom odnotowano w przypadku takich spółek, jak: Wawel S.A., Seko S.A. czy też Zakłady Przemysłu Cukierniczego „Otmuchów” S.A.

Odrębnym zagadnieniem badawczym był stopień pokrycia zobowiązań ogółem gotówką z tytułu dezinwestycji. Określono w ten sposób poziom wystarczalności wskazanego źródła środków do spłaty zobowiązań długo- i krótkoterminowych. Najwyższy poziom wskaźnika odnotowano w przypadku firmy Pepees S.A. (7,2%). W pozostałych spółkach wartość ta najczęściej nie przekraczała 1%, co oznacza, iż pozyskane w ten sposób środki finansowe stanowiły jedynie uzupełniające źródło finansowania realizowanych inwestycji.

Na uwagę zwraca wysoka zmienność wartości analizowanych wskaźników w poszczególnych latach objętych analizą. Świadczy to o braku regularności pozyskiwania tego rodzaju wpływów gotówkowych, co zostało zasygnalizowane w teoretycznej części artykułu.

## 5. Zakończenie

Gospodarowanie aktywami trwałymi stanowi jeden z kluczowych obszarów działalności każdego przedsiębiorstwa. W obszarze zarządzania finansami problem ten odzwierciedla się w takich aspektach, jak efektywność oraz dostosowanie wielkości i struktury aktywów do przedmiotu i zakresu prowadzonej działalności. Jednym z narzędzi umożliwiających przedsiębiorstwom racjonalną gospodarkę aktywami są dezinwestycje. W niniejszym artykule problematyka zbycia aktywów rozpatrywana była z perspektywy finansowania działalności przedsiębiorstwa.

Wyniki badań wskazały na zróżnicowany poziom dezinwestycji w poszczególnych spółkach. Znalazło to odzwierciedlenie w dość niskich kwotach pozyskanych w ten sposób środków finansowych oraz niewielkim ich znaczeniu w procesie finansowania działalności analizowanych firm. Biorąc pod uwagę rodzaj aktywów, najwyższy udział stanowiły wpływy z tytułu sprzedaży środków trwałych oraz wartości niematerialnych i prawnych. Znacznie mniejszą rolę odgrywała sprzedaż posiadanych aktywów finansowych.

Wyniki badań nie wskazały też na istotne znaczenie koniunktury gospodarczej w kontekście dezinwestycyjnej działalności przedsiębiorstw. Choć badany okres cechował się zróżnicowaną sytuacją ogólnogospodarczą, nie wpłynęło to znacząco na poprawę bądź też pogorszenie kondycji finansowej badanych spółek, jak również na zakres podejmowanych działań dezinwestycyjnych.

Potwierdzono też tezę, iż wpływy z tytułu dezinwestycji nie stanowią (i nie powinny stanowić) wiodącego źródła finansowania działalności przedsiębiorstwa. Występują one w sposób nieregularny, a ich wysokość tylko w niewielkim stopniu umożliwia finansowanie potrzeb przedsiębiorstwa. Dotyczy to zarówno finansowania inwestycji, jak też spłaty zobowiązań. Nie neguje to jednak faktu, iż zbycie akty-

wów trwałych może stanowić źródło finansowania działalności firmy. Biorąc jednak pod uwagę specyficzny charakter dezinwestycji (chodzi przede wszystkim o brak regularności), źródło to powinno mieć wyłącznie charakter uzupełniający.

## Literatura

- Bednarz J., Gostomski E., 2006, *Finansowanie działalności gospodarczej*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk.
- Deloitte, 2013, *Divestiture Survey Report 2013. Sharpening Your Strategy*.
- Dębski W., 2005, *Teoretyczne i praktyczne aspekty zarządzania finansami przedsiębiorstwa*, PWN, Warszawa, s. 1-436.
- Djordjević B., Djukić S. 2008, *The impact of downsizing on the corporate reputation*, Facta Universitatis, Series: Economics and Organization, vol. 5, no. 1, s. 51-62.
- Fedorowicz Z., 1997, *Finanse przedsiębiorstwa*, POLTEXT, Warszawa.  
<http://stat.gov.pl/wskazniki-makroekonomiczne> (27.04.2018).
- Ickiewicz J., 2004, *Pozyskiwanie, koszt i struktura kapitału w przedsiębiorstwach*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Oficyna Wydawnicza, Warszawa.
- Mishra R.K., 2016, *Appropriate timing of divestitures: An empirical investigation*, Journal of Management Research and Analysis, October-December, 3 (4), s. 181-183.
- Pluta W. (red.), 2004, *Finanse małych i średnich przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa.
- Różański J., 2002, *Dezinwestycje jako źródło finansowania przedsiębiorstwa*, [w:] J. Duraj (red.), *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Skowronek-Mielczarek A., 2002, *Źródła zewnętrznego finansowania małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce*, Monografie i Opracowania, nr 499, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa.
- Sobolewski H., Wojtkowiak G., 2014, *Podjęcie decyzji dezinwestycyjnych*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, nr 803, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia, nr 66 (2014), s. 171-183.
- Wawryszuk-Misztal A., 2012, *Dezinwestycje przedsiębiorstw na przykładzie Grupy Handlowej Empiria*, Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska Lublin-Polonia Sectio H, vol. XLVI, 4, s. 861-870.