



*Wiesław Janik
Artur Paździor
Maria Paździor*

Analiza i diagnozowanie sytuacji finansowej przedsiębiorstwa

MONOGRAFIE

Analiza i diagnozowanie sytuacji finansowej przedsiębiorstwa

Monografie – Politechnika Lubelska



Politechnika Lubelska
Wydział Zarządzania
ul. Nadbystrzycka 38
20-618 Lublin

Wiesław Janik
Artur Paździor
Maria Paździor

Analiza i diagnozowanie sytuacji finansowej przedsiębiorstwa



Politechnika Lubelska
Lublin 2014

Recenzent:

dr hab. Andrzej Bień, prof. Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie

dr hab. Helena Żukowska, prof. Katolickiego Uniwersytetu Lubelskiego



Publikacja powstała przy współpracy z Polskim
Towarzystwem Ekonomicznym Oddział w Lublinie

Publikacja wydana za zgodą Rektora Politechniki Lubelskiej

© Copyright by Politechnika Lubelska 2014

ISBN: 978-83-7947-083-9

Wydawca: Politechnika Lubelska

ul. Nadbystrzycka 38D, 20-618 Lublin

Realizacja: Biblioteka Politechniki Lubelskiej

Ośrodek ds. Wydawnictw i Biblioteki Cyfrowej

ul. Nadbystrzycka 36A, 20-618 Lublin

tel. (81) 538-46-59, email: wydawca@pollub.pl

www.biblioteka.pollub.pl

Druk: TOP Agencja Reklamowa Agnieszka Łuczak

www.agencjatop.pl

Elektroniczna wersja książki dostępna w Bibliotece Cyfrowej PL www.bc.pollub.pl

Nakład: 100 egz.

Spis treści

Wstęp	7
1. Istota diagnozy ekonomicznej	9
1.1. Diagnoza i diagnozowanie	9
1.2. Analiza ekonomiczna jako podstawa diagnozy	12
1.3. Metody diagnozowania przedsiębiorstw.....	13
1.4. Podstawy diagnozowania ekonomicznego przedsiębiorstwa.....	17
1.5. Przedsiębiorstwo jako obiekt diagnozy	21
1.6. Zadania diagnostyki ekonomicznej przedsiębiorstw	25
1.7. Podsumowanie	29
2. Diagnozowanie struktury majątkowo-kapitałowej	30
2.1. Majątek i jego struktura.....	30
2.2. Źródła finansowania majątku	34
2.3. Analiza gospodarki majątkiem trwałym.....	39
2.4. Analiza struktury kapitału	46
2.5. Podsumowanie	48
3. Diagnozowanie rentowności przedsiębiorstwa	49
3.1. Wynik finansowy jako miara rentowności.....	49
3.2. Rentowność sprzedaży.....	52
3.3. Rentowność zasobów i kapitałów.....	55
3.4. Podsumowanie	59
4. Diagnozowanie płynności finansowej	61
4.1. Płynność finansowa i czynniki ją kształtujące.....	61
4.2. Mierzenie płynności finansowej.....	63
4.3. Rotacja majątku obrotowego	70
4.4. Zapotrzebowania na kapitał obrotowy.....	73
4.5. Podsumowanie	77
5. Diagnozowanie pozycji rynkowej przedsiębiorstwa	78
5.1. Konkurencyjność przedsiębiorstwa.....	78
5.2. Udział przedsiębiorstwa w rynku.....	80
5.3. Rentowność klientów i rynków	84
5.4. Podsumowanie	91
6. Diagnozowanie zagrożenia upadłością i analiza zmian wartości przedsiębiorstwa.....	92
6.1. Przyczyny upadłości przedsiębiorstw.....	92
6.2. Modele prognozowania upadłości	97
6.3. Mierniki wartości przedsiębiorstwa	104
6.4. Analiza kosztu kapitału	110
6.5. Podsumowanie	113

7. Diagnoza i analiza sytuacji finansowej spółki produkcyjno-handlowej	114
7.1. Informacje o spółce.....	114
7.2. Diagnoza struktury majątkowo-kapitałowej	118
7.3. Diagnoza i analiza rentowności badanej spółki	121
7.4. Diagnoza płynności finansowej.....	124
7.5. Ocena zagrożenia upadłością	126
Literatura	128

Wstęp

Współczesne przedsiębiorstwa funkcjonują w globalnym otoczeniu, tym samym ryzyko prowadzonej przez nie działalności gospodarczej jest wyższe. Efektywność podejmowanych przez nie decyzji w coraz większym stopniu zależą od zmian zachodzących w jego bliższym i dalszym otoczeniu, w tym od zachowania jego konkurentów. Na zwiększone ryzyko narażone są w szczególności przedsiębiorstwa małe i średnie. Częściej i w większym zakresie muszą stawiać czoła silnym, międzynarodowym korporacjom.

Sytuacja ta sprawia, że menedżerowie w większym, niż dotychczas zakresie, muszą na bieżąco wykorzystywać narzędzia diagnostyki i analizy finansowej do oceny nie tylko stopnia realizacji postawionych przed nimi celów, lecz również do bieżącej identyfikacji ewentualnych zagrożeń pojawiających się w otoczeniu. Dzięki nim lepiej zostaje rozpoznana nie tylko aktualna kondycja ekonomiczna i finansowa podmiotu gospodarczego, lecz również jej przyczyny. Uzyskane informacje pozwalają na podejmowanie działań umożliwiających minimalizację rysujących się zagrożeń oraz weryfikowanie realizowanej dotychczas strategii rozwojowej.

Książka ma na celu zapoznanie czytelników z podstawowymi narzędziami diagnostyki i analizy finansowej, jej zakresem oraz praktycznymi aspektami ich wykorzystania. Podzielona jest na sześć rozdziałów.

W rozdziale I omówiono istotę diagnostyki i analizy finansowej, ich zadania oraz źródła informacji będące przedmiotem badania. Dużo uwagi poświęcono relacji między diagnozą i analizą. Diagnoza formułowana jest w oparciu o pewne symptomy wskazujące na określony rozwój zjawisk będący przedmiotem zainteresowania. W celu potwierdzenia diagnozy konieczne jest przeprowadzenie bardziej szczegółowych badań w oparciu o metody analizy ekonomicznej.

Kolejne rozdziały dotyczą diagnozowania i analizy podstawowych zjawisk ekonomicznych zachodzących w przedsiębiorstwach z punktu widzenia ich efektywności i wpływu na realizowane przez nie cele.

Rozdział II poświęcony został badaniu sytuacji majątkowo-kapitałowej przedsiębiorstw. Sytuacja ta jest rezultatem różnorodnych procesów zachodzących w przedsiębiorstwach i ich otoczeniu. Na jej podstawie można postawić wstępną diagnozę i wskazać kierunki dalszej analizy koniecznej do jej potwierdzenia lub zaprzeczenia.

Przedsiębiorstwa mogą realizować cele finansowe wtedy, gdy osiągają określony poziom efektywności. Jedną z jej miar są wskaźniki rentowności. Pomiarowi oraz wykorzystaniu ich w ocenie osiągniętych przez przedsiębiorstwa wyników poświęcony jest rozdział III.

Osiągane efekty zależą od stopnia wykorzystania posiadanych zasobów. Metody analizy wykorzystania składników majątkowych oraz zaangażowanego w nich kapitału omówione zostały w rozdziale IV.

Warunkiem kontynuowania działalności gospodarczej przez przedsiębiorstwa jest zachowanie płynności finansowej. Jej utrata, niezależnie od poziomu wykazy-

wanej rentowności, grozi upadłością podmiotu gospodarczego. Omówienie metod oceny płynności finansowej oraz związanych z nią zagrożeń zawiera rozdział V.

Sytuacja ekonomiczna przedsiębiorstw w dużej mierze zależy od ich pozycji rynkowej. Ta z kolei ma wpływ na wartość jednostek gospodarczych oraz ich zdolność do kontynuowania działalności gospodarczej. Dlatego istotna jest nie tylko ocena stopnia realizacji oczekiwań właścicieli, lecz również możliwe wczesne wykrywanie rysujących się zagrożeń. Problemy te są przedmiotem rozważań w rozdziale VI.

W ostatnim rozdziale przedstawiono przykład wykorzystania omówionej metodyki do diagnozowania i oceny kondycji finansowej przykładowego przedsiębiorstwa. modele prognozowania upadłości przedsiębiorstw oraz metody oceny stopnia realizacji ich celu końcowego jakim jest pomnażanie ich wartości. W pierwszym przypadku chodzi o możliwe wczesne wykrycie rysujących się zagrożeń, w drugim przypadku zaś o ocenę stopnia zaspokojenia oczekiwań właścicieli. Szczególną uwagę zwrócono na interpretację wskaźników i formułowanie wniosków oceniających.

Książka adresowana jest do studentów kierunków ekonomicznych studiów oraz słuchaczy studiów podyplomowych. Mamy nadzieję, że zainteresuje ona również pracowników przedsiębiorstw zajmujących się analizą finansową i wyceną wartości przedsiębiorstw.

1. Istota diagnozy ekonomicznej

1.1. Diagnoza i diagnozowanie

Prowadzenie działalności gospodarczej związane jest z ryzykiem niepowodzenia, polegającego na nieosiągnięciu zamierzonego celu, poniesieniu straty z upadłością wyłącznie. Ograniczenie tego ryzyka wymaga m.in. systematycznej obserwacji kondycji ekonomicznej i finansowej przedsiębiorstw oraz ich pozycji rynkowej. Obserwacja ta jest niezbędna do postawienia diagnozy, pozwalającej na podejmowanie odpowiednich działań, które ograniczą lub wyeliminują powstające zagrożenia.

Diagnoza jest terminem, który wykorzystywany jest powszechnie w medycynie i profilaktyce zdrowotnej człowieka, technice i naukach społecznych. Diagnoza pochodzi od słowa greckiego *diagnosis* i oznacza rozpoznanie.¹ Chodzi tu o rozpoznanie stanu jakościowego obiektu. Diagnoza społeczna oznacza określenie cech współcześnie zachodzących zjawisk społecznych na podstawie przeprowadzonych badań empirycznych i ich analizy.²

Dla sformułowania trafnej diagnozy konieczna jest określona wiedza o badanym obiekcie, o jego strukturze i powiązaniach z otoczeniem oraz przeprowadzenie badań pozwalających na stwierdzenie aktualnego stanu obiektu i porównanie go ze stanem oczekiwanym. Punktem wyjścia w badaniach diagnostycznych jest inwentaryzacja cech badanego obiektu. Cechami nazywa się własności ludzi, przedmiotów i zdarzeń. Zespół cech charakteryzujących dany obiekt w określonym czasie nazywa się stanem obiektu.³ Cechy określające ten stan mogą mieć charakter stały (immanentne cechy obiektu) i niestały (pojawiające się wtedy, gdy stan obiektu odbiega od przyjętych wzorców i norm). Zmiany stanu w kolejnych momentach lub przedziałach czasowych stanowią podstawę do sformułowania ich oceny i postawienia określonej diagnozy.

W przypadku przedsiębiorstwa diagnoza jego sytuacji finansowej i ekonomicznej związana jest z rozpoznaniem jego aktualnej kondycji ekonomicznej i finansowej oraz określeniem zagrożeń i szans dla dalszego trwania i rozwoju. J. Więckowski diagnozę ekonomiczną przedsiębiorstwa zdefiniował jako systemową charakterystykę „jego stanu gospodarczego, działalności i wyników, pozycji w środowisku gospodarczym (sektorze, branży, regionie, segmencie rynku) oraz jego możliwości rozwojowych (szans i zagrożeń)”.⁴ W charakterystyce tej uwzględnia się nie tylko zmiany wartości badanych cech, lecz również zmiany relacji między nimi. Zespół cech najbardziej istotnych dla badanego zjawiska lub procesu gospodarczego będącego przedmiotem diagnozowania nazywa się syndromem diagnostycznym.⁵ Celem diagnozy jest stwierdzenie czy istniejący stan jest zadowalający i pozwala na realizację postawionych przed nim zadań, czy

¹ Słownik wyrazów obcych, Warszawa 1971, s. 150.

² Słownik języka polskiego, Warszawa 1983, s. 393.

³ Por: B. Wersty, *Diagnostyka ekonomiczna przedsiębiorstwa*, w: L. Bednarski i in., *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstwa*, Wrocław 1996, s. 429–430.

⁴ J. Więckowski, *Diagnostyka ekonomiczna przedsiębiorstwa*, w: L. Pasieczny, J. Więckowski, *Ekonomia i analiza działalności przedsiębiorstwa*, Warszawa 1987, s. 364.

⁵ Por: B. Wersty, *Diagnostyka... op. cit.*, s. 430.

też występują zagrożenia dla prawidłowego jego funkcjonowania lub też dalszego jego trwania. Stanowi ona podstawę opinii o jakości zarządzania przedsiębiorstwem.⁶

Postawienie właściwej diagnozy wymaga:

- a) znajomości syndromu,
- b) posiadania odpowiedniej wiedzy o mechanizmie zmian wartości badanych cech i czynnikach, które te zmiany mogą powodować,
- c) znajomości norm lub wzorców dla wartości ocenianych cech.

Turbulentne otoczenie, w jakim funkcjonują współczesne przedsiębiorstwa, wymaga systematycznej obserwacji i analizy jego stanu finansowego i ekonomicznego oraz podejmowania odpowiednich decyzji o charakterze operacyjnym i strategicznym, umożliwiających realizację przyjętych celów. Dzięki dobrej diagnozie można ocenić nie tylko dotychczasowy stan przedsiębiorstwa i zidentyfikować ewentualne zagrożenia, lecz również przedsięwziąć odpowiednie środki zaradcze (terapeutyczne) w przypadku stwierdzenia zagrożeń dla jego przetrwania i dalszego rozwoju. Powszechnie wiadomo, że terapia może być tym skuteczniejsza, im wcześniej zostaną ujawnione niesprawności. Dlatego diagnozowanie stanu przedsiębiorstwa powinno być w miarę systematyczne.

Diagnozowanie ekonomiczne jest procesem, który składa się z pewnej sekwencji działań. Zakres tych działań zależy w dużej mierze od celu (zakresu) diagnozy. Proces diagnozowania można zatem zilustrować następująco:

Wybór syndromu diagnostycznego → Dobór wskaźników → Badanie wartości wskaźników → Wnioskowanie → Diagnoza

Pierwszym etapem diagnozowania jest wybór syndromu diagnostycznego, czyli szczegółowe opisanie cech zjawiska, które będzie przedmiotem diagnozy. Syndrom określany jest na podstawie symptomów, które są informacją o istnieniu problemu. Jeżeli np. przedmiotem diagnozy miałoby być zjawisko płynności finansowej, to cechami je charakteryzującymi są: terminowość realizacji zobowiązań, terminowość odzyskiwania należności, struktura majątku obrotowego, struktura zobowiązań itp. Symptomami mogą być w tym przypadku wydłużające się terminy płatności, wzrost udziału zobowiązań przeterminowanych itp.

Znając cechy zjawiska można dobrać odpowiednie wskaźniki ekonomiczne, które w sposób najbardziej adekwatny będą je opisywały. Dokonując doboru wskaźników zwraca się uwagę na to, by były to wskaźniki, które pozwolą na zbadanie danego zjawiska w sposób najbardziej wiarygodny. Chodzi o to, że większość zjawisk ekonomicznych opisywać można przy pomocy dużej liczby wskaźników, o różnym stopniu szczegółowości. Jakość przeprowadzonych analiz nie zależy bowiem od liczby wykorzystanych wskaźników. Na ogół im większa liczba wskaźników, tym trudniejsze wnioskowanie. Dlatego należy kierować się zasadą minimalizacji liczby wskaźników, jednak powinny być one tak dobrane, by pozwoliły na sformułowanie najbardziej adekwatnych wniosków.

⁶ Por: R. Borowiecki, E. Wysłocka, *Analiza ekonomiczna i ocena ekspercka w procesie restrukturyzacji przedsiębiorstw*, Warszawa 2012, s. 114.

Badanie wartości wskaźników oznacza nie tylko ich obliczenie, lecz również określenie odpowiedniej bazy porównawczej. Wartość większości wskaźników ekonomicznych może być odpowiednio zinterpretowana tylko w odniesieniu do określonych wartości wzorcowych. Te zaś w dużej mierze zależą od celu diagnozy. Mogą to więc być wartości planowane (oczekiwane), wartości okresów poprzednich, wartości normatywne, czy też wartości charakterystyczne dla innych przedsiębiorstw.

Istotnym elementem diagnozy jest wnioskowanie. Znając określone wartości wskaźników oraz ich wartości porównawcze formułuje się odpowiednie wnioski dotyczące stanu badanego zjawiska. Np. w przypadku płynności można stwierdzić, zbyt niską wartość wskaźników w stosunku do przyjętych wzorców. Takie stwierdzenie oznacza na ogół, że płynność finansowa może być zagrożona.

Dobrze sformułowane wnioski ułatwiają sformułowanie trafnej diagnozy. Taka diagnoza daje podstawę do tego, by określić stan badanego zjawiska. Dobra diagnoza powinna stanowić podstawę do podjęcia odpowiednich działań zmierzających do poprawy istniejącej sytuacji. Oczywiście diagnoza może wskazywać również na dobrą sytuację i tym samym uzasadniać celowość kontynuacji działań w danym obszarze funkcjonowania przedsiębiorstwa.

Przystępując do diagnozowania przedsiębiorstwa należy jednoznacznie sformułować cel diagnozy. Cel ten może być różny w zależności od jej przeznaczenia. Może nim być:

- a) identyfikacja źródeł niesprawności w sytuacji pojawienia się kłopotów finansowych lub spadku efektywności ekonomicznej (np. spadek rentowności sprzedaży, spadek lub utrata płynności finansowej, nadmierna fluktuacja kadr, itp.),
- b) okresowa lub okazjonalna ocena działalności podmiotu gospodarczego (np. ocena minionego okresu obrotowego, zmiana strategii przedsiębiorstwa, zmiany organizacyjne i kapitałowe).

Przedmiotem diagnozy może być całe przedsiębiorstwo lub wybrane fragmenty jego działalności. Na ogół przy ocenie okresowej lub też przed istotnymi zmianami w strategii rozwoju przedsiębiorstwa diagnozą obejmuje się wszystkie obszary jego działalności.

W obecnych warunkach funkcjonowania podmiotów gospodarczych diagnozowanie sytuacji finansowej i perspektyw rozwojowych firm staje się z jednej strony koniecznością, z drugiej zaś rosną możliwości formułowania szybkich i wiarygodnych diagnoz. Szybko zachodzące zmiany w otoczeniu przedsiębiorstw, a w szczególności procesy globalizacji prowadzące do umiędzynarodowienia konkurencji, pozbawiły je krajowych barier ochronnych.⁷ Wzrosło ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej i tym samym zagrożenia dla jej kontynuowania. Równocześnie taniejące technologie informatyczne umożliwiające gromadzenie, analizowanie i rozpowszechnianie informacji pozwalają na szybkie pozyskiwanie i przetwarzanie danych i dostarczanie zarządom przedsiębiorstw aktualnych diagnoz. Dzięki nim mogą one na bieżąco korygować realizowane strategie i dostosowywać je do zachodzących trendów rozwojowych.

⁷ Por: D. P. Doyle, *Kontrola kosztów. Element zarządzania strategicznego*, Kraków 2006, s. 14.

1.2. Analiza ekonomiczna jako podstawa diagnozy

Na podstawie diagnozy poznaje się stan przedsiębiorstwa lub określonej części jego działalności. To rozpoznanie stanowi podstawę do podejmowania decyzji w zakresie działań koniecznych do poprawy stwierdzonego stanu (usunięcia przyczyn niesprawności) lub też kontynuowaniu dotychczasowej strategii rozwojowej, jeżeli diagnoza potwierdza dobrą kondycję ekonomiczną firmy. Jednakże, w przypadku diagnozy niekorzystnej, przed podjęciem odpowiedniej decyzji, zachodzi konieczność dokładnego rozpoznania przyczyn zaistniałej sytuacji, zwłaszcza tych, które niekorzystnie wpłynęły na stan badanego zjawiska. Te przyczyny mogą być poznane w wyniku przeprowadzonej analizy ekonomicznej, która „jest środkiem poznania i oceny złożonych zjawisk i procesów”⁸. Jej zadaniem jest ocena stanu faktycznego przedsiębiorstwa, realizowanej strategii, procesu lub/i otoczenia.⁹

Dzięki zastosowaniu odpowiednich metod analitycznych rozpoznaje się strukturę zjawisk i procesów gospodarczych, związki i zależności powstające między nimi oraz identyfikuje przyczyny zaistniałej sytuacji. Celem analizy ekonomicznej jest bowiem:¹⁰

- a) wykrycie i ustalenie przyczyn powodujących zarówno niewykonanie zadań, jak i ich zrealizowanie,
- b) sporządzanie charakterystyki liczbowej ilustrującej działalność przedsiębiorstwa oraz pozwalającej na ocenę uzyskanych wyników i porównanie ich z wynikami innych przedsiębiorstw,
- c) określenie przewidywanych wyników na podstawie informacji o stanie czynników produkcji, jakimi dysponuje przedsiębiorstwo oraz o podstawowych zmiennych w jego otoczeniu,
- d) podjęcie decyzji kierowniczych przyczyniających się do efektywniejszego funkcjonowania i rozwoju przedsiębiorstwa.

Analiza ekonomiczna służy do pozyskiwania informacji niezbędnych do podejmowanych decyzji. Dotyczy to w równej mierze decyzji dotyczących usunięcia zdiagnozowanych nieprawidłowości, jak i tych, które związane są z rozwojem przedsiębiorstwa. Stanowi ona wstępne rozpoznanie stanu i tendencji rozwojowej badanych zjawisk lub organizacji. Służy do identyfikacji i pomiaru związków zachodzących między zjawiskami ekonomicznymi.¹¹ Jest narzędziem służącym do określenia przyczyn określonego stanu badanego zjawiska. Potwierdzenie lub zaprzeczenie wstępnej diagnozy wymaga zastosowania odpowiednich metod badania i zasad oceny wypracowanych przez analizę.¹²

Na jej podstawie można wskazać podstawowe przyczyny stwierdzonych niesprawności. Diagnoza stanowi natomiast rezultat wnioskowania przeprowadzonego na podstawie zestawu wskaźników, których dobór oraz wartości zostały określone w procesie

⁸ W. Gabrusewicz, *Podstawy analizy finansowej*, Warszawa 2005, s. 11.

⁹ Por: A. Stabryła, *Zarządzanie projektami ekonomicznymi i organizacyjnymi*, Warszawa 2006, s. 173.

¹⁰ Por: J. Duraj, *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstw*, Warszawa 1993, s. 11.

¹¹ Por: N. Grzenkowicz, i in., *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstwa*, Warszawa 2007, s. 14.

¹² Por: E. Kurtys, *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstw przemysłowych*, wyd. PWN, Warszawa – Poznań 1988, s. 9.

wstępnej analizy. Podjęcie jednak koniecznych działań naprawczych (korygujących) wymaga bardziej szczegółowych badań, czyli przeprowadzenia bardziej wnikliwej analizy, np. określenia w jakim stopniu dane przyczyny wpłynęły na ukształtowanie stwierdzonego stanu. Niejednokrotnie bywa tak, że z wielu możliwych przyczyn danego stanu (złego lub dobrego), jedne miały wpływ pozytywny, inne natomiast negatywny. Może być tak, że mimo ogólnie pozytywnej diagnozy, należałoby przedsięwziąć środki, które wyeliminowałyby lub ograniczyły oddziaływanie czynników negatywnych. Dlatego szczegółowe rozpoznanie wymaga zbadania ciągu zjawisk gospodarczych w układzie przyczynowo-skutkowym i chronologicznym. Chodzi o identyfikację przyczyn pierwotnych. Analiza przyczynowa staje się bezwzględnie konieczna w przypadku negatywnej oceny stanu diagnozowanego zjawiska.

Zakres i metody analizy zależą od celu diagnozy. W zależności od adresatów różni się analizy zewnętrzne i wewnętrzne. Adresatem pierwszych jest szeroko rozumiane otoczenie (akcjonariusze, banki, dostawcy, odbiorcy itp.), zaś drugie są sporządzane na potrzeby gremiów kierowniczych przedsiębiorstw. W przypadku analiz wewnętrznych istotne znaczenie ma czynnik czasu. Analizy te bowiem sporządzane są dla potrzeb decyzyjnych. Im szybciej określone zostaną przyczyny nieprawidłowości, tym łatwiej można je usunąć i tym mniejsze mogą być ich niepożądane rezultaty.

Istotną rolę w dociekanii przyczyn spełniają metody badań pogłębionych o charakterze deterministycznym lub stochastycznym. Ich celem jest określenie czynników, które wpłynęły na zmianę badanego zjawiska oraz skali tego wpływu. Typowanie czynników następuje zazwyczaj „drodze logicznego rozumowania opartego na obserwacji faktycznego przebiegu procesów gospodarczych oraz znajomości ich treści ekonomicznej”.¹³

1.3. Metody diagnozowania przedsiębiorstw

Postawienie właściwej diagnozy wymaga wykorzystania odpowiednich metod. Podstawą diagnozowania jest określenie podstawowych cech badanego obiektu, charakteryzujących jego stan. Cechy te podzielić można na stałe i niestałe.¹⁴ Do tych pierwszych zaliczyć można np. poziom sprzedaży, wyniku finansowego, zatrudnienia, rentowności itp. Cechy niestałe pojawiają się w przypadku odchylenia stanu rzeczywistego od stanu pożądanego (np. spadek sprzedaży, niski poziom wyniku finansowego itp.).

Sformułowanie poprawnej diagnozy wymaga posiadania odpowiedniej wiedzy o mechanizmie zmian wartości poszczególnych cech, ich dynamice oraz o czynnikach, które mogą być ich przyczynami¹⁵

W diagnostyce ekonomicznej wykorzystuje się odpowiednio dobrany zbiór wskaźników ekonomicznych i techniczno-organizacyjnych, które pozwalają na możliwie najlepszą charakterystykę badanych zjawisk, czy jednostek organizacyjnych badanego podmiotu gospodarczego. Jak podkreślają R. Borowiecki i E. Wy-

¹³ W. Gabrusewicz, *Analiza finansowa przedsiębiorstwa. Teoria i zastosowanie*, Warszawa 2014, s. 57.

¹⁴ Por.: B. Wersty, *Diagnostyka ekonomiczna... op. cit.*, s. 430.

¹⁵ *Ibidem* s. 430.

słodka „podstawową metodą stosowaną w diagnozie jest metoda wskaźnikowa, która ułatwia i przyspiesza dostrzeżenie symptomów zjawisk i związków zachodzących między nimi”¹⁶. Badania diagnostyczne wymagają porównania rzeczywistych wartości wskaźników z ich wzorcami oraz analizy relacji zachodzących między wartością tych wskaźników. Niemniej ważne są również relacje i ich zmiana między istotnymi cechami zjawisk i procesów.

Zasadniczym problemem w diagnostyce ekonomicznej jest dobór wskaźników i określenie ich wartości wzorcowych. Wskaźniki powinny być tak dobrane, by możliwie najpełniej charakteryzowały badany obiekt (zjawisko, proces, jednostkę organizacyjną). Przy ich doborze nie można pomijać celu podmiotu gospodarczego. Nie ma w przedsiębiorstwie takiego zdarzenia, procesu lub jednostki wewnętrznej, która nie miałaby wpływu na realizację jego celu końcowego. Dlatego też diagnozując np. zjawisko rentowności nieco innym zestawem wskaźników posłużymy się w spółce giełdowej, której celem jest maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa, innym przy ocenie publicznego zakładu opieki zdrowotnej, który funkcjonuje na zasadach non profit, a jeszcze innym w małym przedsiębiorstwie rodzinnym, którego podstawowym celem jest trwanie i zapewnienie środków do utrzymania rodziny.

Innym problemem przy doborze zestawu wskaźników jest problem ich liczby. Na ogół większość zjawisk można opisać przy pomocy mniejszej lub większej liczby wskaźników. Jakość diagnozy, jej trafność na ogół nie zależy od liczby rozpatrywanych wskaźników. W praktyce bowiem, w miarę wzrostu liczby rozpatrywanych wskaźników trudniej jest sformułować właściwą diagnozę. Szczególnie wtedy, gdy zmiana ich wartości jest różnokierunkowa. Dlatego ważne jest, by liczba ta była możliwie najniższa, lecz tak dobrana, by zostały opisane podstawowe cechy diagnozowanego obiektu.

Nie mniej ważny jest charakter cech opisujących badane zjawisko lub proces. Mogą to być cechy ilościowe poddające się względnie łatwo ocenie i cechy jakościowe. Cechy ilościowe łatwo można kwantyfikować i opisać za pomocą wskaźników ekonomicznych, technicznych, techniczno-ekonomicznych i tym samym poddać je ocenie. Opisanie i ocena cech jakościowych często wymaga ujęcia szacunkowego (np. oceny punktowej) i tym samym bardziej uproszczonego.

Kolejnym zagadnieniem jest określenie pożądanej wartości wybranych wskaźników oceny. W przeciwieństwie bowiem do diagnostyki medycznej czy technicznej, wartości te ulegają częstszym zmianom. Jak już wspomniano, współczesne przedsiębiorstwa funkcjonują w turbulentnym otoczeniu. Dlatego często się zdarza, że stan który był korzystny w określonych warunkach, staje się niedopuszczalny w zmienionym otoczeniu. Np. rentowność kapitałów własnych na poziomie 10% w warunkach inflacji rzędu 2–3% może być zadowalająca, natomiast przy inflacji powyżej 5% może być oceniona jako niekorzystna. Stąd też wartości pożądane (tzw. baza porównawcza) wymagają ciągłej aktualizacji.

¹⁶ Por: R. Borowiecki, E. Wysłocka, *Analiza ekonomiczna i ocena ekspercka w procesie restrukturyzacji przedsiębiorstw*, Warszawa 2012, s. 115.

Ustalając pożądane wartości wskaźników można do tego celu wykorzystywać określone normy i normatywy, wielkości planowane, wielkości uzyskane w poprzednich okresach lub też wartości średnie dla branży czy też wielkości uzyskiwane przez głównych konkurentów. Często jednak postawienie trafnej diagnozy wymaga równoczesnego wykorzystania kilku z wymienionych wyżej wartości wzorcowych.

Normy i normatywy związane są zazwyczaj ze stosowanymi rozwiązaniami technicznymi lub obowiązującymi przepisami prawa. Dotyczą takich zagadnień jak: norma zużycia materiałów do produkcji lub norma pracochłonności, które są powiązane z konstrukcją produktu i technologią jego wytwarzania. Normatywy obsługi maszyn i urządzeń mają również charakter techniczny. Prawo z kolei może określać warunki bezpieczeństwa wykonywania określonych prac i pośrednio lub bezpośrednio determinować poziom i strukturę zatrudnienia przy tych pracach. Obowiązujące normy i normatywy mogą stanowić podstawę do określenia wartości wzorcowych dla wskaźników ekonomicznych, np. kosztów wytwarzania produktów lub usług.

Ważnym kryterium określania wartości wzorcowych mogą być plany. Plany działalności gospodarczej, niezależnie czy krótkookresowe czy długookresowe, zawierają zbiór celów i zadań, które przedsiębiorstwo chce zrealizować w danym przedziale czasowym. Od ich wykonania zależy spełnienie oczekiwań interesariuszy firmy (w szczególności jej właścicieli) oraz ocena pracy zarządu. W diagnostyce ekonomicznej zwraca się głównie uwagę na zgodność przebiegu realizacji planu z jego założeniami i identyfikację ewentualnych zagrożeń z tym związanych. W tym przypadku chodzi głównie o to, by odpowiednio wcześniej wykrywać niepożądane odchylenia i podejmować działania korygujące, które pozwolą na minimalizację lub też wyeliminowanie niekorzystnych skutków.

Niemale znaczenie w diagnostyce ekonomicznej mają wartości wskaźników uzyskane w okresach poprzednich. Dynamika tych wartości pozwala na ocenę takich zjawisk jak: rozwój przedsiębiorstwa i jego charakter, zmiana pozycji rynkowej, zmiana efektywności wykorzystywania posiadanych zasobów itp. Służą do tego takie wskaźniki jak: tempo wzrostu sprzedaży, zatrudnienia, możliwości wytwórczych, wzrost lub spadek udziału w rynku, produktywność i rentowność zasobów i zmiany w ich poziomie. Określając wartość i kierunek zmian wymienionych wskaźników można równocześnie określić charakter rozwoju badanych zjawisk. Może on być ekstensywny lub intensywny. Rozwój ekstensywny charakteryzuje się przyrostem zasobów. Przy równoczesnym braku oczekiwanych zmian w poziomie ich wykorzystania (np. przy ustabilizowanej ich produktywności). Rozwój intensywny z kolei polega na poprawie efektywności wykorzystywanych zasobów. Może mu towarzyszyć wzrost ilości tych zasobów, lecz wówczas tempo zmian efektywności będzie wyższe od tempa przyrostu zasobów.

Istotne znaczenie dla diagnozy mają porównania przestrzenne (z wartościami uzyskiwanymi średnio w branży lub przez konkurentów). Porównania takie mają szczególne znaczenie przy określaniu pozycji przedsiębiorstwa na rynku, identy-

fikacji jego zagrożeń ze strony konkurencji, ustalaniu przedsięwzięć jakie firma musi zrealizować, by nie wypaść z danego rynku. Osiągnięcie przewagi konkurencyjnej nie oznacza, że zapewnia ona przedsiębiorstwu udziału w rynku na długi okres. Długość tego okresu w dużej mierze zależy od barier wejścia nowych podmiotów gospodarczych na dany rynek. Im są one większe tym dłużej mogą być czerpane korzyści z osiągniętej przewagi. Trzeba jednak pamiętać, że walka konkurencyjna nie ustaje. Nawet wysokie bariery wejścia zostaną kiedyś pokonane. Osiągnięcie przez lidera rynku dodatkowych korzyści w postaci wyższej, od kosztu kapitału, stopy zwrotu stanowi w warunkach gospodarki rynkowej zachętę dla innych firm do inwestowania w danej branży. Chcąc zachować zdobytą pozycję rynkową przedsiębiorstwa zmuszone są do systematycznego wdrażania innowacji. Są one bowiem warunkiem utrzymywania przewagi konkurencyjnej i osiągania ponadprzeciętnej stopy zwrotu z kapitałów w długim okresie.¹⁷

Dokonując wyboru bazy porównawczej należy zwrócić uwagę na porównywalność wykorzystywanych danych. Chodzi zarówno o porównywalność merytoryczną, jak i formalną. Ta pierwsza dotyczy doboru właściwego przedmiotu porównań jak i ich zakresu. Analizując np. rentowność sprzedaży trzeba jednoznacznie określić jej zakres. Można bowiem porównywać rentowność sprzedaży produktów, usług czy towarów, rentowność działalności operacyjnej czy też rentowność działalności gospodarczej. Nie można natomiast porównywać rentowności sprzedaży produktów jednego przedsiębiorstwa z rentownością działalności operacyjnej innej firmy. Dbając o porównywalność formalną należy zwrócić w szczególności uwagę na ewentualne deformacje informacji sprawozdawczej. Mogą być one związane w szczególności z: zastosowanymi metodami wyceny aktywów w poszczególnych przedsiębiorstwach, tworzeniem rezerw, procesami inflacyjnymi.¹⁸ Wysoki poziom inflacji utrudnia ocenę dynamiki sprzedaży, różne metody wyceny aktywów jak i zróżnicowane zasady tworzenia rezerw w porównywanych przedsiębiorstwach utrudniają ocenę efektywności itp.

Po stwierdzeniu porównywalności danych dokonuje się wyboru odpowiednich wskaźników i modeli, przy pomocy których zostanie dokonana ocena badanego zjawiska i sformułowana właściwa diagnoza. Wskaźniki te podzielić można na wskaźniki efektywności oraz wskaźniki odchyleń i zakłóceń.¹⁹

Wskaźniki efektywności łączy się w odpowiednie grupy, które charakteryzują określone aspekty jego działalności (np. struktura majątkowo-kapitałowa, aktywność gospodarcza, płynność finansowa, rentowność, pozycja rynkowa, wartość przedsiębiorstwa itp.). W każdej grupie można wyodrębnić wskaźniki syntetyczne i cząstkowe. Wskaźniki syntetyczne pozwalają na ogólną ocenę badanego zjawiska, bez wnikania w przyczyny, które spowodowały dany stan (np. wskaźnik sfinansowania majątku trwałego, długość cyklu operacyjnego, wskaźnik płynno-

¹⁷ Por: K. Janasz, *Kapitał w finansowaniu działalności innowacyjnej przedsiębiorstw w Polsce*, Warszawa 2010, s. 161.

¹⁸ Szerzej na ten temat pisze: B. Micherda w pracy: *Problemy wiarygodności... op. cit.*, s. 119.

¹⁹ Por: J. Więckowski, *Diagnostyka ekonomiczna... op. cit.*, s. 276–277.

ści bieżący, stopa zwrotu z kapitałów własnych, udział przedsiębiorstwa w rynku, wartość rynkowa firmy itp.). Wskaźniki cząstkowe z kolei uzupełniają wartość poznawczą wskaźników syntetycznych, pozwalając na dociekanie bezpośrednich przyczyn stanu badanego zjawiska (np. wskaźnik zadłużenia ogółem, długość cyklu rotacyjnego należności, wskaźniki wystarczalności gotówkowej, rentowność sprzedaży itp.). Wskaźniki efektywności pozwalają na określenie poziomu tej efektywności, jej dynamiki oraz identyfikację jej podstawowych źródeł lub też przyczyn niesprawności (niższej efektywności w stosunku do oczekiwań).

Wskaźniki odchyień i zakłóceń charakteryzują poziom rozbieżności między stanem oczekiwanym i stanem rzeczywistym. Mogą one mieć formę różnicową (stan oczekiwany minus stan rzeczywisty), formę ilorazową (stan rzeczywisty do stanu oczekiwanego) lub też formę nierówności (porównanie rzeczywistego kierunku nierówności między badanymi wielkościami z pożądanym kierunkiem tych nierówności). Stwierdzone odchylenia mogą być oceniane pozytywnie (np. wyższa stopa zwrotu od oczekiwanej) lub negatywnie (np. dłuższy cykl operacyjny od założonego). Pierwszy stan pozwala na postawienie pozytywnej diagnozy, drugi natomiast informuje o powstałych zakłóceniach. Przy odchyleniach negatywnych ważne jest nie tylko samo stwierdzenie zakłócenia, lecz również jego wielkość. Są bowiem zakłócenia, które mogą być względnie łatwo usunięte i nie muszą mieć negatywnego wpływu na przyszłość przedsiębiorstwa oraz są takie, których usunięcie lub zredukowanie może okazać się trudne lub niemożliwe i stanowić zagrożenia dla dalszego trwania firmy.

1.4. Podstawy diagnozowania ekonomicznego przedsiębiorstwa

Podstawą jakiegokolwiek diagnozy ekonomicznej jest informacja, pochodząca z dokumentacji przedsiębiorstwa oraz z zewnątrz. W przypadku diagnozy o charakterze kompleksowym informacja ta, niezależnie od źródła, musi dotyczyć aspektów finansowych i pozafinansowych. Bliższą charakterystykę źródeł informacji diagnostycznej zamieszczono w tabeli 1.1.

Istotną rolę w procesie diagnozowania odgrywają sprawozdania finansowe. Są one formą raportów o finansowych aspektach działalności gospodarczej przedsiębiorstw sporządzonych w ściśle określonej formie na podstawie danych czerpanych z ksiąg rachunkowych. Jak zauważa I. Olchowicz sprawozdania finansowe są „ukoronowaniem działu finansowo-księgowego za dany rok obrotowy”²⁰ Są one przeznaczone w szczególności dla odbiorców zewnętrznych (właścicieli, potencjalnych inwestorów, pracowników, banków, kontrahentów i innych wierzycieli przedsiębiorstw, organów skarbowych, urzędów statystycznych itp.). MSR 1 zawiera wyraźne wskazanie, że ich celem jest zaspokojenie potrzeb informacyjnych użytkowników, którzy nie mają możliwości domagania się raportów dostosowanych do ich szczegółowych potrzeb.²¹ Zarządy

²⁰ I. Olchowicz, A. Taczała, *Sprawozdawczość finansowa według krajowych i międzynarodowych standardów*, Warszawa 2008, s. 11.

²¹ *Międzynarodowy Standard Rachunkowości 1, Międzynarodowe standardy sprawozdawczości finansowej*, t. 1, Warszawa 2004, s. 709.

przedsiębiorstw zobligowane są przepisami prawa do emitowania takiej informacji na zakończenie okresu obrachunkowego. Forma oraz zawartość tych sprawozdań jest określona w ustawie o rachunkowości.²² Dlatego zawierają one informacje zagregowaną i zestandaryzowaną, co niewątpliwie powoduje jej zubożenie, tym niemniej posiadającą tę zaletę, że umożliwia ona porównywanie sytuacji finansowej i ekonomicznej diagnozowanego przedsiębiorstwa z jego konkurentami i określania badanej sytuacji na tle średnich warunków branżowych.

Tabela 1.1. Klasyfikacja źródeł informacji wykorzystywanej przy diagnozowaniu przedsiębiorstw

Charakter informacji / Źródła informacji	WEWNĘTRZNE	ZEWNĘTRZNE
FINANSOWA	<ol style="list-style-type: none"> 1. Sprawozdawczość finansowa 2. Informacja z ksiąg rachunkowych 3. Informacja pozaksięgowa (np. raporty o rentowności ośrodków odpowiedzialności) 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Sprawozdawczość finansowa konkurencji 2. Informacje statystyczne 3. Informacje z innych źródeł (np. książek, czasopism itp.)
POZAFINANSOWA	<ol style="list-style-type: none"> 1. Sprawozdania niefinansowe (np. o ruchu środków trwałych) 2. Raporty wewnętrzne (np. o stanie i strukturze zatrudnienia) 3. Protokoły (np. pokontrolne, z posiedzeń i zebrań) 4. Plany rozwojowe, dokumentacja techniczna itp. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Informacje o nowych technologiach, produktach itp. 2. Informacje o planach rozwojowych konkurencji 3. Informacje o programach rozwoju kraju, regionu 4. Informacje o zmianach w przepisach prawnych itp.

Źródło: Opracowanie własne

Standaryzacja sprawozdań finansowych ma, między innymi, zapewnić zrozumiałość, użyteczność, wiarygodność i porównywalność zawartym tam informacjom. W praktyce jednak, te pożądane cechy informacji, mogą być w różnym stopniu zrealizowane. Wynika to z prawa podmiotów gospodarczych do prowadzenia własnej polityki rachunkowości. Określa ona „zasady, reguły, metody, umowne uzgodnienia i procedury przyjęte przez kierownictwo przedsiębiorstwa i służące opracowywaniu sprawozdań finansowych”.²³ Musi być ona zgodna z ustawą o rachunkowości. W ustawie zawartych jest wiele rozwiązań alternatywnych (np. w zakresie metody wyceny zużycia materiałów, wysokości stawek amortyzacyjnych, wartości produktów niezakończonych, tworzenia rezerw itp.). To powoduje, że np. przy tej samej sprzedaży i tych samych kosztach można wykazać inny wynik finansowy, nieco inną strukturę majątkowo-kapitałową. Zarządy przedsiębiorstw często wykorzystują możliwość w miarę swobodnego kształtowania polityki rachunkowości w interesie podmiotu gospodarczego. Chodzi zazwyczaj o przedstawienie sytuacji finansowej w możliwie najkorzyst-

²² Por: Ustawa o rachunkowości z dnia 29 września 1994 r. z późniejszymi zmianami (Dz. U. 2013, nr 0, poz. 330).

²³ M. Gmytrasiewicz, A. Karmańska, *Rachunkowość finansowa*, wyd. 2, Warszawa 2006, s. 37.

niejszym świetle. Polityka ta jest podporządkowana interesom przedsiębiorstwa w takim zakresie w jakim pozwalają na to obowiązujące przepisy.

W świetle powyższych uwag zrozumiałym staje się, że korzystanie z zawartych w sprawozdaniu informacji, wymaga rozważań i ostrożności. Nie chodzi tu o podanie fałszywych lub zniekształconych informacji (badanie sprawozdań przez biegłych rewidentów takim zjawiskom zapobiega), lecz o deformacje przed którymi nie chronią standardy rachunkowości. B. Micherda wskazuje na trzy główne przyczyny deformacji informacji sprawozdawczej, a mianowicie: względność wyceny, deformacje „systemowe” oraz deformacje inflacyjne²⁴. O wielu z tych deformacji można dowiedzieć się z informacji dodatkowej. Oznacza to, że korzystając z informacji sprawozdawczej, trzeba poznać nie tylko zestawienia liczbowe (bilans, rachunek zysków i strat, rachunek przepływów pieniężnych, zestawienie zmian w kapitałach własnych), lecz również sięgnąć do informacji dodatkowej (objasniającej). Brak takiej wiedzy może prowadzić do błędnej interpretacji danych liczbowych bądź też wyciągania niewłaściwych wniosków.

Korzystając z tej informacji należy mieć na uwadze fakt, że jest to informacja historyczna. Obrazuje ona sytuację przedsiębiorstwa w okresach minionych. Jej przydatność maleje w miarę jak oddala się moment czasowy na który sporządzone zostały dane sprawozdanie. Chodzi o różnice czasowe między datą na którą sporządzono sprawozdanie a datą formułowania diagnozy. Nie wszystkie informacje zawarte w sprawozdaniach finansowych starzeją się w tym samym tempie. Najszybciej zmienia się płynność finansowa, która ma istotne znaczenie dla trwania i dalszego rozwoju przedsiębiorstwa. Doświadczenie jednoznacznie wskazuje, że najwięcej przedsiębiorstw upada, nie dlatego, że utraciło zdolność do generowania zysków, tylko dlatego, że przestało być wypłacalne.

Sporządzając diagnozę nie można powyższych faktów ignorować, gdyż mogłoby to prowadzić do wyciągania niewłaściwych wniosków i formułowania błędnych ocen. Analizę danych sprawozdawczych należy zatem rozpoczynać od szczegółowego zapoznania się z informacją dodatkową lub też (o ile to możliwe) z polityką rachunkowości danego przedsiębiorstwa. W przeciwnym przypadku może się okazać, że mimo wykorzystania najlepszych metod analitycznych sformułowane wnioski będą wątpliwe, wobec czego istnieje będzie wysokie prawdopodobieństwo postawienia błędnej diagnozy.

Istotnym źródłem informacji ekonomicznej w diagnozowaniu przedsiębiorstwa są różnego rodzaju raporty wewnętrzne. Dotyczą one różnych aspektów działalności przedsiębiorstwa. Ich charakterystyczną cechą jest to, że zawierają, w przeciwieństwie do sprawozdania finansowego, szczegółowe dane. Sięganie do nich w procesie diagnozowania jest konieczne. Umożliwiają one dogłębne poznanie określonych faktów i zdarzeń gospodarczych, ich ocenę oraz identyfikację wewnętrznych źródeł sukcesu lub też niesprawności. We współczesnych przedsiębiorstwach coraz powszechniej wprowadza się controlling, którego rezultatem jest rozbudowa systemu informacji ekonomicznej. Ułatwia on nie tylko sterowa-

²⁴ Por.: B. Micherda, *Problemy wiarygodności sprawozdania finansowego*, Warszawa 2006, s. 119.

nie bieżącym wynikiem finansowym, lecz stanowi również wartościowe źródło informacji wewnętrznej.

Dobrze sporządzane raporty powinny charakteryzować się m. in. następującymi cechami:²⁵

- a) zaspokajać potrzeby informacyjne adresata (kierownika jednostki stanowiącej ośrodek odpowiedzialności), co zazwyczaj oznacza duży poziom szczegółowości zawartych informacji,
- b) zawierać informację wiarygodną, najlepiej znajdującą potwierdzenie w księgach rachunkowych,
- c) opierać się na danych wiarygodnych, zapewniających obiektywizm informacji,
- d) zawierać tylko informacje niezbędne, dotyczące danej jednostki organizacyjnej.

Jeżeli raporty wewnętrzne posiadają wymienione cechy wówczas mogą być wykorzystane nie tylko do oceny pracy ośrodków odpowiedzialności, lecz również do pogłębionej analizy sytuacji ekonomicznej przedsiębiorstwa.

Oprócz informacji wewnętrznej w diagnozowaniu przedsiębiorstw konieczne jest wykorzystanie informacji zewnętrznej (o makro i mikrootoczeniu). Wynika to z faktu, że przedsiębiorstwo pracuje na rzecz otoczenia i tylko dzięki otoczeniu może realizować swoje cele. Dlatego postawienie diagnozy musi uwzględniać uwarunkowania rynkowe w jakich funkcjonuje przedsiębiorstwo. Informacje te dotyczyć muszą nie tylko istniejącego stanu otoczenia, lecz również przewidywanych w nim zmian. Jest to tym bardziej istotne, że współczesne przedsiębiorstwa funkcjonują w turbulentnym otoczeniu. Zachodzące zmiany często są gwałtowne i trudno przewidywalne. Powodują one wzrost ryzyka działalności gospodarczej. Dobra, aktualna kondycja finansowa nie musi świadczyć o braku zagrożeń dla przyszłości przedsiębiorstwa, jeżeli wynika ona np. z trafionych w przeszłości inwestycji, lecz firma nie posiada strategii odpowiednio dostosowanej do nowych wyzwań (technicznych, produktowych, prawnych itp.).

Ta sytuacja zmusza przedsiębiorstwa do systematycznej weryfikacji i ewentualnej korekty realizowanej strategii rozwoju. Takie korekty wymagają jednak diagnozowania przyszłych stanów ekonomicznych podmiotów gospodarczych. Jest to konieczne do oceny pozycji konkurencyjnej na rynku, jej wpływu na kondycję finansową i realizację długookresowego celu organizacji.

Postawienie diagnozy, bez uwzględnienia zmian zachodzących w otoczeniu nie jest możliwe. Dotyczy to w równej mierze stanu aktualnego jak i przewidywanego. Dlatego też diagnoza będzie tym bardziej wiarygodna, im będzie oparta na większym zbiorze informacji wewnętrznej i zewnętrznej. Tylko diagnoza uwzględniająca wszystkie uwarunkowania pozwala na wskazanie ewentualnych zagrożeń dla przyszłości przedsiębiorstwa. Stwarza również podstawę do właściwego sformułowania przez zarząd firmy wartości celu w uzgodnieniu z jego właścicielami.

²⁵ Por: K. Wierzbicki, *Kryteria systemu informacyjnego dla potrzeb controllingu*, „*Ekonomika i organizacja przedsiębiorstw*” nr 1, 1996.

1.5. Przedsiębiorstwo jako obiekt diagnozy

Przedsiębiorstwo jest podmiotem gospodarczym, powołanym przez właściciela do realizacji określonych celów ekonomicznych. Jest formą prowadzenia działalności gospodarczej. Generalnie podzielić je można na przedsiębiorstwa indywidualne, nazywane przedsiębiorstwami jednoosobowymi i zrzeczeniowe.

Te pierwsze są własnością jednej osoby fizycznej i często przez tę osobę są zarządzane. Na ogół prowadzą działalność gospodarczą w relatywnie niewielkich rozmiarach. Wprawdzie celem ich działalności jest osiągnięcie określonych korzyści finansowych w formie zysku, tym niemniej jak wskazuje doświadczenie, niejednokrotnie mają one inne cele (np. zapewnienie źródła utrzymania dla rodziny). O ich specyfice świadczą zazwyczaj trzy okoliczności.²⁶ Po pierwsze, przedsiębiorstwa te zazwyczaj funkcjonują w konkurencyjnym otoczeniu i tym samym nie mają lub mają bardzo ograniczone możliwości wpływania na poziom ceny. Cena jest dla nich parametrem zewnętrznym. Po drugie, charakteryzuje je duża niezależność w zakresie zarządzania. Nie stanowią części składowej innych podmiotów, są bezpośrednio zarządzane przez właścicieli. Po trzecie, ich właściciele osobiście są zaangażowani w podejmowanie wszystkich ważniejszych decyzji.

Odmianą przedsiębiorstw jednoosobowych (jeden właściciel) są przedsiębiorstwa państwowe i komunalne oraz jednoosobowe spółki tych osób prawnych. Funkcjonują one na nieco innych zasadach niż przedsiębiorstwa osób fizycznych. W przypadku spółek ich funkcjonowanie uregulowane jest przepisami KSH, a ich cele są podobne lub identyczne do tych, które stawiane są przed spółkami kapitałowymi. Natomiast przedsiębiorstwa państwowe lub komunalne dzieli się na działające na zasadach ogólnych, użyteczności publicznej i o szczególnym znaczeniu dla gospodarki (dotyczy to przedsiębiorstw państwowych). Przedsiębiorstwa te funkcjonują na zasadach samofinansowania, czyli powinny pokrywać swoje koszty przychodami ze sprzedaży swoich produktów i usług, lecz nie dominuje tam cel w postaci maksymalizacji wartości kapitału właścicielskiego. Najczęściej realizowanym w nich celem jest maksymalizowanie dochodów pracowniczych.²⁷ Niektóre z tych przedsiębiorstw (użyteczności publicznej) działają na zasadach non profit. Ich celem nie jest generowanie zysku, lecz zerowy wynik finansowy. Państwo (gmina) wyposaża je w określony kapitał i oczekuje realizacji przydzielonych im zadań w taki sposób, by otrzymywane przychody pokrywały wygenerowane przez nie koszty. W odróżnieniu od przedsiębiorstw jednoosobowych osób fizycznych, często są to przedsiębiorstwa duże o dominującej lub wręcz monopolistycznej pozycji rynkowej. Zarządzane są przez menedżerów powoływanych przez właścicieli, niejednokrotnie z uwzględnieniem kryteriów politycznych. To powoduje, że ich niezależność jest zazwyczaj ograniczona. Zasady ich funkcjonowania są bardziej zbliżone do przedsiębiorstw zrzeczeniowych.

²⁶ Por: G. Michalski, *Płynność finansowa w małych i średnich przedsiębiorstwach*, Warszawa 2005, s. 10.

²⁷ Por: J. Engelhardt, *Typologia przedsiębiorstw*, Warszawa 2009, s. 71.

Przedsiębiorstwa zrzeszeniowe podzielić można na spółdzielnie i spółki, wśród których w gospodarce zasadniczą rolę ogrywają spółki kapitałowe. Współwłaściciele takich spółek muszą wnieść do nich określony kapitał.

Spółdzielnie są specyficzną formą prowadzenia działalności gospodarczej. W odróżnieniu od spółek kapitałowych podstawową więzią, która powstaje między członkami spółdzielni jest więź osobowa, a nie kapitałowa. Inny jest również cel tych organizacji. Nie jest nim maksymalizacja zysku (wartości spółdzielni), lecz maksymalizacja korzyści członków. Korzyści te przez członków mogą być różnie postrzegane. Na ogół chodzi o zapewnienie miejsca pracy oraz odpowiednio wysokich dochodów osobistych z pracy. Oczywiście spółdzielnie funkcjonują na zasadach samofinansowania i w przypadku, kiedy utracą tę zdolność narażone są na upadłość i likwidację. Nie grozi im ona wówczas, kiedy maksymalizując wynagrodzenia pracownicze, zachowują wypłacalność, nawet przy zerowym wyniku finansowym.

Spółki, jak sama nazwa wskazuje są współwłasnością wielu osób fizycznych i/lub prawnych.²⁸ Zarządzane są przez najemnych menedżerów. W literaturze przedmiotu dość powszechnie akcentuje się, że podstawowym celem tych podmiotów gospodarczych jest maksymalizowanie wartości rynkowej kapitału właścicielskiego. W warunkach współczesnej gospodarki rynkowej są to zazwyczaj silne finansowo organizmy gospodarcze. Strategie działalności tych podmiotów skoncentrowane są głównie na źródłach finansowania i procesach akumulacji. W dobie globalizacji istotnym ich motywem jest tworzenie warunków do ekspansji rynkowej i wzrostu siły ekonomicznej. Dlatego rezultatem ich działalności nie zawsze są najlepsze z możliwych rezultaty finansowe.²⁹ Przykładem takiej sytuacji są często nieudane z ekonomicznego punktu widzenia fuzje i przejęcia, u których podstaw leży nie rzadko chęć zarządzania dużym podmiotem gospodarczym.³⁰ W takich sytuacjach interesy właścicieli przestają mieć pierwszorzędne znaczenie, a decyzje często oparte są na błędnych przesłankach.³¹ Duży wpływ na efektywność przeprowadzonej fuzji mają kompetencje zarządu w zakresie przygotowania i wdrożenia strategii funkcjonowania i rozwoju połączonych jednostek gospodarczych. Ich niski poziom jest częstą przyczyną braku oczekiwanych efektów w postaci przyrostu wartości rynkowej kapitału nowego podmiotu.³²

Wielkość przedsiębiorstw, zróżnicowanie rodzajów prowadzonej działalności oraz wielość i charakter rynków na których one funkcjonują, mają wpływ na zakres diagnozy. W przedsiębiorstwach małych (często jednoosobowych), ukierunkowanych głównie na przetrwanie przedmiotem diagnozy jest w szczególności płynność finansowa. Jej utrata grozi upadłością i zniknięciem z rynku. Badania

²⁸ Prawo w Polsce dopuszcza tworzenie jednoosobowych spółek z ograniczoną odpowiedzialnością.

²⁹ Por: J. Komorowski, *Planowanie finansowe w przedsiębiorstwie. Teoria i praktyka*, Gdańsk 2002, s. 158.

³⁰ Por: W. Janik, *Zarządzanie finansami firmy*, Lublin 2002, s. 255.

³¹ Por: H. Zadora, *Fuzje i przejęcia na rynku kapitałowym. Motywy, okoliczności i warunki oraz procedury, procesy i struktury*, Katowice 2011. s. 305–313.

³² Por: B. Rozwadowska, *Fuzje i przejęcia. Dlaczego kończą się (nie)powodzeniem*, Warszawa 2012, s. 206.

prowadzone nad rozwojem tych przedsiębiorstw wskazują raczej na to, że nie wykazują one dynamicznego wzrostu. Wielkość ich sprzedaży utrzymuje się przez wiele lat na podobnym poziomie.

Przedsiębiorstwa z omawianej grupy zazwyczaj stosują konserwatywne strategii finansowe. Ograniczają swoje zadłużenie. Jest to częściowo wymuszone postawą banków, które niechętnie kredytują małe podmioty gospodarcze lub też żądają od nich wyższej stopy odsetkowej, częściowo zaś postawą samych właścicieli i ich niską skłonnością do ponoszenia dodatkowego ryzyka. Zadłużenie oprócz konsekwencji natury finansowej prowadzi również do zmniejszenia ich niezależności. Kredytując przedsiębiorstwo bank uzyskuje prawo do oceny polityki finansowej przedsiębiorstwa.

Forma organizacyjno-prawna w jakiej prowadzone są te przedsięwzięcia powoduje, że odpowiadają one za swoje zobowiązania w sposób nieograniczony. Ryzykują nie tylko utratą przedsiębiorstwa, lecz również majątku osobistego. To sprawia, że ryzyko prowadzonej przez nie działalności jest szczególnie wysokie. Nasuwa się jednak wątpliwość, czy ograniczając poziom zadłużenia i tym samym minimalizując ryzyko finansowe, przedsiębiorstwa te zmniejszają ryzyko ogólne rozumiane jako suma ryzyk: operacyjnego i finansowego. Z dużym prawdopodobieństwem można wyrazić pogląd, że nie. Ograniczając zadłużenie podmioty te niekoniecznie zmniejszają ryzyko upadłości. Rezygnacja z korzystania z obcych źródeł finansowania ogranicza zasoby finansowe konieczne do finansowania inwestycji niezbędnych przy wdrażaniu innowacji, nie mówiąc o rozwoju potencjału gospodarczego. Środki inwestycyjne, w takiej sytuacji, mogą pochodzić bądź to z dodatkowych wkładów właścicielskich, bądź to z zatrzymanego zysku. Oba źródła są w tych przypadkach ograniczone, co powoduje, że tempo rozwoju tych przedsiębiorstw jest znacznie wolniejsze niż byłoby to możliwe w przypadku uzupełnienia własnych środków kapitałami obcymi.

W warunkach dynamicznego otoczenia konsekwencją niskiego tempo rozwoju firmy często jest stopniowe ograniczanie jej udziału w rynku i przejmowanie jej klientów przez konkurentów. Oznacza to, że ograniczaniu ryzyka finansowego towarzyszy wzrost ryzyka operacyjnego, przy czym ten ostatni może być szybszy. Tym samym w niezadłużonych przedsiębiorstwach ryzyko upadłości nie musi być niższe niż w tych, które traktują zadłużenie jako jeden z elementów swojej strategii finansowej. Zazwyczaj właściciele małych firm do tego problemu przywiązują małą wagę, podejmując wiele decyzji w oparciu o intuicję, a nie rachunek ekonomiczny.

Zadłużenie w biznesie nie jest niczym nagannym, dopóki przedsiębiorstwo jest zdolne do jego obsługi. Problem zatem nie sprowadza się do tego, żeby się zadłużać, lecz do tego by poziom tego długu nie doprowadził przedsiębiorstwa do utraty płynności finansowej.

Warto podkreślić również fakt, że strategia samofinansowania retrospektywnego (nie angażowania kapitału obcego do finansowania działalności firmy) czyni takie przedsiębiorstwa bardziej wrażliwymi na tzw. zatory płatnicze. Powstają

one na skutek nieterminowego regulowania należności przez odbiorców (klientów). Brak zapłaty w umówionym terminie powoduje brak środków na spłatę zobowiązań. Przedsiębiorstwa, które korzystają z kredytów obrotowych mogą je wykorzystać w charakterze amortyzatora przejściowych trudności płatniczych. Te, które rezygnują z kredytów lub też nie mają do nich dostępu takiej możliwości nie mają. Obserwacja sytuacji finansowej polskich przedsiębiorstw wskazuje jednoznacznie, że na zatory płatnicze najbardziej narażone są małe firmy.³³ Ograniczoną skuteczność retrospektywnej strategii finansowania wydają się potwierdzać również dane o likwidowanych małych przedsiębiorstwach. Np. w pierwszej połowie 2010 roku upadłość ogłosiło 411 przedsiębiorstw. W większości były to przedsiębiorstwa małe, których przyczyną upadłości była utrata płynności finansowej.³⁴

Jednoosobowe spółki Skarbu Państwa lub komunalne, niezależnie od wielkości, funkcjonują na innych zasadach niż przedsiębiorstwa osób fizycznych. To powoduje, że ich zagrożenie upadłością zależy również od nieco innych czynników. Niejednokrotnie w warunkach utraty płynności finansowej mogą liczyć na dotacje lub gwarancje kredytowe od właścicieli. Często mają one charakter pomocy pośredniej, np. zakup akcji jednej spółki państwowej lub samorządowej przez inną spółkę, będącą własnością tego samego podmiotu.³⁵ Ich zarządy nie odczuwają również silnej presji na wzrost efektywności. Powyższe okoliczności sprawiają, że poziom ryzyka związanego z prowadzoną przez nie działalnością jest niższy. Dlatego diagnozując ich sytuację finansową i zagrożenia dla kontynuacji działalności trzeba powyższe fakty brać pod uwagę. Jednakże, jak słusznie podkreśla J. Komorowski, w zarządzaniu płynnością finansową nie chodzi tylko o podtrzymywanie egzystencji przedsiębiorstwa, lecz również o wykorzystywanie jej jako czynnika wzrostu jego wartości.³⁶

W przedsiębiorstwach, których długookresowym celem jest maksymalizowanie wartości, ich zarządy koncentrują swoją uwagę na czynnikach tworzących wartość dla właścicieli. Najczęściej z tworzeniem tej wartości powiązany jest poziom wynagrodzeń dla menedżerów, co stanowi silny, dodatkowy bodziec poprawy efektywności funkcjonowania tych podmiotów gospodarczych. Firmy te zazwyczaj realizują tzw. agresywną strategię finansowania, która charakteryzuje się wysokim udziałem kapitałów obcych w finansowaniu działalności gospodarczej. Zdarza się, że w dążeniu do poprawy rentowności łamana jest złota reguła finan-

³³ Dotyczy to wszystkich branż (por: D. Kaczyńska, *Przybywa bankrutów w branży budowlanej*, „Ekonomia & Rynek” nr 208, dodatek do „Rzeczpospolitej” z dnia 6 września 2010 r.).

³⁴ Ibidem oraz Polacy znów rozkręcają chętnie swoje biznesy, „Ekonomia & Rynek” nr 167, dodatek do „Rzeczpospolitej” z dnia 20 lipca 2010 r.).

³⁵ Por: np. *Niedozwolona pomoc dla Azotów z Kędzierzyna?* „Ekonomia & Rynek” nr 156, dodatek do „Rzeczpospolitej” z dnia 7 lipca 2010 r.), Spółki PKP walczą o wsparcie, „Ekonomia & Rynek” nr 147, dodatek do „Rzeczpospolitej” z dnia 26–27 czerwca 2010 r.), A. Bieć, *Chemia jak polskie stocznie*, „Ekonomia & Rynek” nr 125, dodatek do „Rzeczpospolitej” z dnia 1 czerwca 2010 r.).

³⁶ Por: J. Komorowski, *Przepływy pieniężne jako mechanizm kreowania wartości*, w: K. Kreczmańska-Gigol (red), *Aktywne zarządzanie płynnością finansową przedsiębiorstwa*, Warszawa 2010, s. 39.

sowa. Duża skala działalności, wysoki poziom zaciąganych kredytów sprawiają, że dostęp tych firm do obcych źródeł finansowania jest ułatwiony. Również dominująca pozycja tych przedsiębiorstw w stosunku do wielu dostawców umożliwia im negocjowanie bardzo korzystnych warunków płatności. Najlepiej widać to na przykładzie dużych sieci handlowych, które wykorzystując swoją pozycję wydłużają terminy płatności zobowiązań wobec dostawców.³⁷

Odmienność celów i warunków funkcjonowania różnych grup podmiotów gospodarczych powodują, że nieco inne czynniki wpływają na sukces ekonomiczny tych przedsiębiorstw. Ten fakt musi być uwzględniony przy diagnozowaniu ich sytuacji finansowej.

1.6. Zadania diagnostyki ekonomicznej przedsiębiorstw

Przedmiotem diagnozy może być wybrany fragment działalności przedsiębiorstwa lub też jej całość. Tak więc diagnoza może mieć charakter częściowy (fragmentaryczny) lub też kompleksowy. Najczęstszą sytuacją, w której dokonuje się diagnozowania wybranego fragmentu działalności przedsiębiorstwa jest stwierdzenie określonej niesprawności, która utrudnia realizację zadań postawionych przed wewnętrznymi jednostkami organizacyjnymi, np. niewydolność służb zaopatrzeniowych. Nie zawsze jednak w sposób jednoznaczny można stwierdzić źródło niepowodzenia danej organizacji. Często jednak wskazanie konkretnej przyczyny utrudnień w realizacji przyjętych zadań wymaga kompleksowego badania funkcjonowania całego przedsiębiorstwa.

Przedmiot diagnozy zależy przede wszystkim od jej celu. Celami tymi mogą być: ocena pracy zarządu, wycena wartości przedsiębiorstwa, przygotowanie działań naprawczych całego podmiotu gospodarczego lub fragmentu jego działalności, opracowanie nowej strategii lub zmiana strategii dotychczasowej. Realizacja większości z wymienionych celów wymaga objęcia diagnozą wszystkich elementów działalności przedsiębiorstwa, a więc podejścia kompleksowego.

Przy ocenie pracy zarządu ocenia się w szczególności aktualny poziom rentowności kapitałów oraz zmiany wartości przedsiębiorstwa w porównaniu z przyjętymi założeniami w długookresowych planach rozwoju firmy. Właściciele oczekują od menedżerów systematycznej informacji o kreacji wartości oraz realizowanej i planowanej strategii rozwoju.³⁸ R. W. Mills podkreśla, że koncentracja na korzyściach dla właścicieli we współczesnych przedsiębiorstwach spowodowana jest ciągłą globalizacją rynków kapitałowych, rosnącą aktywnością udziałowców i związany z tym rosnącym naciskiem na zarządy firm oraz zmianą w sys-

³⁷ Zdarza się, że faktury dostawców płacone są przez sieci handlowe nawet po 250 dniach (por: P. Mazurkiewicz, *Półkowe boje dostawców*, „Ekonomia & Rynek” nr 208, ... op. cit.).

³⁸ Nie tylko brak przyrostu wartości, lecz również brak informacji o tym fakcie, jak również o zamierzeniach zarządu w tym zakresie może być przyczyną niezadowolenia udziałowców i zmian w zarządzie. Ostatnio taka sytuacja miała miejsce we włoskim banku UniCredit. Właściciele odwołali z funkcji prezesa banku A. Profumo zarzucając mu nie informowanie akcjonariuszy o polityce rozwojowej banku (por: E. Więclaw, *Twórca sukcesu UnoCredit*, „Ekonomia & Rynek” nr 222, dodatek do „Rzeczpospolitej” z dnia 22 września 2010).

temie oceny efektywności podmiotów gospodarczych kładącą większy nacisk na generowanie gotówki niż zysku księgowego.³⁹

Diagnostując przedsiębiorstwo z punktu widzenia oczekiwań jego właścicieli zwraca się uwagę z jednej strony na obecną wartość przedsiębiorstwa i jej uwarunkowania, z drugiej zaś strony na potencjał wzrostu tej wartości wynikający z przyjętej strategii rozwoju firmy. Chodzi o odpowiedź na pytanie na ile spełnione są cele właścicieli, czy w warunkach danego przedsiębiorstwa można było osiągnąć wyższą wartość oraz na ile realizowana lub planowana strategia rozwoju umożliwi właścicielom spełnienie ich oczekiwań. Sformułowanie odpowiedzi na tak postawione pytania wymaga nie tylko znajomości aktualnej wartości przedsiębiorstwa (rynkowej, księgowej), lecz również analizy osiągniętego zysku netto. Przyrost wartości ma miejsce wtedy, kiedy tworzony jest zysk ekonomiczny.⁴⁰ Powstaje on wtedy, kiedy przedsiębiorstwo osiąga wyższą, od przeciętnej, efektywność zaangażowanych kapitałów. H. R. Varian zauważa, że „maksymalizacja obecnej wartości zysków, które firma generuje może być także opisany jako cel maksymalizacji wartości giełdowej”.⁴¹

Korzyści właścicieli zależą od zarówno od udziałów w zyskach w formie pobieranych dywidend jak i od ceny rynkowej posiadanych przez nich akcji. Analizując wygenerowane dotychczas bogactwa na rzecz właścicieli uwzględnia się zarówno wypłacane dywidendy, jak i zatrzymane zyski. W dążeniu do wzrostu wartości przedsiębiorstwa stosują różną politykę dywidend. Jedne wypłacają dywidendę (niekiedy bardzo wysoką) w okresie poprzedzającym nową emisję akcji, chcąc zachęcić potencjalnych ich nabywców. Inne większą wagę przywiązują do zysku zatrzymanego, wychodząc z założenia, że właściciele są bardziej zainteresowani przyrostem wartości rynkowej akcji, niż wypłatą dywidendy. Dlatego wypłacają dywidendę zazwyczaj wtedy, kiedy mają wolne środki pieniężne, których nie mogą zainwestować w sposób zapewniający odpowiedni poziom efektywności. Z danych prezentowanych przez spółki giełdowe wynika, że w praktyce tylko relatywnie niski odsetek spółek giełdowych wypłaca dywidendy (nie więcej niż 30%). Niska jest również stopa wypłacanej dywidendy, która w latach 1999–2004, średnio nie przekraczała 2% (relacja wysokości dywidendy na jedną akcję do jej wartości rynkowej).⁴²

Diagnostując sytuację ekonomiczną przedsiębiorstwa zwraca się uwagę nie tylko na dotychczasowe osiągnięcia, lecz przede wszystkim bada się jego zdolność do generowania oczekiwanej wartości w bliższej i dalszej przyszłości. Stąd też przedmiotem badania są czynniki, od których ta wartość bezpośrednio zależy.

³⁹ Por: R. W. Mills, *Dynamika wartości przedsiębiorstwa dla udziałowców. Zasady i praktyka analizy wartości strategicznej*, Gdańsk 2005, s. 14.

⁴⁰ Zysk ten jest różnicą między zyskiem księgowym netto a poziomem zysku netto wynikającym z kosztu zaangażowanego kapitału.

⁴¹ H. R. Varian, *Mikroekonomia*, Warszawa 2002, s. 352.

⁴² Por: M. Mikołajek-Gocejna, *Analiza i ocena zarządzania wartością w spółkach notowanych na giełdzie papierów wartościowych w Warszawie*, w: C. Suszyński, *Przedsiębiorstwo. Wartość. Zarządzanie*, Warszawa 2007, s. 201.

W literaturze przedmiotu czynniki te rozpatrywane są z różnym stopniem szczególności.⁴³ Znaczenie każdego z nich może być inne w poszczególnych przedsiębiorstwach, w różnych fazach rozwoju tych przedsiębiorstw, jak również zmieniać się wraz ze zmianą makrootoczenia. Chcąc sformułować poprawną diagnozę należy poddać analizie czynniki operatywne związane z aktualną działalnością firmy, czynniki strategiczne związane z planowanym jej rozwojem oraz czynniki związane z otoczeniem firmy.

Szczególne znaczenie dla diagnozy ekonomicznej współczesnego przedsiębiorstwa przypada analizie jego strategii. Zła kondycja ekonomiczna i finansowa może stanowić poważne zagrożenie dla kontynuowania działalności. Natomiast brak lub nieaktualna strategia rozwojowa może zagrozić podmiotowi gospodarczemu, który obecnie ma dobrą sytuację finansową. Strategia jest swego rodzaju długookresowym programem działania, zawierającym cele, jakie chce firma osiągnąć w określonej perspektywie czasowej oraz sposoby ich osiągnięcia.⁴⁴ Stanowi swego rodzaju mapę drogową pozwalającą menedżerom na prowadzenie działalności w sposób przemyślany i planowy.⁴⁵

Każde przedsiębiorstwo funkcjonuje w warunkach niepewności i ryzyka. Ciągłe musi rozpoznawać zachodzące zmiany w otoczeniu oraz czynniki ryzyka i odpowiednio na nie reagować. Oznacza to konieczność systematycznego weryfikowania realizowanej strategii i ciągłego jej aktualizowania. We współczesnych warunkach funkcjonowania przedsiębiorstw formułowanie strategii staje się procesem ciągłym.⁴⁶

Podstawą strategii jest koncepcja konkurencyjności.⁴⁷ Celem strategii jest utrzymanie potencjału rozwojowego i konkurencyjnego przedsiębiorstwa w długim przedziale czasowym.⁴⁸ Chcąc ten cel zrealizować trzeba na bieżąco analizować realizację celów strategicznych i identyfikować powstające zagrożenia w otoczeniu. Analiza ta wymaga równoczesnego badania procesów wewnętrznych zachodzących w przedsiębiorstwie oraz zmian w jego otoczeniu.⁴⁹ Przedsiębiorstwo pracuje na rzecz otoczenia. Mimo posiadania własnych celów, może je realizować jedynie dzięki otoczeniu. Jak zauważa A. Samborski „wartość firmy jest wytworem środowiska, w którym funkcjonuje przedsiębiorstwo”.⁵⁰ Nie można

⁴³ Szerzej na ten temat pisze W. Skoczyła w pracy: W. Skoczyła (red), *Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw*, Warszawa 2007, s. 116–124.

⁴⁴ Por: M. Romanowska, *Planowanie strategiczne w przedsiębiorstwie*, Warszawa 2009, s. 16.

⁴⁵ Por: J. Rokita, *Zarządzanie strategiczne. Tworzenie i utrzymywanie przewagi konkurencyjnej*, Warszawa 2005, s. 32.

⁴⁶ Por: M. Moszkiewicz, *Strategia przedsiębiorstwa*, w: M. Moszkiewicz (red), *Zarządzanie strategiczne. Systemowa koncepcja biznesu*, Warszawa 2005, s. 106.

⁴⁷ Por: A. Stabryła, *Zarządzanie projektami ekonomicznymi i organizacyjnymi*, Warszawa 2006, s. 277.

⁴⁸ Por: M. Romanowska, *Planowanie strategiczne... op. cit.*, s. 19.

⁴⁹ Por: G. Gierszewska, *Analiza strategiczna przedsiębiorstwa*, Warszawa 2007, s. 34.

⁵⁰ A. Samborski, *Łańcuch działań tworzących wartość przedsiębiorstwa*, w: B. Woźniak-Sobczak, *Łańcuch tworzenia wartości dodanej przedsiębiorstwa*, Katowice 2007, s. 26.

dobrze zdiagnozować sytuacji ekonomicznej przedsiębiorstwa bez uwzględniania procesów zachodzących poza nim. Dotyczy to w równej mierze otoczenia konkurencyjnego jak i makrootoczenia.

Powstające zakłócenia w procesie funkcjonowania przedsiębiorstw wymagają określonych reakcji ze strony zarządów. W przypadku poważnych niedomagań powstaje konieczność przygotowania programu naprawczego. Taki program wymaga szczegółowej identyfikacji źródeł niesprawności, które mogą tkwić zarówno wewnątrz przedsiębiorstwa, jak i poza nim (w otoczeniu).

Dobra diagnoza ułatwia przygotowanie odpowiednich zmian w funkcjonowaniu podmiotu gospodarczego. Zmiany dotyczyć mogą dotychczasowego przedmiotu działalności (np. rezygnacji z pewnych, nierentownych rodzajów działalności, wprowadzeniu nowych produktów), zmiany stosowanej technologii, zmiany lub rozszerzenia rynków, tworzenia nowych lub zmiany dotychczasowych aliansów strategicznych, redukcji lub rozbudowy posiadanych zasobów itp. Każda z wymienionych zmian wymaga, na podstawie szczegółowego rozeznania, uzasadnienia konieczności jej wprowadzenia oraz rozeznania spodziewanych efektów, możliwych do uzyskania po jej wprowadzeniu. Wprowadzane zmiany bowiem powinny dać szansę nie tylko na przetrwanie przedsiębiorstwa, lecz również na jego rozwój.

Rozwój przedsiębiorstwa może bazować na potencjale wewnętrznym (lepsze, bardziej efektywne wykorzystanie posiadanych zasobów materialnych i niematerialnych) lub też na czynnikach zewnętrznych związanych z możliwościami wchodzenia w powiązania kapitałowe lub tworzenie aliansów strategicznych z innymi podmiotami gospodarczymi, w tym z konkurentami. Rozwój wewnętrzny na ogół bazuje na dotychczasowej specjalizacji przedsiębiorstwa i możliwy jest dla tych przedsiębiorstw, które dobrze są postrzegane przez rynek i dysponują dużymi zasobami własnymi lub też mają łatwy dostęp do obcych kapitałów (np. kredytów). Ta droga rozwoju, aczkolwiek związana z mniejszym ryzykiem, jest wolniejsza.

Rozwój zewnętrzny może być znacznie szybszy, gdyż bazuje na potencjale co najmniej dwóch dotychczas samodzielnych przedsiębiorstw. Jest jednak bardziej ryzykowny. Największe ryzyko związane jest z fuzjami i przejęciami. Jak pokazuje doświadczenie większość przeprowadzanych fuzji nie wytrzymuje próby czasu i rozpada się przed upływem 5 lat. Mniej ryzykowne są alianse strategiczne. Ryzyko rozkłada się na wszystkich partnerów. Przedsiębiorstwa zawierające alianse nie tracą dotychczasowej samodzielności, i w przypadku niepowodzenia mogą się z nich wycofać.⁵¹

Wybór określonej drogi rozwoju ma kapitalne znaczenie dla przyszłości każdego przedsiębiorstwa. Dlatego musi być oparty na kompleksowej diagnozie ekonomicznej uwzględniającej zarówno wewnętrzną sytuację firmy jak i przewidywane zmiany w mikro i makrootoczeniu. Im bardziej wszechstronna jest diagnoza, im więcej

⁵¹ Por: R. Drewnowski, *Rozwój przedsiębiorstwa poprzez alians strategiczny. Cele i uwarunkowania w praktyce polskiej*, Toruń 2004, s. 163.

uwzględniono w niej scenariuszy rozwoju przyszłości tym istnieje większe prawdopodobieństwo na opracowanie lepszej strategii.

1.7. Podsumowanie

Diagnozowanie i analiza finansowa stanowią dwa, ściśle ze sobą powiązane elementy oceny sytuacji finansowej przedsiębiorstw. Pierwszy z nich pozwala, na podstawie określonego zbioru wskaźników, na wstępną ocenę sytuacji finansowej przedsiębiorstwa i stwierdzenie jej poprawności lub nieprawidłowości. Z kolei dzięki analizie uzyskuje się ocenę pełniejszą. Wcześniejsze wnioski mogą zostać potwierdzone lub też podważone. Analiza dostarcza ostatecznych argumentów za trafnością lub błędnością postawionej diagnozy. Równocześnie wskazując przyczyny określonego stanu badanego zjawiska umożliwia podjęcie decyzji odnośnie działań, które należy podjąć, by zapobiec niekorzystnemu rozwojowi w przyszłości oraz wyeliminować lub ograniczyć niepożądane skutki.

W praktyce przedsiębiorstw ocenę często ogranicza się tylko do postawienia diagnozy. Może to być wystarczające z punktu widzenia celów dla jakich jest ona dokonywana (np. na potrzeby właścicieli). Jednakże z punktu widzenia procesu decyzyjnego związanego z zarządzaniem przedsiębiorstwem poznanie przyczyn określonej sytuacji finansowej jest konieczne. Tylko wtedy można zastosować właściwą terapię i ewentualnie zweryfikować realizowaną dotychczas strategię rozwoju przedsiębiorstwa.

2. Diagnozowanie struktury majątkowo-kapitałowej

2.1. Majątek i jego struktura

Do prowadzenia działalności gospodarczej przedsiębiorstwo potrzebuje określonego zasobu składników majątkowych nazywanych aktywami. Zgodnie z ustawą o rachunkowości są to kontrolowane przez przedsiębiorstwo zasoby będące źródłem korzyści ekonomicznych przedsiębiorstwa.⁵² Każdy składnik majątkowy powinien przyczynić się do powstawania określonych efektów gospodarczych. Tymczasem same zasoby nie gwarantują powodzenia, lecz jedynie je umożliwiają.⁵³ Korzyści te mogą mieć formę finansową (wpływ gotówki z tytułu sprzedaży składnika) lub rzeczową (produkt wytworzony na bazie zapasów materiałowych).⁵⁴ Składniki, które takich efektów nie przynoszą są dla przedsiębiorstwa źródłem strat. Posiadanie jakiegokolwiek składnika wiąże się z określonymi kosztami (np. podatek od nieruchomości, koszty magazynowania zapasów, utracone korzyści z tytułu zamrożonego kapitału itp.). Możliwość niezagospodarowania jakiegokolwiek składnika, bądź to na skutek jego nadmiaru lub zbędności, obniża efektywność ekonomiczną prowadzonej działalności. Majątek jest zatem źródłem nie tylko korzyści, lecz i ryzyka.⁵⁵ Oznacza to, że zarówno niedobór majątku, jak i jego nadmiar oraz jego struktura mogą być źródłem kryzysu ekonomicznego przedsiębiorstwa.

W każdym z tych składników zaangażowany jest określony kapitał będący własnością przedsiębiorstwa lub osób trzecich. Właściciele kapitału oczekują z tego tytułu określonych korzyści, które znajdują odzwierciedlenie w celach finansowych realizowanych przez podmioty gospodarcze. Wielkość i struktura majątku, którym dysponuje jednostka gospodarcza może mniej lub bardziej sprzyjać realizacji tych celów. Dlatego w diagnozowaniu sytuacji finansowej przedsiębiorstw nie można tej sfery gospodarki przedsiębiorstw pomijać.

Aktywa dzieli się na dwie grupy: aktywa trwałe służące przez okres dłuższy niż jeden rok i aktywa obrotowe, zużywane w jednym cyklu gospodarczym (zazwyczaj w okresie krótszym niż jeden rok). Aktywa trwałe wiążą kapitał przez dłuższy okres. Wyzwalanie tego kapitału następuje poprzez amortyzację składników tego kapitału, ich sprzedaż oraz zysk powstający w rezultacie ich gospodarczego zastosowania.

Amortyzacja jest kosztem przedsiębiorstwa, który powstaje na skutek gospodarczego wykorzystania środków trwałych i wartości niematerialnych i prawnych. Powstaje ona w rezultacie zmniejszenia ich wartości. Jednak jak podkreśla J. Iwin-Garżyńska środki amortyzacyjne stanowią przede wszystkim kapitał, który wykorzystywany jest do finansowania nowych składników majątku.⁵⁶ Kapitał

⁵² Por: Ustawa o rachunkowości, art. 3, ust. 1, pkt 12.

⁵³ W. Gabrusewicz, *Analiza finansowa przedsiębiorstwa. Teoria i zastosowanie*, Warszawa 2014, s. 67.

⁵⁴ Por: W. Gos, *Bilans. Znaczenie. Koncepcje sporządzania. Formy prezentacji*, Warszawa 2011, s. 6

⁵⁵ Por: W. Gabrusewicz, Z. Kołaczyk, *Bilans. Wartość poznawcza i analityczna*, Warszawa 2005, s. 26.

⁵⁶ Por: J. Iwin-Garżyńska, *Kapitał amortyzacyjny w zarządzaniu finansami*, Warszawa 2005, s. 32.

ten może być wykorzystany nie tylko do odtworzenia zużywających się stopniowo składników majątku trwałego, lecz również do powiększania ich zasobu.⁵⁷

Istotny wpływ na rolę amortyzacji w finansowaniu przedsiębiorstw ma stosowana metoda amortyzacji środków trwałych. W Polsce wykorzystuje się zazwyczaj dwie metody: metodę amortyzacji liniowej i przyspieszonej. Przy amortyzacji liniowej stawka amortyzacyjna jest stała. Jej wysokość zależy od wartości brutto środka trwałego oraz planowanego okresu jego użytkowania. W metodzie tej przyjmuje się założenie, że obiekt zużywa się równomiernie w całym okresie jego eksploatacji, podczas gdy w praktyce zmiana wartości użytkowej środków trwałych następuje nierównomiernie. Zmiana ta w początkowym okresie użytkowania jest stosunkowo niewielka, natomiast w miarę upływu czasu nabiera przyspieszenia. Przy intensywnej eksploatacji zmiany następują szybciej. Zaletą tej metody amortyzacji jest jej prostota, łatwość stosowania. Zapewnia również stabilizację kosztów amortyzacji w okresie użytkowania środków trwałych. Równocześnie stanowi pewien bodziec do intensyfikacji eksploatacji obiektów, gdyż dzięki temu uzyskuje się efekt obniżenia kosztów amortyzacji na jednostkę produkcji.

Metoda amortyzacji przyspieszonej należy do grupy metod nierównomiernych. Charakteryzuje się wyższymi odpisami w pierwszych latach użytkowania obiektów. W Polsce może być stosowana w odniesieniu do środków trwałych eksploatowanych w warunkach wpływających na szybsze ich zużywanie się (fizyczne lub ekonomiczne). W tym celu w odniesieniu do stawek liniowych stosuje się odpowiednie współczynniki korekty, których wysokość zależy od rodzaju środków trwałych i warunków ich użytkowania. W rezultacie takiego rozwiązania następuje skrócenie okresu amortyzacyjnego, co sprzyja szybszemu odzyskiwaniu kapitału zaangażowanego w środkach trwałych.

Z finansowego punktu widzenia amortyzacja będąc kosztem uzyskania przychodu pomniejsza podstawę opodatkowania przedsiębiorstw podatkiem dochodowym. Powstaje efekt tarczy amortyzacyjnej, który jest tym wyższy im wyższe są stopy podatkowe. Wynika z tego, że amortyzacja jest specyficznym kosztem, na którym nie należy oszczędzać. Jak podkreślają M. Gmytrasiewicz i A. Karmańska, amortyzacja jest obciążeniem wyniku finansowego wartością środków trwałych rozłożonym na okres ich ekonomicznie uzasadnionego użytkowania.⁵⁸ Środki finansowe pozostające do dyspozycji podmiotów gospodarczych przeznaczone są głównie na odtwarzanie zużywających się obiektów. Jednak potrzeby odtworzeniowe powstają po upływie pewnego okresu użytkowania obiektów trwałych, podczas gdy naliczanie amortyzacji następuje systematycznie. Dlatego środki amortyzacyjne mogą być wykorzystywane do zabezpieczenia bieżącej płynności finansowej. Oznacza to, że wypłacalność może być zachowana nawet w przedsiębiorstwie deficytowym, pod warunkiem że wysokość straty nie przewyższy wysokości amortyzacji. Ma to istotne znaczenie w szczególności w okresach kryzysowych, gdy przedsiębiorstwa nie mają możliwości wygenerowania zysku. Taka

⁵⁷ Szerzej na ten temat pisze J. Iwin-Garzyńska, *Kapitał amortyzacyjny... op. cit.*

⁵⁸ Por: M. Gmytrasiewicz, A. Karmańska, *Rachunkowość finansowa*, Warszawa 2002, s. 68.

sytuacja jest możliwa tylko w krótkich okresach. W okresach dłuższych wystąpi brak środków na odtworzenie zużywającego się majątku trwałego, co grozi utratą zdolności do kontynuowania działalności gospodarczej i tym samym upadłością przedsiębiorstwa.

Amortyzacja jest więc kosztem i źródłem nieopodatkowanych przychodów. Jest kosztem szczególnym, gdyż nie jest związana z bieżącymi wydatkami. Koszty te nie tylko nie pogarszają bieżącej płynności finansowej, lecz mogą tę płynność zabezpieczać. Dzięki niej przedsiębiorstwa odzyskują kapitał zaangażowany w środkach trwałych i wartościach niematerialnych i prawnych. Wg W. Dębskiego „stanowi ona niejako „odzysk pieniędzy” z przychodów przedsiębiorstwa ...”⁵⁹ Z finansowego punktu widzenia wskazane jest by kapitał był jak najkrócej zamrożony w majątku trwałym. Szybkość krążenia kapitału jest jednym z bezpośrednich czynników jego rentowności. Dlatego amortyzacja jest jedynym kosztem, którego nie należy minimalizować.

Kolejnym źródłem zwrotu kapitału jest zysk netto. Jest on częścią przychodów przedsiębiorstw pozostających po pokryciu kosztów i podatku dochodowego. Jego wielkość zależy bezpośrednio od wielkości przychodów, wysokości poniesionych kosztów oraz stopy podatku dochodowego. Wielkość tego zysku zależy od wielkości i cen sprzedaży oraz poziomu kosztów, których z jednym z elementów jest amortyzacja. Jej wzrost powoduje zmniejszenie zysku netto oraz obniżenie kwoty podatku dochodowego. Bezwydatkowy charakter kosztu amortyzacji sprawia, że mimo spadku zysku netto zwiększa się zasób gotówki, którym może dysponować przedsiębiorstwo. Mimo, że w dłuższym okresie tempo amortyzacji środków trwałych i wartości niematerialnych i prawnych nie powoduje spadku nominalnych obciążeń podatkowych, to przesunięcie płatności podatku dochodowego z okresów wcześniejszych na późniejsze ma wpływ na bieżącą sytuację płatniczą (poprawia ją w okresach wyższej amortyzacji) oraz powoduje zmniejszenie realnej wartości obciążeń podatkowych (na skutek zmiany wartości pieniądza w czasie). W interesie przedsiębiorstw leży wybór takiej metody amortyzacji, która korzystniej wpływa zarówno na bieżącą płynność finansową jak i na wartość przedsiębiorstwa. Wartość ta zależy od realnej wartości generowanych strumieni pieniężnych.

Kwota amortyzacji zależy nie tylko od stóp amortyzacyjnych, lecz przede wszystkim od zasobu, jego struktury i wartości środków trwałych. Zasób i struktura tych środków tworzą potencjał gospodarczy. Jego wykorzystanie ma zasadnicze znaczenie dla sytuacji ekonomicznej i finansowej podmiotów gospodarczych. Przy niskim wykorzystaniu koszty amortyzacji, które mają charakter kosztów stałych, obciążają mniejszą liczbę produktów i usług, powodując wzrost kosztów jednostkowych i obniżając rentowność prowadzonej działalności gospodarczej. W każdej sytuacji istnieje pewne minimum sprzedaży konieczne do pełnego sfinansowania ponoszonych kosztów, nazywane powszechnie progiem

⁵⁹ W. Dębski, *Teoretyczne i praktyczne aspekty zarządzania finansami przedsiębiorstwa*, Warszawa 2005, s. 391.

rentowności. Im większy kapitał zaangażowany w majątku trwałym tym wyższe są koszty stałe i tym samym wyższy jest próg rentowności. Niedostosowanie potencjału do rzeczywistych możliwości sprzedaży może doprowadzić do upadłości podmiotu gospodarczego.

Majątek trwały obarczony jest wysokim ryzykiem.⁶⁰ Wynika to z jego niskiej elastyczności. Środków trwałych i wartości niematerialnych i prawnych nie można pozbyć się z dnia na dzień. Ich ewentualna sprzedaż wymaga znacznie dłuższego czasu, niż sprzedaż produktów, towarów lub zbędnych materiałów. Ponadto, dzięki środkom trwałym odpowiednio strukturalizowanym powstaje efekt synergii, który znika w przypadku ich dekompozycji. W wielu przypadkach możliwa do uzyskania cena może być niż od ich wartości księgowej, a niejednokrotnie nie można ich sprzedać (np. licencji lub koncesji). Dlatego decyzje inwestycyjne związane z tworzeniem i rozwojem bazy produkcyjno-usługowej powinny uwzględniać warunki rynkowe a nie wynikać tylko z ambicji kadry zarządzającej. Te ostatnie często prowadzą do niedoszacowania marginesu bezpieczeństwa operacyjnego przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych.⁶¹ Dotyczy to w równej mierze inwestycji sensu stricto związanych z modernizacją i rozbudową potencjału produkcyjnego (usługowego), jak i procesów fuzji i przejęć. W tym ostatnim przypadku dotyczy to zaniechania lub ograniczenia koniecznej szeroko rozumianej restrukturyzacji połączonych podmiotów.⁶²

Niewykorzystany potencjał gospodarczy tworzy aktywa martwe, w których zaangażowany kapitał nie przyczynia się do powstawania nowych wartości. Aktywa te są natomiast źródłem dodatkowych kosztów, takich jak podatek od nieruchomości, koszty ubezpieczenia majątkowego, koszty konserwacji, remontów i dozoru mienia. Takie przedsięwzięcia są bardziej wrażliwe na wszelkie niekorzystne zjawiska rynkowe. Funkcjonują w warunkach podwyższonego ryzyka. Tracą swoją konkurencyjność. Posiadany przez nie majątek staje się balastem, wpływającym negatywnie na ich sytuację ekonomiczną i finansową. W takiej sytuacji może się zdarzyć, że pozbycie się tych aktywów bez względu na możliwą do uzyskania cenę może być korzystne. Wprawdzie firma może nie odzyskać zaangażowanego w nich kapitału, pozbędzie się natomiast kosztów ich utrzymania, które związane są z bieżącymi wydatkami. W warunkach niewykorzystanego potencjału trudniej uzyskać oczekiwaną przez właścicieli stopę zwrotu. Wydłuża się okres odzyskiwania kapitału finansującego majątek przedsiębiorstwa. Rosną koszty jego zamrożenia. Spada efektywność inwestycji.

W świetle powyższych uwag można się zgodzić ze stwierdzeniem, że każda zmiana struktury majątkowej, która wpływa na podwyższenie rentowności przedsięwzię-

⁶⁰ Por: A. Skowronek-Mielczarek, Z. Leszczyński, *Analiza działalności i rozwoju przedsiębiorstwa*, Warszawa 2008, s. 85.

⁶¹ Por: W. Szczęsny, J. Śliwa, *Budżetowanie operacyjne, finansowe i kapitałowe w przedsiębiorstwie*, Warszawa 2010, s. 192.

⁶² Por: B. Rozwadowska, *Fuzje i przejęcia. Dlaczego kończą się (nie) powodzeniem*, Warszawa 2012, s. 197–214.

stwa, ma wpływ na poziom zaspokajania jego potrzeb finansowych⁶³. Jeżeli nawet kapitał tkwiący w aktywach martwych lub wykorzystywanych w niepełnym zakresie zostanie odzyskany w niepełnym zakresie, to spadną koszty związane z posiadaniem aktywów, co spowoduje spadek bieżących wydatków.

W przeciwieństwie do majątku trwałego aktywa obrotowe charakteryzują się wysoką elastycznością. Mogą być w krótkim okresie stosunkowo łatwo zwiększone lub zmniejszone. Zużywają się w jednym cyklu gospodarczym, przez co łatwiej dostosowywać ich wysokość do aktualnych potrzeb. Ryzyko z nimi związane jest więc mniejsze, co nie oznacza, że nie wymagają one bieżącej kontroli i odpowiedniego zarządzania. Kontrola ta dotyczy w pierwszej kolejności dostosowania ich poziomu do aktualnych potrzeb. Brak kontroli nad poziomem i strukturą tego majątku zazwyczaj prowadzi do kłopotów płatniczych.⁶⁴ Przedmiotem kontroli powinna być relacja między przychodami ze sprzedaży a wartością tego majątku. Wzrost tej relacji wskazuje na lepszą gospodarkę majątkiem obrotowym i prowadzi do wzrostu rentowności kapitałów. Tendencja odwrotna wskazuje na spadek efektywności funkcjonowania przedsiębiorstwa, która może doprowadzić do zagrożenia płynności finansowej. O tym napisano szerzej w następnym rozdziale.

2.2. Źródła finansowania majątku

Kapitał zaangażowany w majątku przedsiębiorstwa pochodzi na ogół z różnych źródeł. Dzieli się je się na źródła własne i obce. Źródłami własnymi są wkłady właścicieli, zysk zatrzymany oraz wzrost wartości aktywów na skutek ich przeszacowania. Charakterystyczną cechą tych kapitałów, najczęściej podkreślaną w literaturze przedmiotu,⁶⁵ jest ich zaangażowanie na czas nieograniczony, przez co stanowią trwałe źródło finansowania składników majątkowych. Trzeba jednak podkreślić, że tę cechę przypisać można kapitałowi podstawowemu (o ile jest w całości wniesiony) oraz kapitałowi zapasowemu oraz kapitałowi z przeszacowania aktywów. Pozostałe elementy tego kapitału (zysk niepodzielony z lat ubiegłych, zysk okresu bieżącego) mogą być decyzją właścicieli wyprowadzone z przedsiębiorstwa w dowolnym czasie, przy zachowaniu obowiązującej procedury). Są więc mniej stabilnym źródłem finansowania majątku.

Właściciele wnoszą do przedsiębiorstwa kapitał oraz godzą się na zatrzymanie zysków licząc na określone korzyści. Korzyści te materializują się poprzez wypłacaną im dywidendę oraz wzrost wartości przedsiębiorstwa. Trzeba jednak zauważyć, że korzyści te będą miały miejsce tylko wtedy, kiedy przedsiębiorstwo będzie funkcjonowało efektywnie, generując odpowiedni poziom zysków. Brak zysków oznacza brak korzyści, a brak efektywności w dłuższym przedziale czasu prowadzi do upadłości, co dla właścicieli może oznaczać utratę wniesionego

⁶³ S. Zarębski, *Rola finansowania wewnętrznej działalności gospodarczej przedsiębiorstwa*, w: A. Bielawska, *Nowoczesne zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Warszawa 2009, s. 158.

⁶⁴ Por: G. Hawawini, C. Viallet, *Finanse menedżerskie*, Warszawa 2007, s. 124.

⁶⁵ Por: m.in. D. Zawadzka, *Struktura kapitału przedsiębiorstwa*, w: A. Bielawska, *Nowoczesne zarządzanie... op. cit.*, s. 80.

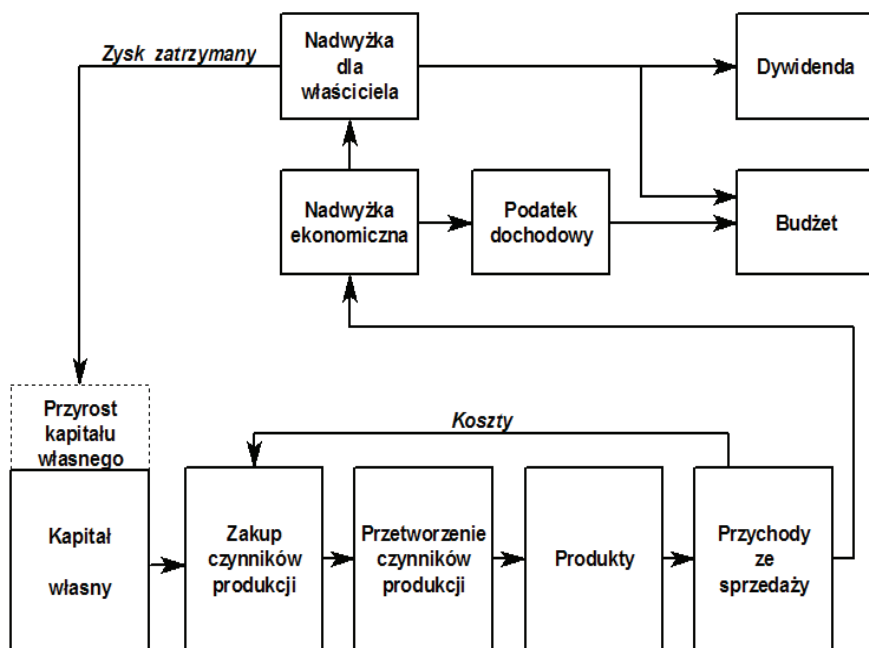
kapitału. Ryzyko związane z możliwością nie osiągnięcia przez przedsiębiorstwo zamierzonych celów finansowych spoczywa na właścicielach. Dlatego niezależnie od źródła pochodzenia kapitałów własnych sytuacja finansowa przedsiębiorstwa jest tym bezpieczniejsza im wyższy jest ich udział w kapitałach ogółem.

Kapitały obce udzielane są przedsiębiorstwom na ściśle określony czas, po upływie, którego muszą być zwrócone. Nie stanowią więc trwałego źródła finansowania majątku. Ich rola w finansowaniu podmiotów gospodarczych zależy w dużej mierze od tego jaki jest termin ich zwrotu. Dzieli się je na długoterminowe oraz krótkoterminowe. Te pierwsze pozostają w przedsiębiorstwie przez okres dłuższy od jednego roku, te drugie powinny być zwrócone przed upływem jednego roku. Im krótszy okres zwrotu tym wyższe ryzyko, zwłaszcza w sytuacji, gdyby takie kapitały były zaangażowane w składniki majątku trwałego. Korzystanie z kapitałów obcych związane jest z odpłatnością, zwaną powszechnie odsetkami stanowiącymi koszty finansowe. Zwrot kapitałów jak i płaćność odsetek mają charakter bezwzględny, to znaczy powinny być płacone niezależnie od aktualnej sytuacji finansowej przedsiębiorstwa. To sprawia, że ryzyko związane z obcymi źródłami finansowania majątku jest duże. Im wyższy jest udział tych kapitałów w finansowaniu majątku przedsiębiorstw tym mniej jest stabilna ich sytuacja finansowa. Stabilność ta może być dodatkowo zachwiana przez przedterminowe zerwanie umowy przez dostawców tych kapitałów.

Nie oznacza to jednak, że korzystanie z kapitałów obcych jest niepożądane. Wręcz przeciwnie. Kapitały te mogą być źródłem dodatkowych korzyści, jeżeli koszt pozyskania tych kapitałów będzie niższy od korzyści, które może uzyskać podmiot gospodarczy dzięki ich zaangażowaniu. Ponadto, koszty finansowe są kosztami uzyskania przychodów, dlatego koszty związane z ich zaangażowaniem są niższe o stopę podatku dochodowego. Z ekonomicznego punktu widzenia zaangażowanie kapitałów obcych jest tym korzystniejsze im wyższe są stopy podatkowe. Warto jednak podkreślić, że źródłem pokrycia odsetek jest zysk ze sprzedaży (przy założeniu, że pozostałe przychody operacyjne i pozostałe koszty operacyjne są sobie równe). Jeżeli zysk ten jest zbyt niski lub go nie ma wcale koszty finansowe stają się źródłem straty. Ich płaćność jest obligatoryjna, co w przypadku niskich wpływów ze sprzedaży może prowadzić do utraty płynności finansowej. Decydując się na korzystanie z kapitałów obcych przedsiębiorstwa muszą mieć świadomość wzrostu zagrożenia dla ich funkcjonowania.

W praktyce przedsiębiorstwa mogą stosować jeden z dwóch modeli finansowania swojej działalności, tj.: model retrospektywny lub model prospektywny. Model retrospektywny charakteryzuje się uprzednim zgromadzeniem niezbędnych środków finansowych, a następnie ich wydatkowaniem (por. rys. 2.1.). Przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji przedsiębiorstwo bada stan zasobów pieniężnych i od nich uzależnia jej realizację. Podmiot gospodarczy unika kredytów i pożyczek. W ten sposób minimalizuje ryzyko finansowe. Nie uzależnia się od kapitału obcego. Równocześnie zakres prowadzonej działalności, jak również jej rozwój są ściśle zdeterminowane posiadanymi zasobami pieniężnymi i tempem ich po-

mnazania, które zależy od wysokości generowanej nadwyżki ekonomicznej i od możliwości pozyskania dodatkowych środków poprzez emisję nowych akcji lub powiększenie kapitału udziałowego. Ograniczając się do własnych zasobów finansowych firma rezygnuje z możliwości pomnażania zysku poprzez angażowanie do finansowania swojej działalności taniego kapitału obcego. Ten model finansowania jest w warunkach współczesnej gospodarki rzadko stosowany. Stosują go niekiedy małe przedsiębiorstwa rodzinne.⁶⁶



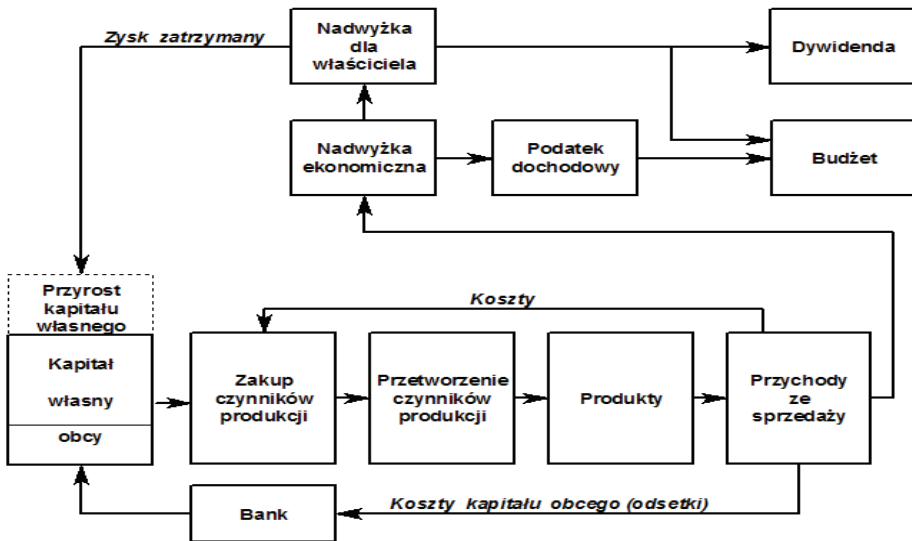
Rysunek 2.1. Model samofinansowania retrospektywnego

Model prospektywny jest przeciwieństwem modelu retrospektywnego. Charakteryzuje się on zaangażowaniem kapitału obcego w formie kredytów, pożyczek, leasingu, itp. (por. rys. 2.2.). Można wskazać na kilka motywów popularności tego modelu:

- niedobór własnych środków finansowych, który wymusza korzystanie z obcych źródeł finansowania,
- chęć powiększenia rentowności prowadzonej działalności gospodarczej dzięki zaangażowaniu obcych kapitałów,
- przyspieszenie rozwoju przedsiębiorstwa na skutek wspomaganie finansowania przedsięwzięć inwestycyjnych kapitałami obcymi,
- pojawiające się okazje związane z możliwością wykorzystania tanich obcych środków finansowych (np. specjalnych transz kredytowych, pozyskanie wsparcia finansowego ze środków publicznych itp.).

⁶⁶ M. Stradowski, *Finansowanie obce firm rodzinnych na rynku niedoskonałym*, Warszawa 2010.

Przedsiębiorstwa, które posiadają ograniczone własne zasoby finansowe często korzystają z obcych środków finansowych. W ten sposób zwiększają możliwości własnego rozwoju. Analizując możliwości finansowania określonych decyzji uwzględniają dostępność zewnętrznych źródeł finansowania. Często również pewne decyzje podejmowane są ze względu na dostępność tanich środków obcych. Ten model finansowania współczesnych przedsiębiorstw jest powszechny. Stwarza on możliwości zdynamizowania procesów rozwojowych wielu firm. Podmiot gospodarczy nie musi czekać z wieloma decyzjami do czasu zgromadzenia dostatecznej ilości własnych środków finansowych. W warunkach dużej konkurencji takie oczekiwanie mogłoby stać się przyczyną wypadnięcia z rynku. Pewne decyzje związane z produktem, jego promocją, poprawą jakości nie mogą być długo odkładane w czasie. W wielu przypadkach oznaczałoby to utratę nabywców. Możliwość skorzystania ze środków obcych pozwala na utrzymywanie osiągniętej pozycji rynkowej lub jej poprawę. Powinna być ona wykorzystywana z uwzględnieniem prawdopodobnego wyniku finansowego na sprzedaży, który jest źródłem obsługi tych kapitałów.⁶⁷



Rysunek 2.2. Model samofinansowania perspektywnego

Finansowanie perspektywne wiąże się jednak ze znacznie wyższym ryzykiem finansowym w porównaniu z modelem retrospektywnym. W przypadku nietrafionych decyzji lub niższej ich efektywności (w porównaniu z poziomem oczekiwanym) nie wygasa obowiązek wywiązania się z podjętych zobowiązań. Wtedy zaciągnięty dług może przyspieszyć upadłość przedsiębiorstwa.

⁶⁷ Por: J. Nowak, D. Zarzecki, *Perspektywa finansowa restrukturyzacji z elementami prognozowania upadłości przedsiębiorstw*, Warszawa 2012, s. 19.

W modelu samofinansowania prospektywnego bardzo łatwo przekroczyć granicę tzw. „bezpiecznego zadłużenia”, tym bardziej, że taką granicę trudno jest jednoznacznie określić. Zależy ona bowiem od wielu czynników, które w przypadku różnych przedsiębiorstw mają inną wagę. Dlatego też zarząd może utracić kontrolę nad procesami zadłużenia. Nadmierne zaangażowanie kapitału obcego powoduje kłopoty z terminową jego obsługą. Mijają umowne terminy płatności, po upływie których dostawcy kapitału obcego zaczynają naliczać kary z tytułu preterminowania. Powiększają one zadłużenie i pogłębiają kłopoty płatnicze. Przedsiębiorstwa nie mogą uzyskać nowych kredytów na spłacenie wcześniejszych długów. Stają się niewiarygodnym partnerem.

Kapitały obce mogą być wykorzystywane zarówno do finansowania procesów rozwojowych jak również do finansowania działalności operacyjnej. W pierwszym przypadku powinny to być kapitały długoterminowe, które mogłyby być spłacane z przyszłych zysków. W przeciwnym przypadku złamana zostanie złota reguła finansowa. Oznacza to, że część wydatków inwestycyjnych pokrywanych będzie zobowiązaniami krótkoterminowymi. Powstanie dysproporcja między długością okresu zaangażowania kapitałów w majątku trwałym a wymagalnością zobowiązań. Może ona stać się przyczyną utraty płynności finansowej, co szybko doprowadzić może do zagrożenia upadłością podmiotu gospodarczego. Zagrożenie to zależy jednak w dużej mierze od możliwości odnawiania zobowiązań krótkoterminowych. Przedsiębiorstwa o ugruntowanej pozycji rynkowej, cieszące się dobrą opinią wśród dostawców oraz banków mają duże szanse na kolejne kredyty kupieckie lub bankowe. Podobna sytuacja może mieć miejsce w przypadku grup kapitałowych, gdzie spółki mogą korzystać ze wsparcia finansowego innych członków grupy.⁶⁸ Niezależnie jednak od wymienionych wyżej okoliczności złamanie złotej reguły finansowej oznacza wzrost ryzyka finansowego. Zawsze może się zdarzyć odmowa np. udzielenia przez bank kolejnego kredytu obrotowego, nawet wtedy, gdy sytuacja rynkowa przedsiębiorstwa nie ulegnie zmianie i nie zmienia się cykle rotacyjne majątku obrotowego. Wystarczy by zmieniła się polityka kredytowa banku. Bank nie ma obowiązku informowania klientów o przyczynach odmowy udzielenia kredytu.

W drugim przypadku skala zaangażowania kapitałów obcych do finansowania majątku obrotowego zależy od strategii finansowej realizowanej przez przedsiębiorstwo. W praktyce możliwe są trzy strategie: konserwatywna, agresywna lub umiarkowana. Pierwsza z nich charakteryzuje się wysokim zaangażowaniem kapitałów stałych co znajduje odzwierciedlenie w wysokim poziomie kapitału pracującego, który jest różnicą między kapitałami stałymi a wartością księgową majątku trwałego. Kapitał ten finansuje nie tylko stałą część aktywów obrotowych, lecz również znaczną lub całą zmienną część tych aktywów. Przedsiębiorstwa ją stosujące przywiązują większą wagę do bezpieczeństwa finansowego niż do efek-

⁶⁸ Por: M. Trocki, *Grupy kapitałowe. Tworzenie i funkcjonowanie*, Warszawa 2004, s. 221; D. Graczyk, *Akceptowalny poziom ryzyka finansowego*, w: J. Grzywacz, *Zarządzanie majątkiem obrotowym przedsiębiorstwie. Wybrane problemy*, Warszawa 2006, s. 13.

tywności finansowej. Przy tej strategii przedsiębiorstwa na ogół rezygnuje z efektu dźwigni finansowej. Ceną jaką płaci jednostka gospodarcza za niższe ryzyko finansowe jest niższa rentowność kapitałów własnych.

Strategia agresywna jest przeciwieństwem strategii konserwatywnej. Charakteryzuje się ona wysokim zaangażowaniem krótkoterminowych kapitałów obcych do finansowania majątku obrotowego. Przedsiębiorstwa ją stosujące traktują kapitały obce jako jedno z istotnych źródeł wzrostu efektywności ekonomicznej. Dążą więc do maksymalizacji efektu dźwigni finansowej. Rezultatem tej strategii jest wysokie ryzyko finansowe, które traktuje się jako cenę, którą trzeba zapłacić za wyższą rentowność kapitałów własnych. Między dotychczas omówionymi strategiami znajduje się strategia umiarkowana. Stosujące ją podmioty gospodarcze nie rezygnują z efektu dźwigni finansowej. Starają się jednak wyważyć relację między rentownością a ryzykiem. Dlatego zazwyczaj krótkoterminowymi kapitałami obcymi finansują zmienną część majątku obrotowego, starając się by część stała w możliwie największym stopniu finansowana była co najmniej zobowiązaniami długoterminowymi.

2.3. Analiza gospodarki majątkiem trwałym

Sformułowanie diagnozy sytuacji finansowej przedsiębiorstwa wymaga przeprowadzenia wielu analiz cząstkowych, m. in. analizy sytuacji majątkowej i kapitałowej, które są ze sobą dość ściśle powiązane. W analizie sytuacji majątkowej szczególnej uwagi wymaga struktura majątku oraz jego dynamika. W strukturze tej istotne znaczenie ma udział aktywów o długim okresie użytkowania, czyli aktywów trwałych. Udział ten w dużej mierze jest zdeterminowany rodzajem prowadzonej działalności. Wyższy jest np. w przemyśle wydobywczym, energetyce, transporcie kolejowym itp. niż w przemyśle odzieżowym, spożywczym, handlu itp. Nie oznacza to, że każdy poziom tych aktywów a także ich wewnętrzna struktura są zdeterminowane czynnikami niezależnymi od decyzji zarządów. Majątek ten jest skutkiem decyzji inwestycyjnych, które mają charakter strategiczny i wpływają na sytuację finansową przedsiębiorstw długi okres. Nietrafione decyzje mogą doprowadzić do upadłości jednostki gospodarczej, jeżeli oczekiwania dotyczące wpływów ze sprzedaży produktów i usług wytwarzanych dzięki takim inwestycjom nie wystarczą na obsługę zaciągniętych kredytów i pożyczek. Z uwagi na relatywnie niską płynność tych aktywów ich wysoki udział wiąże się ze wzrostem ryzyka prowadzonej działalności gospodarczej. Poszczególne składniki aktywów trwałych charakteryzują się zróżnicowanym poziomem trudności ich upłynnienia. Dlatego w analizie majątku wykorzystuje się wskaźniki struktury globalne i cząstkowe. Wskaźniki struktury globalnej są relacją wybranej grupy majątkowej w aktywach ogółem, zaś wskaźniki struktury cząstkowej są relacją wybranego składnika majątkowego w określonej grupie aktywów. Wskaźnikami struktury globalnej są np. udział aktywów trwałych w aktywach ogółem, udział środków trwałych w aktywach ogółem, udział zapasów w aktywach ogółem itp. Wskaźnikami struktury cząstkowej są np. udział środ-

ków trwałych aktywach trwałych, udział zapasów materiałowych w zapasach ogółem, udział inwestycji krótkoterminowych w majątku obrotowym itp.

Analizując strukturę majątku trwałego szczególną uwagę należy zwrócić na udział środków trwałych w aktywach trwałych i ich strukturę. W świetle ustawy o rachunkowości środkami trwałymi są aktywa rzeczowe o okresie ekonomicznej użyteczności dłuższym niż jeden rok, kompletne, przeznaczone na potrzeby działalności gospodarczej lub oddane do użytkowania na podstawie umowy, najmu, dzierżawy lub innej umowy o podobnym charakterze.⁶⁹ Obejmują one nieruchomości (grunty, budynki, lokale, własnościowe prawo do lokalu spółdzielczego itp.), obiekty inżynierskie, obiekty ruchome (maszyny, urządzenia, środki transportowe kontenery itp.), ulepszenia w obcych środkach trwałych oraz inwentarz żywy. Ich rola w działalności gospodarczej jest zróżnicowana. Można je podzielić na dwie zasadnicze grupy: służące działalności produkcyjno usługowej (hale fabryczne, powierzchnie usługowe, maszyny, urządzenia produkcyjne, środki transportowe służące do przewożenia przedmiotów i osób itp.) oraz służące działalności nieprodukcyjnej (budynki i powierzchnie biurowe, wyposażenie biur itp.). W ramach grupy pierwszej wyodrębnić można środki aktywne bezpośrednio uczestniczące w wytwarzaniu produktów i usług (maszyny, urządzenia, środki transportowe itp.) oraz pasywne tworzące niezbędne warunki do realizacji procesów wytwórczych (hale fabryczne, drogi transportowe itp.). Podział ten zilustrowano na rys. 2.3.

Środki trwałe służące działalności gospodarczej		
Produkcyjne		Nieprodukcyjne
Pasywne	Aktywne	

Rysunek 2.3. Podział środków trwałych w przedsiębiorstwie

Źródło: Opracowanie własne.

Taki podział ułatwia analizę wyposażenia przedsiębiorstwa w środki trwałe. Stwarza możliwości oceny poprawności struktury środków trwałych i przyczyn ewentualnej niskiej efektywności rzeczowego majątku trwałego. Nadmiar środków trwałych oraz niewłaściwa ich struktura (np. wysoki udział nieprodukcyjnych środków trwałych o niskim poziomie zagospodarowania) mogą być jedną z poważnych przyczyn wysokich kosztów operacyjnych, które bezpośrednio wpływają na rentowność sprzedaży. W takich sytuacjach poprawa efektywności funkcjonowania przedsiębiorstwa może być osiągnięta poprzez wzrost produkcji i sprzedaży (lepsze wykorzystanie po-

⁶⁹ Por.: *Klasyfikacja środków trwałych*, Gdańsk 2007, s. 8.

siadanego potencjału tkwiącego w produkcyjnych środkach trwałych lub poprzez wynajem lub sprzedaż obiektów (powierzchni) niezagospodarowanych. Wskaźniki oceny wyposażenia przedsiębiorstw w środki trwałe podano w tabeli 2.1.

Tabela 2.1. Wskaźniki oceny wyposażenia w majątek trwały

Lp.	Nazwa wskaźnika	Konstrukcja wskaźnika	Uwagi
1.	Udział majątku trwałego w aktywach	Aktywa trwałe/ Aktywa ogółem	Wysoka wartość tego wskaźnika informuje o wysokim ryzyku operacyjnym związanym ze strukturą majątku
2.	Udział rzeczowego majątku trwałego w aktywach trwałych	Rzeczowy majątek trwały/ aktywa trwałe	Wysoki udział rzeczowego majątku trwałego niekorzystnie wpływa na płynność aktywów, co może utrudniać pokonywanie sytuacji kryzysowych
3.	Udział produkcyjnych środków trwałych w środkach trwałych ogółem	Wartość produkcyjnych środków trwałych/wartość środków trwałych ogółem	Wysoki udział produkcyjnych środków trwałych jest korzystny, gdyż też środki tworzą potencjał gospodarczy przedsiębiorstw
4.	Udział aktywnych środków trwałych w produkcyjnych środkach trwałych	Wartość aktywnych środków trwałych/wartości produkcyjnych środków trwałych	Szczególnie w przedsiębiorstwach produkcyjnych pożądanym jest wysoki udział aktywnych środków trwałych.
5.	Wskaźnik technicznego uzbrojenia pracy	Wartość brutto maszyn i urządzeń produkcyjnych/ Liczba zatrudnionych robotników na najliczniejszej zmianie	Techniczne wyposażenie pracy zwiększa siłę produkcyjną pracy i korzystnie wpływa na jej wydajność. Wzrost tego wyposażenia jest zjawiskiem pozytywnym i pożądanym

Źródło: Opracowanie własne

W bilansie wartość środków trwałych oraz wartości niematerialnych i prawnych wykazywana jest według wartości netto (wartość brutto pomniejszona o dotychczasowe umorzenie tej wartości). W miarę upływu czasu wartość ta systematycznie jest pomniejszana. Spadek tej wartości nie jest na ogół zbieżny ze spadkiem wartości użytkowej. W szczególności dotyczy to środków trwałych. W zależności od warunków użytkowania tych środków, ich trwałości oraz intensywności eksploatacji tempo tego spadku jest wolniejsze lub szybsze, na ogół inne niż spadek ich wartości netto. Wartość netto środków trwałych nie odzwierciedla zatem ich wartości użytkowej. W tym miejscu należy podkreślić, że w przedsiębiorstwach są niejednokrotnie użytkowane środki, których wartość brutto w całości została już spisana w koszty. W bilansie ich nie ma, a mimo to ich potencjał nadal wykorzystywany jest przez przedsiębiorstwo. Oznacza to, że wartość bilansowa środków trwałych nie informuje dokładnie o zasobie środków trwałych eksploatowanych przez podmioty gospodarcze. Trzeba jednak zauważyć, że konstrukcja i niezawodność obecnie wytwarzanych środków trwałych są bardziej do-

stosowywane do ekonomicznie uzasadnionych okresów ich użytkowania. Dlatego takie sytuacje będą coraz rzadsze.

Potencjał gospodarczy przedsiębiorstwa zależy nie tylko od zasobu aktywnych środków trwałych, lecz również od ich jakości. Ten aspekt nie może być pominięty w analizie środków trwałych. Wskaźniki oceny jakości tego wyposażenia podano w tabeli 2.2.

Tabela 2.2. Wskaźniki jakości wyposażenia przedsiębiorstw w środki trwałe

Lp.	Nazwa wskaźnika	Konstrukcja wskaźnika	Uwagi
1.	Wskaźnik struktury wiekowej maszyn i urządzeń technicznych	Liczba lub wartość brutto maszyn lub urządzeń w określonej grupie wiekowej/liczba lub wartość brutto maszyn lub urządzeń ogółem	Większy udział maszyn i urządzeń w niższych grupach wiekowych świadczy o wyższej jakości i nowoczesności wyposażenia technicznego
2.	Średni wiek maszyn lub urządzeń technicznych	Średnia ważona liczbą maszyn lub urządzeń w danej grupie wiekowej	W miarę wzrostu średniego wieku obniża się jakość eksploatowanych maszyn i urządzeń
3.	Wskaźnik odnowienia środków trwałych	Wartość wydatków na nowe środki trwałe/ Wartość brutto ogółu użytkowanych środków trwałych	Wskaźnik obliczany jest w odniesieniu do poszczególnych grup rodzajowych środków trwałych, w szczególności do grup środków aktywnych. Informuje on o stopniu odnowienia aparatu wytwórczego. Wyższa wartość wskaźnika informuje o wyższej jakości użytkowanego majątku trwałego.
4.	Wskaźnik nowoczesności wyposażenia technicznego	Wartość brutto nowoczesnych maszyn i urządzeń technicznych/ Wartość brutto maszyn i urządzeń technicznych ogółem	Wzrost wartości wskaźnika oznacza poprawę jakości wyposażenia, co ma pozytywny wpływ na wzrost konkurencyjności firmy

Źródło: Opracowanie własne

Niska jakość wyposażenia technicznego wyrażająca się przestarzałością techniczną i ekonomiczną może niekorzystnie wpływać na jakość produkcji i ograniczać możliwości wprowadzania innowacji produktowych. Wysokie zużycie techniczne aparatu wytwórczego zazwyczaj prowadzi do wysokiej awaryjności, wzrostu wydatków na konserwację, naprawy i remonty. W takiej sytuacji maleje konkurencyjność przedsiębiorstwa, co znajduje odzwierciedlenie w rosnących kosztach wytwarzania i często spadających przychodach ze sprzedaży

Trzecim elementem analizy jest ocena wykorzystania aktywów trwałych, w tym w szczególności środków trwałych. Wskaźniki efektywności wykorzystywane w tej analizie podano w tabeli 2.3.

Tabela 2.3. Wskaźniki efektywności aktywów (środków) trwałych

Lp.	Nazwa wskaźnika	Konstrukcja wskaźnika	Uwagi
1.	Produktywność aktywów (środków) trwałych	Wartość produkcji lub sprzedaży w cenach stałych/Przeciętna wartość brutto aktywów (środków) trwałych	Wskaźnik informuje o wartości produkcji (sprzedaży) uzyskanej z jednej złotówki wartości brutto aktywów lub środków trwałych. Wzrost tej wartości oznacza poprawę efektywności majątku trwałego.
2.	Majątkochłonność produkcji	Przeciętna wartość brutto aktywów (środków) trwałych/Przeciętna wartość produkcji lub sprzedaży w cenach stałych	Jest odwrotnością wskaźnika produktywności. Wobec powyższego pożądanym jest spadek a nie wzrost jego wartości.
3.	Zyskowność aktywów (środków) trwałych	Zysk ze sprzedaży lub zysk z działalności gospodarczej/Przeciętna wartość brutto aktywów (środków) trwałych	Wybór zysku ze sprzedaży lub zysku z działalności gospodarczej jako miernika zależy od tego, czy badamy efektywność aktywów trwałych ogółem, czy tylko środków trwałych. W pierwszym przypadku lepszym miernikiem jest zysk z działalności gospodarczej w drugim zysk ze sprzedaży. Pożądana jest możliwa najwyższa wartość wskaźnika.
4.	Zyskowność eksploatacji środków trwałych	Zysk ze sprzedaży/ Koszty eksploatacji środków trwałych	Wskaźnik informuje o wielkości zysku ze sprzedaży uzyskanego z jednej złotówki kosztów poniesionych na eksploatację posiadanego zasobu środków trwałych. Podobnie jak w przypadku zyskowności środków trwałych wyższa wartość wskaźnika świadczy o wyższej efektywności. Jego wysokość zależy nie tylko od zasobu, lecz przede wszystkim od jakości środków trwałych
5.	Wskaźnik pokrycia wzrostu produkcji wzrostem produktywności majątku (środków) trwałego	Przyrost produktywności środków trwałych/ Przyrost wartości produkcji	Pożądanym jest szybszy wzrost produktywności majątku trwałego niż produkcji. Dlatego wartość tego wskaźnika powinna być wyższa od jedności. Sytuacja taka świadczy o rosnącej efektywności kapitału finansującego majątek trwały. Może być ona skutkiem zarówno poprawy jakości wyposażenia jak i wzrostu stopnia jego wykorzystania.
6.	Wskaźnik pokrycia przyrostu produkcji przyrostem środków (majątku) trwałych.	Przyrost wartości produkcji/przyrost wartości brutto środków trwałych	Poprawa efektywności środków trwałych wyraża się w szybszym przyroście produkcji niż środków trwałych. Dlatego pożądana wartość tego wskaźnika jest wyższa od jedności.

Źródło: Opracowanie własne

Tabela 2.4. Wskaźniki zagospodarowania i wykorzystania czasu pracy maszyn i urządzeń

Lp.	Nazwa wskaźnika	Konstrukcja wskaźnika	Uwagi
1.	Wskaźnik gotowości produkcyjnej maszyn i urządzeń	Liczba maszyn lub urządzeń (wartość brutto) zainstalowanych/ Ogólna liczba maszyn lub urządzeń (wartość brutto) posiadanych	Wartość wskaźnika znacząco niższa od jedności świadczyć może o złej organizacji procesów inwestycyjnych lub o przeinwestowaniu
2.	Wskaźnik sprawności produkcyjnej maszyn i urządzeń	Liczba maszyn lub urządzeń (wartość brutto) czynnych na najliczniejszej zmianie/ Ogólna liczba maszyn lub urządzeń (wartość brutto) posiadanych	Wskaźnik ten informuje o stopniu dostosowania wyposażenia do aktualnych potrzeb produkcyjnych. Dostosowanie to jest tym lepsze im wartość wskaźnika jest bliższa jedności.
3.	Wskaźnik wykorzystania nominalnego czasu pracy maszyn i urządzeń	Efektywny czas pracy maszyn i urządzeń w godz./ Nominalny czas pracy maszyn i urządzeń w godz.	Nominalny czas pracy jest iloczynem liczby dni roboczych w okresie, długości jednej zmiany i liczby zmian roboczych. Czas efektywny to czas rzeczywiście przepracowany, czyli czas nominalny pomniejszony o rzeczywiste przerwy (niezależnie od ich przyczyn). Wartość tego wskaźnika powinna być jak najbliższa jedności.
4.	Wskaźnik strat czasu pracy maszyn i urządzeń	Nieplanowane straty czasu w godz./ Nominalny czas pracy w godz.	Nieplanowane straty czasu pracy mogą wynikać ze złej organizacji produkcji, awaryjności maszyn i urządzeń lub innych. Niezależnie od przyczyn powodują zmniejszenie produkcji i stopnia wykorzystania potencjału produkcyjnego maszyn i urządzeń. Dlatego wartość wskaźnika powinna być jak najniższa.

Źródło: Opracowanie własne

Między wartością informacyjną wskaźników produktywności (majątkochłonności) a wskaźnikami zyskowności występują istotne różnice. O ile te pierwsze (wskaźniki produktywności) kierują uwagę kadry menedżerskiej głównie na wykorzystanie posiadanego majątku trwałego, o tyle te drugie reagują na takie zjawiska jak:

- a) Poziom kosztów operacyjnych, w tym kosztów bezpośrednio związanych z posiadaniem i użytkowaniem środków trwałych (amortyzacja, podatki, konserwacja, remonty, starty z tytułu awarii itp.). Wskaźniki te reagują nie tylko na zmianę wielkości produkcji (sprzedaży), lecz również na spadek lub wzrost kosztów z tytułu starzenia się obiektów trwałych, unowocześniania wyposażenia (np. wymiana maszyn przestarzałych na nowe o wyższej wydajności, niższej energochłonności itp.).
- b) Poprawę lub spadek jakości nowoczesności produktów lub usług. Wzrost jakości znajduje odzwierciedlenie w spadku strat na brakach, strat z tytułu reklama-

macji itp. Wzrost nowoczesności zwiększa na konkurencyjność przedsiębiorstwa na rynku i korzystnie wpływa na możliwości sprzedaży, często stwarzając szansę na wyższe ceny.

c) Wzrost intensywności wykorzystania innych zasobów, np. wzrost wydajności pracy.

Pogłębiona analiza wykorzystania posiadanego majątku trwałego wymaga uzupełnienia powyższej analizy wskaźnikami dotyczącymi stopnia zagospodarowania posiadanych środków trwałych, w szczególności maszyn i urządzeń technicznych oraz wykorzystania ich czasu pracy. Wskaźniki pozwalające na ocenę tego zjawiska podano w tabeli 2.4.⁷⁰

Kolejna grupa wskaźników dotyczy badania relacji między tempem zmian produkcji, sprzedaży i wyniku finansowego a tempem zmian w aktywach trwałych przedsiębiorstw. Do tego wykorzystuje się wzorcowe układy nierówności, jakie powinny zachodzić między odpowiednimi wskaźnikami. Oparte są one na wskaźnikach dynamiki i tempie zmian takich zasobów i wyników jak: liczba zatrudnionych (w szczególności) robotników, wartość brutto majątku (środków) trwałego, produkcja (sprzedaż) oraz zysk. Racjonalna gospodarka majątkiem trwałym wyraża się w zachowaniu następującej relacji:

gdzie:

ΔR – przyrost liczby zatrudnionych robotników,

ΔAT – przyrost wartości brutto aktywów (środków) trwałych,

$$\Delta R \leq \Delta AT \leq \Delta P \leq \Delta Z$$

ΔP – przyrost produkcji (sprzedaży),

ΔZ – przyrost zysku działalności gospodarczej lub ze sprzedaży.

Z powyższego układu nierówności wynika, że wyposażenie techniczne powinno wyprzedzać przyrost liczby zatrudnionych robotników, co ma wyrażać się wzrostem technicznego uzbrojenia pracy. Jest ono bowiem, we współczesnych warunkach gospodarowania, podstawowym czynnikiem wzrostu wydajności pracy, który powinien znajdować odzwierciedlenie w szybszym przyroście produkcji. By wymienione relacje przyczyniały się do poprawy efektywności to zysk powinien rosnać szybciej niż produkcja. Procesom wzrostu rozmiarów zasobów majątkowych i produkcji powinna towarzyszyć poprawa efektywności przejawiająca się w szybszym przyroście masy zysku. Szybszy przyrost zysku niż produkcji wskazuje na lepsze wykorzystanie potencjału gospodarczego, które znajduje swój wyraz w relatywnym spadku kosztów wytwarzania. O lepszym wykorzystaniu majątku trwałego (środków trwałych) świadczy również poniższy układ nierówności:

$$\Delta \frac{ST}{R} \leq \Delta \frac{P}{ST} \leq \Delta \frac{Z}{P} \leq \Delta \frac{Z}{ST}$$

gdzie:

ΔST – przyrost wartości brutto środków trwałych.

Zestawiając rzeczywiste relacje między badanymi wielkościami i wskaźnikami z wzorcowymi układami nierówności łatwo wskazać ewentualne przyczyny złej gospo-

⁷⁰ Wskaźników tych może być więcej (por: W. Gabrusewicz, *Analiza finansowa... op. cit.*, s. 92–93).

darki majątkiem trwałym. Inny układ tych nierówności świadczy o nieracjonalnej gospodarce majątkiem trwałym i tym samym o ukrytych rezerwach efektywnościowych. Ich wyzwolenie wymaga przygotowania i wdrożenia określonego programu naprawczego polegającego m.in. na pozbyciu się aktywów zbędnych lub mało efektywnych lub na modernizacji parku maszynowego poprzez wymianę, przynajmniej częściową, na obiekty nowocześniejsze, poprawę organizacji produkcji i procesów pracy itp.

Sytuacja majątkowa przedsiębiorstw wymaga również stosownej oceny gospodarki majątkiem obrotowym. Z uwagi na fakt, że są to aktywa o wysokim stopniu płynności, ich analiza zostanie omówiona w rozdziale poświęconym ocenie płynności finansowej.

2.4. Analiza struktury kapitału

Nie mały wpływ na sytuację finansową przedsiębiorstw ma struktura źródeł finansowania majątku, nazywana strukturą kapitałową. Do jej oceny wykorzystuje się kilka wskaźników zamieszczonych w tabeli 2.5.

Tabela 2.5. Wskaźniki oceny struktury kapitałowej

Lp.	Nazwa wskaźnika	Konstrukcja wskaźnika	Uwagi
1.	Wskaźnik zadłużenia ogółem	Zobowiązania ogółem/ Kapitały (pasywa) ogółem	Wzrost wartości wskaźnika świadczy jedynie o rosnącym ryzyku finansowym. Ocena ewentualnych zagrożeń związanych z rosnącym zadłużeniem wymaga równoczesnej analizy innych wskaźników, a w szczególności zobowiązań długoterminowych i zdolności do obsługi długu.
2.	Wskaźnik zadłużenia długoterminowego	Zobowiązania długoterminowe/ Kapitały (pasywa) ogółem	Zobowiązania długoterminowe finansują majątek przedsiębiorstwa przez okres dłuższy niż 1 rok. Nie wpływają bezpośrednio na bieżącą wypłacalność. Tym samym zmniejszają ryzyko finansowe.
3.	Relacja zobowiązań długoterminowych do kapitałów własnych	Zobowiązania długoterminowe/Suma kapitałów własnych i rezerw długoterminowych	Wskaźnik ten można nazwać wskaźnikiem zadłużenia kapitałów własnych. Kapitały własne stanowią zabezpieczenie dla wierzycieli firmy. Rosnąca wartość wskaźnika świadczy o słabnącej zdolności kredytowej przedsiębiorstwa.
4.	Kapitał pracujący	Suma kapitałów własnych oraz długoterminowych kapitałów obcych i długoterminowych rezerw pomniejszona o wartość bilansową majątku trwałego	Kapitał pracujący oznacza zaangażowanie części kapitałów własnych lub zobowiązań długoterminowych do finansowania majątku obrotowego. Wysoki poziom kapitału pracującego korzystnie wpływa na bezpieczeństwo finansowe przedsiębiorstwa. Zmniejsza ryzyko finansowe.

5.	Wskaźnik złotej reguły bilansowej	Kapitały własne i rezerwy długoterminowe/ Wartość bilansowa majątku trwałego	Złota reguła bilansowa wymaga, by kapitały własne finansowały co najmniej majątek trwały. Stawia wysokie wymagania w zakresie bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa. Dążenie do jej spełnienia może jednak ograniczać rozwój firmy i prowadzić do wzrostu ryzyka operacyjnego.
6.	Wskaźnik złotej reguły finansowej	Kapitały własne, rezerwy długoterminowe i zobowiązania długoterminowe/ Wartość bilansowa majątku trwałego	Złota reguła finansowa postuluje by przynajmniej majątek trwały był finansowany w miarę stabilnymi źródłami. Oznacza ona, że inwestycje w majątek trwały mogą być finansowane kapitałami obcymi. Powinny to być jednak zobowiązania długoterminowe.
7.	Wskaźnik pokrycia odsetek	Zysk ze sprzedaży/ odsetki	Wskaźnik informuje o ile razy zysk ze sprzedaży przewyższa odsetki od kapitałów obcych. Ryzyko finansowe maleje w miarę wzrostu tego wskaźnika. Im wyższa wartość wskaźnika tym mniejsze niebezpieczeństwo straty w sytuacji, gdy spadnie sprzedaż lub cena sprzedaży lub wzrosną koszty.
8.	Wskaźnik zdolności do obsługi długu	Zysk netto + odsetki + amortyzacja/rata kapitałowa + odsetki	Wskaźnik ten informuje o zdolności firmy do bieżącej obsługi zobowiązań, poprzez terminową spłatę rat kapitałowych i odsetek. Zachowanie wypłacalności wymaga, by jego wartość nie była niższa od jedności. Wysoka wartość wskaźnika świadczy o wysokiej wiarygodności finansowej i zdolności kredytowej podmiotu gospodarczego.

Źródło: Opracowanie własne

Pełna oceny sytuacji finansowej przedsiębiorstw wymaga równoczesnego rozpatrywania wszystkich wskaźników razem. Każdy z nich oddzielnie informuje bowiem tylko o określonym jej aspekcie. Warto zwrócić uwagę na fakt, że wysoki poziom zadłużenia wskazuje na wysokie ryzyko finansowe. Nie oznacza to jednak, że podmiot nie jest zdolny do jego obsługi i że jest zagrożone dalsze jego funkcjonowanie. Wysoka rentowność prowadzonej działalności może umożliwić niezakłóconą bieżącą obsługę zadłużenia. Równocześnie przedsiębiorstwo zadłużone w niewielkim stopniu może nie być zdolne do terminowej spłaty długu i odsetek z uwagi na niską rentowność lub deficytowość działalności operacyjnej. Nietrafione decyzje i niższa od przewidywanej ich rentowność mogą powodować, że nie będzie możliwości pełnego odzyskania wydatków poniesionych w związku z decyzjami produkcyjnymi lub inwestycyjnymi. W takiej sytuacji nawet niewielki dług może przyspieszyć upadłość przedsiębiorstwa.

Warto zwrócić uwagę jeszcze na jedną okoliczność. Dotyczy ona złotej reguły bilansowej i finansowej. Wysokie zaangażowanie kapitałów własnych czyni sytuację finansową przedsiębiorstw bardziej stabilną i bezpieczną. Jednak przestrzeganie tej reguły w przypadku niskich zasobów kapitałów własnych może ograniczać rozwój firmy. Reguła ta bowiem wymaga finansowania inwestycji w majątek

trwały kapitałami własnymi. Ograniczone możliwości pozyskania tych kapitałów bądź poprzez emisję akcji (sprzedaż udziałów) lub poprzez zyski zatrzymane mogą powodować, że tempo rozwoju będzie niższe niż byłoby to konieczne ze względów rynkowych (np. konieczność modernizacji wyposażenia, wprowadzenia nowych produktów itp.). Konkurencja, która będzie zachowywała złotą regułę finansową może rozwijać się szybciej dzięki zaciąganyemu kredytowi i pożyczkom. W tej sytuacji jednostki gospodarcze przestrzegające złotej reguły bilansowej mogą stać się mniej konkurencyjne od tych, które hołdują złotej regule finansowej. W tych pierwszych ryzyko finansowe będzie wprawdzie ograniczone do minimum. Wzrośnie natomiast ich ryzyko operacyjne.

Sytuacją niebezpieczną jest złamanie złotej reguły finansowej. Informuje o nim ujemny kapitał obrotowy. Zjawisko to nazywane jest luką płynności.⁷¹ Oznacza ono, że część majątku trwałego finansowana jest krótkookresowymi zobowiązaniami (np. kredytami obrotowymi, zobowiązaniami handlowymi itp.). Terminy zapadalności części aktywów trwałych i pasywów rozmiągają się. Ryzyko niewypłacalności takiego przedsiębiorstwa gwałtownie wzrasta. Bank może bowiem odmówić odnowienia kredytu obrotowego, kontrahenci nie otrzymując zapłaty w terminie mogą zgłosić wnioski o upadłość itp.

Dążenie do zachowania bezpieczeństwa finansowego wymaga oparcia krótko i długoterminowych strategii finansowania na szczegółowej analizie aktualnej i przyszłej struktury finansowania oraz ich skutków z uwzględnieniem sytuacji rynkowej od której zależy w dużej mierze rentowność prowadzonej działalności. Do tego wykorzystać można omówione wyżej wskaźniki.

2.5. Podsumowanie

Kondycja finansowa przedsiębiorstw w dużej mierze jest skutkiem posiadanych przez nie zasobów majątkowych i ich struktury. Wynika to z faktu, że zasoby te nie tylko wpływają na ich potencjał gospodarczy, lecz również są źródłem kosztów, niezależnie od stopnia ich wykorzystania. Zasoby te angażują określone kapitały, na które zapotrzebowanie rośnie proporcjonalnie do ich wartości. Niewykorzystane zasoby generują zbędne koszty (np. podatek od nieruchomości, koszty ubezpieczenia i ochrony mienia itp.), które zmniejszając wynik finansowy negatywnie wpływają na efektywność funkcjonowania podmiotu gospodarczego.

Diagnoza struktury majątkowo-kapitałowej jest podstawowym elementem diagnozy sytuacji finansowej przedsiębiorstwa. Niejednokrotnie od zmiany tej struktury należy rozpocząć działania zmierzające do poprawy kondycji finansowej jednostek gospodarczych. Niewykorzystane aktywa unieruchamiają kapitał w nich zaangażowany i tym samym spowalniają krążenie całego kapitału. Pojawiają się koszty nadmiernego zamrożenia kapitału, które najczęściej znajdują odzwierciedlenie w kosztach odsetek od kapitałów obcych. Im wolniej krąży kapitał, tym więcej trzeba go zaangażować, by zrealizować określone rozmiary sprzedaży.

⁷¹ Por: J. Śliwa, S. Wymysłowski, *Terminologia i znaczenie kapitału obrotowego netto*, w: W. Szczęsny (red), *Finanse firmy. Jak zarządzać kapitałem*, Warszawa 2012, s. 158.

3. Diagnozowanie rentowności przedsiębiorstwa

3.1. Wynik finansowy jako miara rentowności

Przedsiębiorstwa prowadzą działalność zarobkową, której celem jest wygospodarowanie określonej nadwyżki finansowej. Jest ona różnicą między przychodami ze sprzedaży netto a kosztami własnymi sprzedanych produktów usług lub towarów (w zależności od rodzaju prowadzonej działalności), które są rezultatem celowego zużycia zasobów przedsiębiorstwa.⁷² Dodatnia różnica nazywa się zyskiem, zaś różnica ujemna jest stratą. Wynik ten ustalany jest poprzez odpowiednie zestawienie przychodów i kosztów nazywane rachunkiem zysków i strat.

W rachunku tym występują następujące kategorie wyniku finansowego: wynik finansowy brutto na sprzedaży, wynik finansowy na sprzedaży, wynik z działalności operacyjnej, wynik z działalności gospodarczej, wynik brutto i wynik netto. Wynik brutto ze sprzedaży jest nadwyżką przychodów ze sprzedaży produktów i usług na kosztami wytworzenia sprzedanych produktów i usług. Może być wykorzystany do oceny opłacalności rodzajów prowadzonej działalności lub oceny efektywności grup produktów lub usług. Z wyniku tego, którego wielkość zależy od rozmiarów sprzedaży i opłacalności poszczególnych rodzajów lub grup produktów trzeba pokryć w pierwszej kolejności koszty ogólnego zarządu i koszty sprzedaży. Rozliczenie kosztów ogólnego zarządu na poszczególne produkty lub rodzaje działalności jest dość trudne i zazwyczaj odbywa się na podstawie umownych kluczy podziałowych. W takiej sytuacji koszt całkowity produktu bądź usługi zależy od klucza podziałowego kosztów ogólnych. Tymczasem, jak słusznie podkreśla I. Sobańska „między kosztami kierownictwa i administracji przedsiębiorstwa oraz kosztami gotowości a realizowanymi rozmiarami produkcji nie istnieje żaden związek przyczynowo-skutkowy”.⁷³ Dlatego wynik brutto na sprzedaży pozwala na bardziej wiarygodną ocenę opłacalności. Nie jest zniekształcony przez umowność podziału kosztów nie związanych jednoznacznie z procesem wytwarzania.

Wynik ze sprzedaży jest nadwyżką przychodów nad kosztami własnymi sprzedanych produktów, usług i towarów. Koszty te obejmują koszty wytworzenia produktów i usług, koszt zakupu sprzedanych towarów oraz koszty ogólnego zarządu i koszty sprzedaży. Wynik ten jest nadwyżką realizowaną na sprzedaży. Jest ona podstawowym źródłem zasilania finansowego przedsiębiorstw. Od jej wysokości zależy zdolność przedsiębiorstwa do obsługi zadłużenia, wypłaty dywidend oraz powiększania kapitałów własnych. Jest to zatem najważniejsza kategoria wyniku finansowego. Bezpośrednim zagrożeniem dla funkcjonowania przedsiębiorstw w dłuższym okresie jest strata na sprzedaży. Oznacza ona brak zdolności podmiotu gospodarczego do pokrywania kosztów działalności podstawowej. Wtedy trzeba wskazać przyczyny zaistniałej sytuacji i wskazać konieczne przedsięwzię-

⁷² Por: K.G. Świdarska (red), *Controlling kosztów i rachunkowość zarządcza*, Warszawa 2010, s. 30.

⁷³ I. Sobańska (red), *Rachunek kosztów. Podejście operacyjne i strategiczne*, Warszawa 2009, s. 128.

cia, dzięki którym można zlikwidować powstałe zagrożenie. Strata ze sprzedaży może powstać na skutek zbyt niskiej sprzedaży lub nadmiernych kosztów. Jeżeli na poziomie wyniku brutto ze sprzedaży prowadzona działalność gospodarca jest opłacalna, to przyczyną niepowodzeń mogą być zbyt wysokie koszty ogólnego zarządu lub sprzedaży. Koszty te (w szczególności koszty ogólnego zarządu) należałoby traktować jako pewną formę konsumpcji wyniku brutto. Dlatego należałoby w pierwszej kolejności poddać je szczegółowej analizie i określić możliwości ich racjonalizacji. Przyczyną straty na sprzedaży mogą być również niewspółmiernie wysokie koszty sprzedaży. Je również należy poddać ocenie, szczególnie pod kątem powiązania ich ze sprzedażą konkretnych produktów, towarów czy usług. Niska efektywność tych kosztów może wynikać m.in. ze źle ukierunkowanej reklamy i promocji, ze źle zorganizowanej sieci sprzedaży itp.

Kolejną kategorią jest wynik z działalności operacyjnej, który jest wynikiem ze sprzedaży skorygowanym o pozostałe przychody i pozostałe koszty operacyjne. Pozycje te związane są z działalnością o charakterze uzupełniającym (np. sprzedażą zbędnych aktywów) oraz działaniami związanymi z zarządzaniem ryzykiem gospodarczym (np. rezerwy na nieściągalne należności itp.). Pojawiają się w rachunku zysków i strat tylko w niektórych okresach. Nie są realizowane systematyczne. Mają niepowtarzalny charakter. Pozycje tych przychodów i kosztów określone są przez obowiązujące standardy rachunkowości. Składają się na nie takie pozycje jak: wynik ze zbycia składników rzeczowego majątku trwałego i wartości niematerialnych i prawnych, odpisy aktualizujące wartość aktywów, utworzone i rozwiązane rezerwy (z wyjątkiem rezerw dotyczących operacji finansowych), odszkodowania, kary i grzywny oraz nieodpłatnie przekazane lub otrzymane aktywa.⁷⁴ W związku z powyższym wynik z działalności operacyjnej ma mniejsze znaczenie w procesie diagnozowania sytuacji finansowej przedsiębiorstwa niż wcześniej scharakteryzowana kategoria wyniku finansowego. Jak podkreśla B. Graham „analityk powinien potrafić odróżnić efekty jednorazowych zdarzeń od wyników typowych działań operacyjnych”.⁷⁵ Tylko zysk z działalności podstawowej jest źródłem długookresowych korzyści dostawcy kapitałów.

Należy zaznaczyć, że ewentualna strata (podobnie jak zysk) na pozostałej działalności operacyjnej nie ma takiego samego znaczenia jak wynik na sprzedaży. Np. księgową stratą na sprzedaży zbędnych środków trwałych nie musi być źle oceniany w świetle kryteriów ekonomicznych. Ze sprzedażą tą mogą być związane korzyści, które ujawnione zostaną dopiero w przyszłych okresach. Sprzedaż zbędnych środków trwałych oznacza zamianę martwego aktywów na gotówkę, która można wykorzystać do spłaty kredytu, pożyczki lub innego zobowiązania. Dzięki temu w przyszłym okresie zmniejszone zostaną koszty korzystania z kapitałów obcych. Można również gotówkę zainwestować bądź w rozwój produkcji lub

⁷⁴ Por. B. Micherda (red), *Podstawy rachunkowości. Aspekty teoretyczne i praktyczne*, Warszawa 2005, s. 206–207

⁷⁵ B. Graham, *Trzy metody inwestowania w wartość*, w: G. Arnold, *Inwestowanie w wartość*, Warszawa 2010, s. 111.

w papiery wartościowe i uzyskać z tego tytułu dodatkowe korzyści. Ponadto strata na pozostałej działalności operacyjnej pomniejsza podstawę opodatkowania i tym samym powstaje dodatkowo efekt tarczy podstawowej, którego wysokość jest równa iloczynowi straty i stopy podatkowej. Po zsumowaniu wymienionych wyżej efektów może się okazać, że są one znacząco wyższe od straty na sprzedaży rzeczowego aktywu.

Wynik na działalności gospodarczej jest rezultatem połączenia wyniku z działalności operacyjnej i działalności finansowej. Działalność finansowa związana jest z pozyskiwaniem źródeł finansowania przedsiębiorstw, gospodarką środkami pieniężnymi i obrotem inwestycjami.⁷⁶ Przychodami finansowymi są: dywidendy i udziały w zyskach, odsetki od lokat bankowych, pożyczek, należności oraz z tytułu umów leasingu, zysk ze zbycia i aktualizacji wartości inwestycji, nadwyżka dodatnich różnic kursowych nad ujemnymi. Do kosztów finansowych zalicza się: odsetki od zaciągniętych kredytów i pożyczek oraz zobowiązań handlowych, strata na sprzedaży i aktualizacji wartości inwestycji oraz nadwyżka ujemnych różnic kursowych nad różnicami dodatnimi.⁷⁷ Zysk lub strata na działalności gospodarczej mogą pojawić się niezależnie od zysku lub straty na działalności operacyjnej. Przychody i koszty finansowe powinny być poddane oddzielnej, szczegółowej analizie. Ich wpływ na sytuację finansową może być duży i bardziej systematyczny niż pozostałej działalności operacyjnej. Dotyczy to w szczególności wydatków związanych z obsługą kapitałów obcych. Zaciągnięte kredyty i pożyczki mogą przez długi okres wpływać na sytuację finansową przedsiębiorstw. Wiążą się one bowiem z koniecznością dokonywania regularnych płatności odsetek. Pozostałe pozycje przychodów i kosztów finansowych mogą występować mniej regularnie (np. dywidendy i udziały w zyskach spółek zależnych, które zależą od zysku netto przez nie osiąganego).

W przedsiębiorstwach zdarzają się również sytuacje losowe (np. pożary, powódzie, kradzieże itp.), których rezultatem są straty lub zyski nadzwyczajne. Podmioty nie mają na nie wpływu. Przed niepożądanymi skutkami tych zdarzeń powinny się jednak ubezpieczać. Wydatki związane z tymi ubezpieczeniami są uzasadnione ekonomicznie i znajdują odzwierciedlenie w kosztach ogólnego zarządu. Wynik zdarzeń nadzwyczajnych (różnica między zyskami i stratami nadzwyczajnymi) koryguje wynik na działalności gospodarczej tworząc wynik brutto, który (jeżeli jest zyskiem) stanowi jeden z elementów dochodu stanowiącego podstawę opodatkowania podatkiem dochodowym. Istotnym elementem tego dochodu są wydatki nie stanowiące kosztów uzyskania przychodów, które są kosztami księgowymi nie uznawanymi przez prawo podatkowe. Dochód do opodatkowania stanowi zatem sumę zysku brutto i wydatków nie stanowiących kosztów uzyskania przychodów pomniejszoną o przychody nie uwzględniane dla celów podatkowych. Taka konstrukcja dochodu do opodatkowania powoduje, że

⁷⁶ Por: E. Nowak, *Rachunek wyników*, Warszawa 2004, s. 19.

⁷⁷ Por: J. Szafraniec, *Ustalanie wyniku finansowego*, w: T. Cebrowska, *Rachunkowość finansowa i podatkowa*, s. 437–239.

przedsiębiorstwo może zapłacić podatek dochodowy w sytuacji, gdy wykaże stratę księgową, jak również może zapłacić niższą kwotę podatku niż wynikałoby to z iloczynu zysku brutto i obowiązkowej stopy podatku dochodowego. Oprócz podatku dochodowego w niektórych przedsiębiorstwach (przedsiębiorstwach państwowych i jednoosobowych spółkach skarbu państwa – JSSP) występuje obowiązkowa wpłata części zysku netto do budżetu.⁷⁸ Wpłata ta w rachunku zysków i strat wykazywana jest w pozycji inne obciążenia wyniku. Zysk brutto pomniejszony o podatek dochodowy i ewentualnie inne obciążenia wyniku stanowi zysk netto. W przypadku gdy występuje strata brutto, strata netto może być od niej wyższa o ewentualny podatek dochodowy zapłacony od wydatków nie stanowiących kosztów uzyskania przychodów.

3.2. Rentowność sprzedaży

Do oceny rentowności sprzedaży wykorzystuje się trzy grupy wskaźników: wskaźniki rentowności obrotu, wskaźniki rentowności netto (kosztów) oraz wskaźniki poziomu kosztów. Rentowność sprzedaży może być oceniana przy wykorzystaniu równych kategorii wyniku finansowego. Istotne jest jednak, by były one odnoszone do właściwej grupy przychodów lub kosztów. Konstrukcję i interpretację tych wskaźników podano w tabeli 3.1.

Tabela 3.1. Wskaźniki rentowności sprzedaży

Lp.	Nazwa wskaźnika	Konstrukcja wskaźnika	Uwagi
1.	Rentowność działalności podstawowej	Wynik brutto na sprzedaży lub wynik na sprzedaży/Przychody ze sprzedaży netto produktów, usług, towarów	Wskaźnik informuje o udziale wyniku brutto lub wyniku ze sprzedaży w przychodach ze sprzedaży netto. Wzrost tego udziału oznacza poprawę rentowności sprzedaży.
2.	Rentowność działalności operacyjnej	Wynik z działalności operacyjnej/Przychody ze sprzedaży netto produktów, usług towarów + pozostałe przychody operacyjne	Wskaźnik informuje o opłacalności działalności operacyjnej. Na jego poziom stopniu wpływa wynik na pozostałej działalności operacyjnej.
3.	Rentowność działalności ogółem (całkowitej)	Wynik z działalności gospodarczej lub wynik brutto lub wynik netto/Przychody ze sprzedaży netto produktów, usług towarów + pozostałe przychody operacyjne + przychody finansowe	W przedsiębiorstwach zadłużonych oraz inwestujących w papiery wartościowe duży wpływ na jego poziom wywierać może wynik na działalności finansowej.

⁷⁸ Por: M. Poszwa, *Obowiązkowe obciążenia wyniku finansowego*, w: E. Nowak, *Rachunek wyników ... op. cit.*, s. 256.

4.	Rentowność kosztów wytworzenia	Wynik brutto na sprzedaży/Koszty wytworzenia sprzedanych produktów i usług oraz koszty zakupu sprzedanych towarów	Wskaźniki te informują o tym ile groszy określonej kategorii wyniku finansowego uzyskano z jednej złotówki określonej kategorii kosztów. Opłacalność prowadzonej działalności gospodarczej jest tym wyższa im wyższa jest wartość każdego ze wskaźników.
5.	Rentowność kosztów własnych	Wynik na sprzedaży/Koszty własne sprzedanych produktów i usług + koszty zakupu sprzedanych towarów	
6.	Rentowność kosztów operacyjnych	Wynik z działalności operacyjnej/ Koszty własne sprzedanych produktów i usług + koszty zakupu sprzedanych towarów + pozostałe koszty operacyjne	
7.	Rentowność kosztów ogółem	Wynik na działalności gospodarczej lub wynik brutto lub wynik netto/ Koszty własne sprzedanych produktów i usług + koszty zakupu sprzedanych towarów + pozostałe koszty operacyjne + koszty finansowe	
8.	Wskaźnik poziomu kosztów wytworzenia lub kosztów własnych	Koszty wytworzenia sprzedanych produktów i usług oraz koszty zakupu sprzedanych towarów lub koszty własne sprzedanych produktów i usług/ Przychody netto ze sprzedaży	Wskaźniki poziomu kosztów informują o udziale określonej kategorii kosztów w odpowiedniej kategorii przychodów. Opłacalność działalności gospodarczej rośnie w miarę spadku wartości wskaźnika. Wartość wskaźnika wyższa od 1 informuje o ujemnej rentowności (deficytowości). Osiągane przychody nie wystarczają na pokrycie generowanych kosztów.
9.	Wskaźnik poziomu kosztów własnych	Koszty własne sprzedanych produktów i usług + koszty zakupu sprzedanych towarów + pozostałe koszty operacyjne/ Przychody ze sprzedaży netto produktów, usług towarów + pozostałe przychody operacyjne	
10.	Wskaźnik poziomu kosztów ogółem	Koszty własne sprzedanych produktów i usług + koszty zakupu sprzedanych towarów + pozostałe koszty operacyjne + koszty finansowe/ Przychody ze sprzedaży netto produktów, usług towarów + pozostałe przychody operacyjne + przychody finansowe	

Źródło: Opracowanie własne

Między wskaźnikami rentowności przychodów a wskaźnikami poziomu kosztów istnieje ścisła współzależność, którą wyrażają poniższe formuły:

$$ROS + WPK = 1 (100\%) ; 1 - ROS = WPK; 1 - WPK = ROS$$

gdzie:

ROS – wskaźnik rentowności sprzedaży,

WPK – wskaźnik poziomu kosztów.

Do oceny wystarczy jeden z podanych w tabeli wskaźników. Jednakże jego wybór zależy od tego jaki obszar prowadzonej działalności chcemy ocenić. Najważniejszym obszarem działalności każdego przedsiębiorstwa funkcjonującego w sferze pozafinansowej jest wytwarzanie produktów, usług lub handel. Dlatego przedmiotem analizy w pierwszej kolejności powinna być opłacalność działalności podstawowej. Od poziomu rentowności tej działalności zależy w dużej mierze tempo pomnażania wartości kapitałów własnych. Pozostałe wskaźniki rozszerzają wiedzę o źródłach efektywności przedsiębiorstwa. Poprzez ich porównanie można pozyskać informacje o wpływie pozostałych działalności na końcowy wynik finansowy. Między poszczególnymi kategoriami wyniku finansowego i rentowności sprzedaży zachodzą określone relacje, które wyrazić można przy pomocy następującej formuły:

$$ROS_{DP} = \frac{Z_n}{Z_B} \cdot \frac{Z_B}{Z_G} \cdot \frac{Z_G}{Z_o} \cdot \frac{Z_o}{Z_s} \cdot \frac{Z_s}{Z_{Bs}} \cdot \frac{Z_{Bs}}{P_{sn}}$$

gdzie:

Z_n – zysk netto,

Z_B – zysk brutto,

Z_G – zysk z działalności gospodarczej,

Z_o – zysk z działalności operacyjnej,

Z_s – zysk ze sprzedaży,

Z_{Bs} – zysk brutto ze sprzedaży,

P_{sn} – przychody ze sprzedaży netto.

Wykorzystanie powyższej formuły pozwala na lepsze poznanie przyczyn wpływających na wynik finansowy netto w danym okresie. To z kolei ułatwia racjonalne zarządzanie tym wynikiem, a w konsekwencji na skuteczniejsze kontrolowanie wartości przedsiębiorstwa.

Rentowność sprzedaży jest jednym z bezpośrednich czynników wpływających na stopę zwrotu z kapitałów własnych, dlatego jej poziom powinien być odpowiednio kształtowany przez bieżące decyzje produkcyjne i handlowe. Przedsiębiorstwa mogą pomnażać wynik finansowy w różny sposób. W pierwszej kolejności uwaga powinna być zwrócona na rentowność sprzedaży mierzoną zarówno wynikiem brutto ze sprzedaży jak i wynikiem ze sprzedaży. Różnice między tymi dwoma wskaźnikami pozwalają określić w jakim stopniu koszty ogólnego zarządu oraz koszty sprzedaży wpływają na zmianę opłacalności działalności podstawowej. Koszty te konsumują nadwyżkę finansową nad kosztami wytworzenia lub kosztami zakupu sprzedanych towarów. W określonych sytuacjach mogą przyczyniać się do straty na sprzedaży. Koszty te mogą być niewspółmiernie wysokie w stosunku do realizowanych rozmiarów sprzedaży. Ta niewspółmierność może wynikać ze zbyt małych rozmiarów sprzedaży (w szczególności w przedsiębiorstwach, które z natury charakteryzują się wysokimi kosztami stałymi – np. kopalnie), zbyt niskich cen lub zbyt małej ilości sprzedaży, które nie pozwalają na pokrycie koniecznych kosztów ogólnych i kosztów sprzedaży (dotyczy to

przede wszystkim przedsiębiorstw o niskich kosztach stałych) lub braku kontroli nad tymi kosztami. Ostatnia sytuacja może być rezultatem złej organizacji zarządzania, nieefektywnych wydatków na reklamę, niskiej sprawności służb sprzedaży itp. Dokładne rozpoznanie przyczyn niskiej rentowności sprzedaży pozwala na podjęcie właściwych przedsięwzięć, które umożliwiających poprawę efektywności funkcjonowania przedsiębiorstwa. W przedsiębiorstwach o wysokich kosztach stałych uwaga powinna być skoncentrowana na kontroli rozmiarów sprzedaży, przy relatywnie niskich cenach. Tam bowiem każdemu przyrostowi sprzedaży towarzyszy więcej niż proporcjonalny przyrost zysku. Natomiast w firmach, gdzie koszty stałe są niskie zwiększanie rozmiarów sprzedaży poprzez obniżanie cen może być nieopłacalne. Tam bowiem trudno jest odzyskać utracony zysk na skutek spadku ceny poprzez odpowiedni spadek kosztów stałych na jednostkę sprzedaży.

Kolejnym obszarem działalności, który powinien być poddany szczegółowej analizie jest działalność finansowa. Zysk wygoszodarowany na sprzedaży może być skonsumowany przez wysokie koszty finansowe. Taka sytuacja zazwyczaj zachodzi w przedsiębiorstwach o wysokim zadłużeniu, zwłaszcza wtedy, gdy intensywność wykorzystania kapitałów obcych jest niska. Przejawiać się to może w niskim wykorzystaniu potencjału gospodarczego, którego budowa została sfinansowana kredytami inwestycyjnymi, niskiej rotacji majątku obrotowego finansowanego krótkoterminowymi kredytami, pożyczkami lub przeterminowanymi zobowiązaniami wobec dostawców itp. Działalność finansowa może przyczyniać się do wzrostu efektywności funkcjonowania przedsiębiorstw, jeżeli rozmiary realizowanej sprzedaży będą pozwalały na wysoką rotację kapitałów a wszelkie nadwyżki finansowe będą lokowane w inwestycjach o odpowiednim poziomie rentowności.

Z uwagi na niesystematyczność i niekiedy „umowność” pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych oraz losowość zysków i strat nadzwyczajnych mają one mniejsze znaczenie dla długookresowej efektywności przedsiębiorstw. Nie mają one zasadniczego wpływu na wybór strategii rozwojowych. Te dotyczą bowiem działalności podstawowej. Natomiast mogą mieć wpływ, niekiedy nawet duży, na krótkookresowy (roczny) wynik brutto i netto. Dlatego analizując rentowność sprzedaży szczególną uwagę należy koncentrować na opłacalności działalności podstawowej.

3.3. Rentowność zasobów i kapitałów

Do prowadzenia działalności przedsiębiorstwa wykorzystują różne zasoby. Stopień ich wykorzystania znajduje odzwierciedlenie w wyniku finansowym. Do oceny ich rentowności wykorzystać można każdą kategorię wyniku finansowego. Trudno byłoby jednoznacznie powiązać określony zasób z konkretną kategorią wyniku finansowego. Syntetyczną miarą tej rentowności jest wynik brutto i wynik netto. Wskaźniki oceny rentowności zasobów i kapitałów podano w tabeli 3.2.

Tabela 3.2. Wskaźniki rentowności zasobów i kapitałów

Lp.	Nazwa wskaźnika	Konstrukcja wskaźnika	Uwagi
1.	Wskaźniki rentowności składników majątkowych	Zysk brutto lub zysk netto/ Wartość majątku trwałego lub majątku obrotowego lub innego wybranego składnika aktywów	Wskaźniki informują o tym ile zł zysku brutto lub netto uzyskano z jednej złotówki danego składnika mająt- kowego zaangażowanego w działalność gospodarczą.
2.	Wskaźniki rentowności pracy	Zysk brutto lub netto/Liczba zatrudnionych lub wypła- cone wynagrodzenia brutto lub liczba przepracowanych godzin	Podobnie jak w przypadku wskaźników rentowności składników majątkowych wyższy zysk przypadający na jednego zatrudnionego, jedną złotówkę wyna- grodeń brutto lub jedną godzinę pracy świadczy o wyższej rentowności pracy.
3.	Wskaźnik rentowności kapitałów aktywów	$ROA = \frac{Z_n + O \cdot (1 - T)}{A_s}$ gdzie: ROA – stopa zwrotu z kapitałów ogółem, Z _n – zysk netto, O – odsetki od ka- pitałów obcych, T – stopa podat- ku dochodowego, A _s – średnioroczna wartość aktywów.	Wskaźnik informuje o tym ile zł (gr.) zysku netto uzyskano w danym roku z jednej złotówki kapitałów ogółem zaangażowanych w aktywach.
4.	Wskaźnik rentowności zainwestowanego kapitału	$ROIC = \frac{Z_s \cdot (1 - T)}{C_{is}}$ gdzie: ROIC – stopa zwrotu z zain- westowanego kapitału. C _{is} – średnioroczny stan zainwestowanego kapitału stanowiącego sumę kapitałów własnych i oprocentowanych kapitałów obcych	Zainwestowany kapitał nie obejmuje zobowiązań nie- oprocentowanych (z tytułu dostaw, wobec pracowni- ków, ZUS, budżetu itp.). Wskaźnik informuje o zy- skowości kapitału wyko- rzyskiwanego odpłatnie.

5.	Wskaźnik rentowności (stopa zwrotu) kapitałów własnych (ROE)	Zysk netto/średnioroczna wartość kapitałów własnych	Wskaźnik informuje o zysku netto uzyskanego z jednej złotówki kapitałów własnych
6.	Efekt dźwigni finansowej	$ROE - ROIC$	Wskaźnik informuje o zmianie rentowności kapitałów własnych na skutek zadłużenia. Efekt dodatni świadczy o korzystnym zadłużeniu (zadłużenie przyczynia się do wzrostu rentowności kapitałów własnych), zaś efekt ujemny jest rezultatem niekorzystnego zadłużenia (koszty zadłużenia są wyższe od korzyści osiągniętych przez firmę z tego tytułu).

Źródło: Opracowanie własne

Rentowność kapitałów własnych jest najbardziej syntetyczną miarą efektywności funkcjonowania przedsiębiorstw w okresie rocznym. Wysoka jego wartość jest skutkiem racjonalnego wykorzystywania posiadanych zasobów i towarzyszy dobrej kondycji finansowej przedsiębiorstwa. Przy ocenie stopy zwrotu porównuje się jej poziom z wartością oczekiwaną przez właścicieli, która zależy od korzyści związanych z alternatywnym zastosowaniem kapitału. Przez alternatywne zastosowanie kapitału rozumie się inną formę jego wykorzystania przy porównywalnym ryzyku. Nie każdy więc poziom ROE można uznać za zadowalający. Oczekiwania względem stopy zwrotu z kapitałów własnych można wyrazić następująco:

$$ROE \geq a$$

gdzie:

a – stopa korzyści z alternatywnego zastosowania kapitału,

Pozostałe oznaczenia bez zmian.

W przypadku niższej stopy zwrotu przeprowadza się dalszą jej ocenę. Stopień niespełnienia oczekiwań właścicieli może być bardzo zróżnicowany. Przy złej sytuacji rynkowej i złym zarządzaniu przedsiębiorstwem może to być poziom niższy od inflacji lub stopa ujemna. Dlatego przy niskiej, dodatniej stopie zwrotu należy ją porównać ze stopą inflacji. Stopa rentowności z kapitałów własnych na poziomie inflacji oznacza, że wygenerowany zysk netto zaledwie wystarczył na pokrycie jej skutków. Realne korzyści właścicieli wyniosły zero. Niska lub ujemna rentowność kapitałów własnych może być spowodowana przyczynami makroekonomicznymi (np. kryzysem ogólnogospodarczym lub kryzysem w branży). Dlatego w dalszej kolejności należy przyrównać rze-

czywistą stopę zwrotu w diagnozowanym przedsiębiorstwie ze średnią stopą w branży. Mimo niskiej rentowności sytuacja finansowa firmy może być lepsza niż u konkurentów. Taka sytuacja stwarza lepsze szanse na pokonanie kryzysu niż w przypadku podmiotów gospodarczych o rentowności niższej od poziomu średniego w branży. Lepsze szanse nie są równoznaczne z ich wykorzystaniem. Duże znaczenia mają wtedy umiejętności kadry, zwłaszcza te, które są pożądane w pokonywaniu sytuacji kryzysowych.

Poprawne zdiagnozowanie sytuacji finansowej przedsiębiorstwa wymaga nie tylko analizy porównawczej, lecz poznania wpływu bezpośrednich czynników, które wpływają na rentowność kapitałów własnych. Czynniki te dzieli się na dwie grupy: niezależne od przedsiębiorstwa i zależne od zarządu. Zależność między nimi a stopą zwrotu ROE wyrazić można przy pomocy następującej formuły:

$$ROE = \frac{Z_n}{Z_B} \cdot \frac{Z_B}{Z_s} \cdot \frac{Z_s}{P_{sn}} \cdot \frac{P_{sn}}{C_{Is}} \cdot \frac{IC_{Is}}{C_{ws}}$$

gdzie:

C_{ws} – średnioroczna wartość kapitałów własnych,

C_{Is} – średnioroczny stan zainwestowanego kapitału,

Pozostałe oznaczenia takie jak w poprzednich wzorach.

Dwa pierwsze z tych czynników to czynniki niezależne. Są nimi stopa podatku dochodowego oraz stopy procentowe od kapitałów obcych (kredytów pożyczek, wyemitowanych obligacji korporacyjnych). Wysokość stopy podatkowej znajduje odzwierciedlenie w różnicy między kwotą zysku netto i zysku brutto. Wyższa stopa podatku dochodowego powoduje spadek kwoty zysku netto i tym samym obniża stopę korzyści dla właścicieli przedsiębiorstw. Odsetki od kapitałów obcych są kosztami finansowymi i obniżają zysk przedsiębiorstw wygoszodarowany na działalności podstawowej. Przy założeniu, że wynik na pozostałej działalności operacyjnej jest równy zero, brak jest przychodów finansowych, a koszty finansowe są równe kosztom odsetek od kapitałów obcych koszty oprocentowanych zobowiązań (zainwestowanych kapitałów obcych) znajdują wyraz w relacji zysku brutto do zysku ze sprzedaży. Wzrost stóp procentowych obniża rentowność kapitałów własnych i efekt dźwigni finansowej. Teoretycznie cena kapitałów obcych (stopy procentowe) powinny być przedmiotem negocjacji z ich dostawcami. W rzeczywistości zarządy przedsiębiorstw mają na nie niewielki wpływ. Tylko duże, silne finansowo podmioty gospodarcze mogą negocjować wysokość tych stóp w ograniczonym zakresie. Wspomagając się kapitałami obcymi przedsiębiorstwa każdą decyzję o ich zaangażowaniu powinny opierać na rachunku ekonomicznym, na podstawie którego można określić szansę na uzyskanie dodatniego efektu dźwigni finansowej. W tym celu określa się punkt obojętności (PO) wykorzystując wzór:

$$PO = C_I \cdot r = O \cdot \frac{C_I}{C_{IO}}$$

gdzie:

C_I – zainwestowany kapitał ogółem,

C_{IO} – zainwestowany kapitał obcy,

O – kwota należnych odsetek od zainwestowanych kapitałów obcych,

r – stopa oprocentowania zainwestowanych kapitałów obcych.

Punkt obojętności określa wysokość zysku ze sprzedaży przy której struktura kapitałów (udział obcych kapitałów w kapitałach zainwestowanych) nie ma wpływu na stopę zwrotu z kapitałów własnych. Przy zysku równym punktowi obojętności efekt dźwigni finansowej jest równy zero. Wzrost zadłużenia korzystnie wpłynie na rentowność kapitałów własnych, efekt dźwigni finansowej będzie dodatni. Ceną za jej wzrost będzie wzrost ryzyka finansowego. Przy zysku planowanym niższym od punktu obojętności zadłużenie będzie niekorzystne. Jego wzrost spowoduje spadek stopy zwrotu z kapitałów własnych.

Druga grupa bezpośrednich czynników rentowności kapitałów własnych związana jest z wewnętrzną sytuacją przedsiębiorstwa. Zarządy przedsiębiorstw mają na nie wpływ, wykorzystując je w zakresie wynikającym z przyjętej strategii finansowej. Czynnikiemami tymi są rentowność sprzedaży, szybkość krążenia zainwestowanego kapitału, poziom zadłużenia. Ich wpływ na stopę zwrotu z kapitałów własnych wyraża poniższa formuła:

$$ROE = \frac{Z_n}{P_{sn}} \cdot \frac{P_{sn}}{C_{Is}} \cdot \frac{IC_{Is}}{C_{ws}} = ROS \cdot OC \cdot SC$$

gdzie:

ROS – wskaźnik rentowności sprzedaży,

OC – wskaźnik rotacji (obrotowości) zainwestowanego kapitału,

SC – wskaźnik struktury zainwestowanego kapitału (mnożnik kapitałowy),

Pozostałe oznaczenia bez zmian.

W zależności od rodzaju prowadzonej działalności gospodarczej, sytuacji rynkowej oraz skłonności do ryzyka rola poszczególnych czynników będzie zróżnicowana. Analiza wpływu zmiany poszczególnych czynników na zmianę stopy zwrotu pozwala ocenić realizowaną strategię finansową i kierunek jej zmiany. Zmiana rentowności sprzedaży (zarówno jej wzrost jak i spadek) może być rezultatem zmiany strategii rynkowej (np. obniża się ceny w celu zwiększenia sprzedaży, który przyczyni się do więcej niż proporcjonalnego przyrostu masy zysku). Zmiana tej rentowności może być również skutkiem zmiany kosztów funkcjonowania przedsiębiorstwa. Natomiast zawsze pożądanym jest wzrost obrotowości kapitałów. Jej spadek świadczy o pogorszeniu wykorzystaniu posiadanych zasobów. Może przejawiać się to w rosnących zapasach, należnościach lub spadku stopnia wykorzystania zdolności produkcyjnych. Natomiast rosnąca wartość mnożnika kapitałowego jest rezultatem rosnącego zadłużenia i związanego z nim ryzyka finansowego. Sytuacja ta może być korzystna i akceptowalna dopóki nie jest złamana złota reguła finansowa.

3.4. Podsumowanie

Rentowność jest jednym z podstawowych wskaźników efektywności pracy przedsiębiorstw. Jej miarą jest wynik finansowy. Każda z kategorii tego wyniku pozwala na ocenę różnych aspektów prowadzonej działalności gospodarczej. Oceniając efektywność przez pryzmat rentowności szczególną uwagę zwraca się na opłacalność sprze-

daży oraz zaangażowanych zasobów majątkowych i kapitałowych. Rentowność tych ostatnich jest szczególnym przedmiotem zainteresowania właścicieli. Od jej poziomu zależą ich korzyści (np. możliwość wypłaty dywidend).

Ma ona również znaczenie dla oceny pracy zarządów przedsiębiorstw, które rozliczane są przez pryzmat korzyści właścicielskich. Dlatego w tym przypadku istotne znaczenie ma poznanie bezpośrednich przyczyn rentowności kapitałów własnych, które mogą być zidentyfikowane dzięki metodom analizy rozliczeniowej. Dzięki takiej informacji zarządy mogą odpowiednio sterować czynnikami kształtującymi tę rentowność, wykorzystując je w mniejszym lub w większym zakresie w zależności od wewnętrznych i zewnętrznych warunków funkcjonowania firmy.

4. Diagnozowanie płynności finansowej

4.1. Płynność finansowa i czynniki ją kształtujące

Rentowność jest warunkiem niewystarczającym dla funkcjonowania i rozwoju przedsiębiorstwa. Konieczne jest zachowanie bieżącej wypłacalności, która jest możliwa przy utrzymywaniu płynności finansowej na określonym poziomie. Przez płynność finansową rozumie się zdolność przedsiębiorstw do terminowego wywiązywania się z podejmowanych zobowiązań. Płynność finansowa jest pojęciem szerszym niż wypłacalność. Wiąże się ona z kształtowaniem odpowiedniego zasobu i struktury majątku obrotowego oraz zobowiązań bieżących. Wypłacalność oznacza natomiast dostępność odpowiednich zasobów gotówki niezbędnych do regulacji obligacyjnych płatności. Źródłem gotówki są aktywa, przede wszystkim obrotowe, zamieniane we właściwym czasie na środki pieniężne. Dla zachowania płynności nie jest konieczne utrzymywanie środków pieniężnych na poziomie równym zobowiązaniom. Wystarczy by istniała możliwość zamiany aktywów na środki pieniężne w wymagalnych terminach płatności. Środki pieniężne są składnikiem aktywów, którymi należy również efektywnie zarządzać. Oznacza to z jednej strony utrzymywanie ich na poziomie koniecznym dla zachowania wypłacalności, z drugiej zaś na takim ich lokowaniu (inwestowaniu), które „...ograniczałoby koszty alternatywne utrzymywania środków pieniężnych, przy zachowaniu akceptowalnego poziomu ryzyka”.⁷⁹

Utrata płynności finansowej jest jedną z najważniejszych przyczyn upadłości podmiotów gospodarczych. D. Davies zauważa, „że większość przedsiębiorstw może się wykazywać zyskowością w momencie bankructwa”.⁸⁰ Upadłość jest skutkiem braku pieniędzy a nie zysku. Zysk rodzi zobowiązanie z tytułu podatku dochodowego i może stać się przyczyną upadłości, jeżeli firma nie będzie miała odpowiednich środków pieniężnych na terminowe jego uregulowanie. Okresowa strata nie musi być zagrożeniem dla funkcjonowania przedsiębiorstwa, jeżeli posiada ono wystarczające dopływy gotówki niezbędnej do bieżącego regulowania zobowiązań. Wypłacalność może być zachowana, szczególnie wówczas gdy strata nie przewyższa kwoty amortyzacji oraz nie ma tzw. zatorów płatniczych (należności są regulowane w umówionych terminach).

Sygnałem o utracie płynności finansowej jest niewypłacalność, która może mieć charakter przejściowy (niewypłacalność techniczna) lub chroniczny prowadzący zazwyczaj do upadłości.⁸¹ Konieczność zachowania wypłacalności nie wynika tylko z chęci kontynuowania działalności gospodarczej. Zdolność do terminowego regulowania różnego rodzaju zobowiązań zwiększa wiarygodność przedsiębiorstw, umożliwia osiągnięcie wyższej efektywności i przyczynia się wzro-

⁷⁹ Por: T. Śpiewak, *Zarządzanie środkami pieniężnymi w przedsiębiorstwie. Teoria i praktyka*, Rzeszów 2008, s. 9.

⁸⁰ D. Davies, *Sztuka zarządzania finansami*, Warszawa-Londyn 1993, s. 9.

⁸¹ Por: E. I. Altman, E. Hotchkiss, *Trudności finansowe a upadłość firm*, Warszawa 2007, s. 19.

stu ich wartości. Jej utrzymanie wymaga nie tylko bieżącego monitorowania jej poziomu, lecz również podejmowania działań umożliwiających jej poprawę. Chodzi w szczególności o:⁸²

- a) racjonalizację gospodarki majątkiem obrotowym i optymalizację źródeł finansowania,
- b) wzrost produktywności aktywów i wydajności pracowników,
- c) skracanie cykli finansowania działalności handlowej i produkcji,
- d) szersze wykorzystanie różnego rodzaju powiązań z otoczeniem (kooperacji, outsourcingu, faktoringu itp.) umacniania kondycji finansowej przedsiębiorstwa.

Wygospodarowane przez przedsiębiorstwa zyski znajdują odzwierciedlenie w strumieniach pieniężnych. Jak podkreśla A. Paździor „przepływy pieniężne są końcowym efektem pracy przedsiębiorstwa i źródłem korzyści dla udziałowców/akcjonariuszy”,⁸³ np. dywidendy mogą być płacone tylko wtedy, kiedy przedsiębiorstwo dysponuje określoną gotówką. Wartość przedsiębiorstwa szacowana jest przede wszystkim w oparciu o jego zdolność do generowania nadwyżek strumieni pieniężnych. Nadwyżki te wyrażają „bezpośrednie korzyści finansowe, jakie w przyszłości będzie mógł otrzymać właściciel, bez szkody dla prowadzonej przez przedsiębiorstwo działalności”.⁸⁴ Ich źródłem są wpływy gotówkowe ze sprzedaży.⁸⁵ Inwestorzy, którzy zainwestowali swoje pieniądze są zainteresowani wyłącznie dochodami pieniężnymi.⁸⁶ Z przytoczonych opinii wynika, że kondycja ekonomiczna i finansowa przedsiębiorstw, znajdująca odzwierciedlenie w pomnażaniu ich wartości ma swoje źródło w niezakłóconym przepływie środków pieniężnych. Ma on miejsce wówczas, gdy wpływy i wydatki następują terminowo, nie powstają zatory płatnicze oraz gdy nie występuje nadmierne zaangażowanie środków pieniężnych w aktywach niefinansowych (wartościach niematerialnych i prawnych, rzeczowych aktywach trwałych lub zapasach).

Problem płynności finansowej to zatem nie tylko zjawisko związane z wypłacalnością, lecz również z racjonalną strukturą aktywów i ich wykorzystaniem. Równie niekorzystnym zjawiskiem jest utrata płynności jak również tzw. nadpłynność.⁸⁷ Ta ostatnia świadczyć może o złej gospodarce posiadanym majątkiem, o nadmiernym zamrażaniu kapitałów w aktywach. Wówczas następuje spowolnienie krążenia kapitału i spadek jego zdolności do przysparzania właścicielom oczekiwanych korzyści. Nadmierne lokowanie kapitału w aktywach niefinansowych jest równoznaczne z jego marnotrawieniem. W tej sytuacji zarządzanie płynnością finansową wymaga nie tylko analizy i kontroli terminowości wpływów i wydatków, lecz

⁸² Por: J. Komorowski, *Przepływy pieniężne w przedsiębiorstwie jako mechanizm kreowania wartości*, w: K. Kreczmańska-Gigol (red), *Aktywne zarządzanie płynnością finansową przedsiębiorstwa*, Warszawa 2010, ss. 39–40.

⁸³ A. Paździor, *Wycena wartości przedsiębiorstwa w warunkach destabilizacji rynków finansowych*, Warszawa 2013, s. 42.

⁸⁴ U. Malinowska, *Wycena przedsiębiorstwa w warunkach polskich*, Warszawa 2001, s. 64.

⁸⁵ Por: W. Skoczyła, *Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw*, Warszawa 2007, s. 157.

⁸⁶ Por: G. Hawawini, C. Viallet, *Finanse menedżerskie*, Warszawa 2007, s. 27.

⁸⁷ Por: J. Ostaszewski, *Finanse*, Warszawa 2013, s. 486.

również badania stanu zagospodarowania, w szczególności rzeczowych składników majątkowych. Aktywa te stanowią nie tylko lokatę środków pieniężnych, lecz również generują określone koszty. Wiele przedsiębiorstw ponosi stratę lub osiąga niską rentowność z uwagi na niedostosowanie zasobów majątkowych i ich struktury do rozmiarów możliwej sprzedaży. Dotyczy to w równej mierze aktywów niefinansowych jak i finansowych. Środki pieniężne, które nie są konieczne dla zapewnienia bieżącej płynności finansowej powinny być tak zagospodarowane, by mogły być odpowiednio pomnożone, np. w krótkoterminowych papierach wartościowych.

Zakłócenia w płynności finansowej przedsiębiorstw prowadzące, w skrajnych przypadkach, do ich niewypłacalności mogą wystąpić na skutek złego oszacowania zapotrzebowania na kapitał, niesprawności w przebiegu cyklu gospodarczego (operacyjnego), utraty kontroli nad procesem kredytowania odbiorców lub też niewspółmierności zadłużenia w stosunku do możliwości jego obsługi itp. Jedną przyczyną powoduje często reakcje łańcuchową. Rośnie wówczas dynamika zakłóceń, którym coraz trudniej jest przeciwdziałać. Dlatego ważne jest bieżące monitorowanie (diagnozowanie) sytuacji płatniczej i likwidowanie możliwie najwcześniej pojawiających się przyczyn niesprawności.

4.2. Mierzenie płynności finansowej

Do oceny płynności finansowej wykorzystuje się dwie grupy wskaźników: wskaźniki statyczne oparte na danych bilansowych oraz wskaźniki dynamiczne oparte na rachunku przepływów pieniężnych. Charakterystyczną cechą wskaźników statycznych jest określanie poziomu płynności finansowej w konkretnym momencie historycznym. Tymczasem płynność finansowa jest zjawiskiem bardzo dynamicznym. Może ulec zmianie nawet w krótkim okresie. Dlatego wskaźniki te powinny być przedmiotem częstej analizy. Wskaźniki te zaprezentowano w tabeli 4.1.

Aktywa obrotowe są bezpośrednim zabezpieczeniem zobowiązań krótkoterminowych. Poszczególne składniki tych aktywów różnią się jednak stopniem płynności, czyli możliwością szybkiej zamiany ich na środki pieniężne. Dlatego w diagnozowaniu płynności finansowej ważne jest by wszystkie trzy, a w szczególności dwa pierwsze wskaźniki były poddane obserwacji. Może się bowiem zdarzyć, że przy wysokiej wartości wskaźnika płynności bieżącej przedsiębiorstwo będzie miało kłopoty z terminowym regulowaniem swoich zobowiązań. Taka sytuacja wystąpi wówczas, kiedy znacząca część kapitałów zmiennych będzie ulokowana w nadmiernych zapasach (materiałów, produktów, towarów). Należą one do majątku obrotowego o najniższym stopniu płynności, szczególnie wtedy gdy są trudno zbywalne. Szybsze ich upłynnienie wymaga niejednokrotnie znacznego obniżenia ceny, co sprawia, że zamrożony w nich kapitał nie będzie w całości odzyskany. Ponadto, utrzymywanie jakichkolwiek zapasów wiąże się z dodatkowymi kosztami takimi jak: koszty magazynowania, koszty strat w procesie przechowywania (np. utrata przydatności do produkcyjnego lub konsumpcyjnego wykorzystania), koszty ubezpieczenia oraz koszty zamrożenia kapitału.

Uwzględniając powyższe okoliczności, w zarządzaniu tymi zapasami należałoby dążyć do minimalizacji ich poziomu. Ich zadaniem jest zabezpieczenie ciągłości procesów gospodarczych, dlatego powinny one pozostawać w odpowiedniej proporcji do rozmiarów produkcji i sprzedaży.⁸⁸ Nadmiar zapasów można uznać za jedną z przyczyn niegospodarności, czyli niewspółmiernie wysokich kosztów w stosunku do rozmiarów sprzedaży. Konsekwencją nieracjonalnej gospodarki zapasami może być nie tylko spadek płynności finansowej lecz również obniżenie rentowności prowadzonej działalności gospodarczej.

Tabela 4.1. Statyczne wskaźniki płynności finansowej

Lp.	Nazwa wskaźnika	Konstrukcja wskaźnika	Uwagi
1.	Wskaźnik płynności bieżącej (CR)	Wartość majątku (aktywów) obrotowego/ zobowiązania bieżące (krótkoterminowe)	Najczęściej postulowana wartość tego wskaźnika zawiera się w przedziale 1,5 – 2,0. ⁸⁸ Wyższa wartość wskaźnika informuje o możliwości nadmiernego zamrożenia kapitału w aktywach obrotowych. Wartość znacząco wyższa wskazuje na niebezpieczeństwo kłopotów płatniczych.
2.	Wskaźnik szybkiej płynności (QR)	Aktywa obrotowe minus zapasy/ zobowiązania bieżące (krótkoterminowe)	Wartość tego wskaźnika powinna oscylować ok. 1. Znacząco wyższa wartość informuje zazwyczaj o długich okresach kredytowania odbiorców. Wartość znacząco niższa od 1 świadczy o trudnościach z terminową realizacją zobowiązań.
3.	Wskaźnik natychmiastowej wypłacalności	Inwestycje krótkoterminowe/ zobowiązania bieżące (krótkoterminowe)	Wskaźnik ten nie posiada wartości postulowanej. Informuje o tym jaka część zobowiązań bieżących może być uregulowana natychmiast.

Źródło: Opracowanie własne

Inną przyczyną kłopotów płatniczych, mimo wysokiego stopnia pokrycia zobowiązań krótkoterminowych aktywami obrotowymi może być długi okres kredytowania odbiorców. Odroczone terminy płatności jest jednym z elementów polityki sprzedaży prowadzonej przez przedsiębiorstwa. Wydłużanie tego terminu może zachęcić odbiorców do większych zakupów. Powinno więc znaleźć odzwierciedlenie we wzroście sprzedaży i zysku ze sprzedaży. Przyrost ten okupiony jest wzrostem kosztów zamrożenia kapitału w należnościach lub też kosztach faktoringu. Ponadto, rozszerzanie zakresu sprzedaży kredytowanej zwiększa ryzyko nieterminowych płatności i nieściągalności należności. Wydłużanie terminów płatności zwiększa szanse na zakup firmom będących w nienajlepszej kondycji

⁸⁸ Szerzej na ten temat patrz m.in. A. Bielawska (red.), *Nowoczesne zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Warszawa 2009, W. Janik, A. Paździor, *Zarządzanie finansowe w przedsiębiorstwie*, Lublin 2011, G. Michalski, *Płynność finansowa w małych i średnich przedsiębiorstwach*, Warszawa 2005.

⁸⁹ Niektórzy autorzy za optymalną uznają wartość zawartą w przedziale 1,2–2,0 (por: M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Warszawa 2006, s. 147). Jest nowsze wydanie tej książki.

finansowej. U sprzedawców rośnie natomiast ryzyko finansowe. Dlatego strategia kredytowania odbiorców wymaga dokładnego rozpoznania szans i zagrożeń związanych z oczekiwaniem na spływ wierzytelności handlowych.⁹⁰

Z powyższych względów wskaźnik bieżącej płynności daje jedynie „ogólny pogląd na płynność finansową przedsiębiorstwa”.⁹¹ Pełniejsza jej ocena wymaga dodatkowych badań, w których wykorzystuje się m.in. wskaźnik szybkiej płynności. Nie uwzględnia on zapasów. Opiera się on na założeniu, że zabezpieczeniem dla zobowiązań bieżących jest tylko majątek obrotowy o wysokim stopniu płynności. Wyłacalność przedsiębiorstwa może być zabezpieczona w sytuacji, gdy wartość płynnego majątku obrotowego jest zbliżona do wartości krótkoterminowych zobowiązań. Stąd wartość tego wskaźnika powinna oscylować wokół 1.⁹² W tym przypadku brak trudności w terminowym regulowaniu zobowiązań zależy z jednej strony od relacji między inwestycjami krótkoterminowymi (sumą środków pieniężnych i ich równoważników oraz krótkoterminowych papierów wartościowych) a kwotą należności, z drugiej zaś od stopnia zgodności terminów spływu należności i płatności zobowiązań. Przy wysokim pokryciu zobowiązań krótkoterminowymi inwestycjami mniejszy wpływ na zdolność płatniczą przedsiębiorstw ma harmonogram regulowania należności i zobowiązań i odwrotnie.

Wielu autorów proponuje zatem uzupełnienie powyższej analizy o wskaźnik natychmiastowej wypłacalności. Uważa się, że jego bezpieczna wartość powinna zawierać się w przedziale 0,1–0,2.⁹³ Trzeba jednak podkreślić, że dla zachowania płynności finansowej nie jest konieczne utrzymywanie wskaźnika natychmiastowej wypłacalności na wysokim poziomie. W zarządzaniu płynnością finansową chodzi o to, by podmiot gospodarczy posiadał odpowiednie środki pieniężne we właściwym czasie. Jest to możliwe nawet w sytuacji niskiego poziomu wskaźnika natychmiastowej wypłacalności, pod warunkiem zachowania zgodności terminów spływu należności z terminami płatności zobowiązań.

Wszystkie proponowane wzorcowe wartości wskaźników są wielkościami średnimi, określonymi na podstawie badań przeprowadzonych w przedsiębiorstwach funkcjonujących w ustabilizowanych gospodarkach rynkowych. Badania przeprowadzone wśród przedsiębiorstw polskich wskazują na brak dowodów, które jednoznacznie potwierdzałyby ich przydatność do oceny płynności finansowej polskich firm.⁹⁴ Zachowanie płynności zależy w dużej mierze od charakteru prowadzonej działalności gospodarczej (branży) jak również warunków funkcjonowania konkretnego podmiotu gospodarczego. W firmach o wysokim udziale sprzedaży gotówkowej (np. przedsiębiorstwa handlu detalicznego) i długim okresie korzystania z kredytu kupieckiego dostawców (np. supermarkety) wartość

⁹⁰ Szerzej na ten temat patrz: J. Grzywacz (red.), *Zarządzanie majątkiem obrotowym w przedsiębiorstwie. Wybrane problemy*, Warszawa 2006.

⁹¹ W. Gabrusewicz, Z. Kołaczyk, *Bilans. Wartość poznawcza i analityczna*, Warszawa 2005, s. 285.

⁹² Niektórzy autorzy przyjmują jako modelową wartość tego wskaźnika w granicach 0,8–1,5 (por: N. Grzenkiewicz i in., *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstwa*, Warszawa 2007, s. 214.

⁹³ Por: W. Dębski, *Teoretyczne i praktyczne... op. cit.*, s. 81.

⁹⁴ Por: D. Zarzecki, *Wskaźniki finansowe i ich użyteczność w zarządzaniu*, w: W. Krawczyk, *Budżetowanie działalności jednostek gospodarczych. Teoria i praktyka*, cz. 5, Kraków 2004.

tych wskaźników może być znacząco niższa. Natomiast tam, gdzie występuje konieczność utrzymywania wysokich zapasów (np. produkcja sezonowa) wartość wskaźników musi być odpowiednio wyższa. Dlatego w ocenie płynności finansowej przy wykorzystaniu wskaźników statycznych należałoby za bazę porównawczą przyjmować wartości średniobranżowe. W ramach branży można dokonywać również porównań z przedsiębiorstwami najlepszymi.

Możliwości terminowego regulowania zobowiązań bieżących zależą nie tylko od stopnia ich pokrycia majątkiem obrotowym, lecz w nie mniejszym stopniu od szybkości jego zamiany na gotówkę. Ma to istotne znaczenie w przypadku kryzysu płynności.⁹⁵ Dlatego w diagnozowaniu płynności finansowej równie ważne znaczenie ma druga grupa wskaźników płynności, oparta na danych pochodzących z rachunku przepływów pieniężnych. Na jego podstawie lepiej można ocenić możliwości płatnicze przedsiębiorstwa i jego przyszłe zapotrzebowanie na środki pieniężne, racjonalność gospodarowania aktywami obrotowymi oraz zidentyfikować ewentualne zagrożenia dla przyszłej sytuacji finansowej firmy. M. Zaleska podkreśla, że trudno jest manipulować poszczególnymi pozycjami rachunku przepływów pieniężnych oraz że znajdują w nim odzwierciedlenie fazy rozwoju przedsiębiorstwa i jego kondycji finansowej.⁹⁶ Najważniejsze znaczenie dla oceny płynności finansowej mają przepływy z działalności operacyjnej. Dzieje się tak z uwagi na to, że:⁹⁷

- a) jest to działalność podstawowa, prowadzona w sposób ciągły, będąca źródłem środków zabezpieczających samofinansowanie przedsiębiorstwa,
- b) stanowi podstawę konstrukcji wskaźników gotówkowych,
- c) jest źródłem zabezpieczenia zdolności płatniczej i urealnienia wyniku memoriałowy.

Źródłami środków pieniężnych generowanych w ramach działalności podstawowej są: zysk netto, amortyzacja, zmniejszenie stanu zapasów i należności oraz wydłużenie cykli regulowania zobowiązań bieżących (wzrost zobowiązań krótkoterminowych). Zmiany stanów majątku obrotowego netto (różnicy między aktywami obrotowymi a zobowiązaniami bieżącymi) powodują, że gotówka z działalności operacyjnej może się różnić do sumy zysku netto i amortyzacji. Tym samym zyski osiągnięte przez przedsiębiorstwa nie muszą przyczyniać się do poprawy jego sytuacji płatniczej, gdyż mogą być angażowane przez rosnące zasoby majątku obrotowego. Podstawowe wskaźniki dynamiczne podano w tabeli 4.2.

⁹⁵ Por: S. Z. Beninga, O. H. Sarig, *Finanse przedsiębiorstwa. Metody wyceny*, Warszawa 2000, s. 408.

⁹⁶ Por: M. Zaleska, *Ocena kondycji finansowej przedsiębiorstwa przez analityka bankowego*, Warszawa 2012, s. 120.

⁹⁷ Por: W. Szczęsny, J. Śliwa, *Budżetowanie operacyjne, finansowe i kapitałowe w przedsiębiorstwie*, Warszawa 2010, s. 92.

Tabela 4.2. Statyczne wskaźniki płynności finansowej

Lp.	Nazwa wskaźnika	Konstrukcja wskaźnika	Uwagi
1.	Wskaźnik struktury gotówki operacyjnej	Amortyzacja/przepływy pieniężne (gotówka) z działalności operacyjnej	Wartość wskaźnika wyższa od jedności oznacza wykorzystywanie części środków pochodzących z amortyzacji do finansowania wydatków związanych z działalnością bieżącą. Występowanie takiej sytuacji w dłuższym okresie obniża możliwości samofinansowania procesów odtworzeniowych rzeczowego majątku trwałego.
2.	Wskaźnik wydajności gotówkowej sprzedaży, aktywów lub zysku ze sprzedaży	Środki pieniężne (gotówka) z działalności operacyjnej/przychody ze sprzedaży netto lub średniookresowa wartość aktywów lub kwota zysku ze sprzedaży	Wskaźnik informuje o środkach pieniężnych uzyskanych w danym okresie z jednej złotówki przychodów ze sprzedaży, aktywów lub zysku ze sprzedaży. Pożądana jest możliwie najwyższa wartość wskaźnika. Wzrost wskaźnika świadczy o wzroście płynności finansowej, zaś jego spadek może oznaczać wzrost zagrożenia dla płynności finansowej przedsiębiorstwa.
3.	Wskaźnik wystarczalności gotówkowej	Środki pieniężne (gotówka) z działalności operacyjnej/zobowiązań bieżących lub przyrostu aktywów lub sumy rat kapitałowych i odsetek	Wskaźnik informuje o stopniu pokrycia gotówką z działalności podstawowej zobowiązań bieżących, wydatków inwestycyjnych znajdujących odzwierciedlenie w przyroście aktywów lub zdolności do obsługi zobowiązań kredytowych (długoterminowych). Wyższa wartość tych wskaźników świadczy o wyższym poziomie płynności finansowej oraz lepszej sytuacji finansowej firmy.
4.	Wskaźnik ryzyka utraty płynności (wskaźnik lambda)	Inwestycje krótkoterminowe + prognozowana gotówka z działalności podstawowej/ odchylenie standardowe prognozowanej gotówki	Wskaźnik informuje o prawdopodobieństwie zachowania płynności finansowej dzięki przewidywanym dopływom nowej gotówki i jej równoważników. Wyższa wartość wskaźnika świadczy o lepszej płynności i mniejszym zagrożeniu jej utratą.

Źródło: Opracowanie własne

Wskaźniki zamieszczone w tabeli 4.2 wykorzystywane są do wstępnej oceny płynności finansowej oraz ewentualnych zagrożeń zachowania jej w przyszłości. Zarządzanie płynnością wymaga bardziej szczegółowego poznania czynników, które ją kształtują. Część z nich znajduje się poza zasięgiem decyzji zarządów przedsiębiorstw. Należą do nich czynniki makroekonomiczne i sektorowe, tj. koniunktura gospodarcza, polityka fiskalna rządu, ceny zaopatrzeniowe, specyfika branży itp.⁹⁸ Pozostałe mają charakter wewnętrzny. Są rezultatem określonych de-

98 Zostały one omówione w pracy M. Grabowska, *Zarządzanie płynnością finansową przedsiębiorstw*, Warszawa 2012, s. 11–25.

cyzji podejmowanych na różnych szczeblach struktury organizacyjnej przedsiębiorstw. Zarządzanie podmiotami gospodarczymi wymaga uwzględnienia, przy podejmowaniu różnorodnych decyzji, ich wpływu na sytuację płatniczą. Zmiany zasobów środków pieniężnych w danym okresie mogą następować na skutek mniej lub bardziej uzasadnionych przedsięwzięć. Dlatego uzasadnione jest uzupełnienie analizy wskaźnikowej oceną struktury przepływów.

Wpływy i wydatki przedsiębiorstw wiążą się nie tylko z działalnością operacyjną lecz również z działalnością inwestycyjną i finansową. Ta ostatnia dotyczy pozyskiwania kapitałów ze źródeł zewnętrznych oraz ich obsługi. Mają one charakter uzupełniający względem działalności podstawowej, jednakże ich wpływ na sytuację finansową jest zawsze istotny. Dzięki nim przedsiębiorstwa mogą się rozwijać i dostosowywać do zmieniającego się otoczenia. Procesy te będą skuteczne, jeżeli ich rezultatem będzie wzrost gotówki generowanej przez działalność operacyjną. Jednym z użytecznych narzędzi oceny struktury przepływów jest analiza sald strumieni pieniężnych generowanych ze wszystkich rodzajów działalności prezentowanych w rachunku przepływów pieniężnych. Możliwe kombinacje tych sald podano w tabeli 4.3.

Tabela 4.3. Możliwe kombinacje sald gotówkowych w rachunku przepływów pieniężnych

Przypadki	1	2	3	4	5	6	7	8
Działalność operacyjna	+	+	+	+	-	-	-	-
Działalność inwestycyjna	-	+	-	+	+	-	+	-
Działalność finansowa	+	+	-	-	-	+	-	-
Cash flow razem	+/-	+	+/-	+/-	+/-	+/-	+/-	-

Źródło: Opracowanie własne

Każda z możliwych kombinacji informuje o innej sytuacji finansowej przedsiębiorstwa. Powszechnie uważa się, że pożądaną sytuacją jest ta, w której saldo strumieni pieniężnych z działalności operacyjnej jest dodatnie. Jest ono głównym źródłem zasilania firmy w gotówkę. Dzięki strumieniom gotówkowym wygospodarowywanym na działalności podstawowej jednostki gospodarcze mogą finansować przedsięwzięcia inwestycyjne oraz obsługiwać dostarczycieli kapitałów (właścicieli oraz wierzycieli). Przedsiębiorstwo powołane zostało do prowadzenia tej działalności.

Cztery pierwsze przypadki są charakterystyczne dla przedsiębiorstw zdolnych do kontynuowania swojej działalności, aczkolwiek ich sytuacja płatnicza może być dość różna. Przypadek pierwszy ma zazwyczaj miejsce w przedsiębiorstwach dynamicznie się rozwijających. Powadzą one rentowną działalność i rozwijają swój potencjał gospodarczy. Wspomagają się kapitałami obcymi, co świadczy o pozytywnej ocenie ich strategii rozwojowej przez dostarczycieli kapitału zewnętrznego (akcjonariuszy, banki i inne instytucje finansowe). Przypadek drugi jest charakterystyczny dla podmiotów gospodarczych o ustabilizowanej sytuacji rynkowej i finansowej. Przedsiębiorstwa te nie cierpią na brak gotówki. Z każdego rodzaju działalności generowana jest nadwyżka środków finansowych. Mogą być one gromadzone na planowane w przyszło-

ści inwestycje związane z rozwojem zewnętrznym (np. przejmowanie innych firm) lub wewnętrznym (wzrost zdolności wytwórczych lub usługowych w wyniku zwiększenia rzeczowych zasobów trwałych lub ich restrukturyzacji). Może być ona również związana z brakiem strategii dalszego rozwoju przedsiębiorstwa (brakiem pomysłów na nowe inwestycje). Wtedy wypłaca się właścicielom wysokie dywidendy. Trzeba jednak podkreślić, że w warunkach współczesnej gospodarki brak inwestycji często oznaczać stagnację, która może w rezultacie stać się przyczyną kryzysu. Przypadek trzeci związany zwłaszcza z dodatnim cash flow razem występuje w przedsiębiorstwach, które generują wysoką nadwyżkę środków pieniężnych z działalności operacyjnej. Pozwala ona na sfinansowanie realizowanych inwestycji i obsługę kapitałów obcych (np. spłatę rat kredytu i odsetek). Taka sytuacja może mieć miejsce w firmach, które zrealizowały wcześniej inwestycje charakteryzujące się wysoką efektywnością. Może się jednak zdarzyć, że źródłem wysokiej nadwyżki z działalności operacyjnej są opóźnienia w terminowej realizacji zobowiązań z tytułu dostaw, zobowiązań budżetowych itp.⁹⁹ Czwarty przypadek ma miejsce w przedsiębiorstwach, które spłacają zobowiązania zaciągnięte we wcześniejszych okresach. Generują relatywnie niskie nadwyżki gotówki z działalności podstawowej (np. z powodu niskiej rentowności sprzedaży) i uzupełniają brakujące środki przychodami ze sprzedaży składników aktywów trwałych. Mogą tu wystąpić dwie sytuacje. Pierwsza związana jest z restrukturyzacją składników rzeczowego majątku trwałego (wyprzedaż składników zbędnych lub wykorzystywanych w niewielkim zakresie). Przedsiębiorstwo dostosowuje swój potencjał do warunków rynkowych. Druga sytuacja jest bardziej dramatyczna. Przedsiębiorstwu nie wystarcza gotówki operacyjnej na bieżącą obsługę zadłużenia i wyprzedaje część aktywów trwałych, np. wykorzystując instytucję leasingu zwrotnego.

Kolejne cztery przypadki dotyczą na ogół przedsiębiorstw znajdujących się w trudnej sytuacji finansowej. Są to często firmy ponoszące straty na działalności podstawowej i wymagające określonych działań naprawczych. Nie można również wykluczyć sytuacji nadmiernego zamrożenia środków w zapasach lub należnościach. Wtedy deficyt gotówki z działalności podstawowej wystąpi nawet przy rentownej sprzedaży. Za każdym z tych przypadków kryje się jednak zróżnicowany poziom trudności finansowych oraz możliwości ich pokonania. Przypadek piąty jest typowy dla tych jednostek gospodarczych, które realizują program naprawczy polegający głównie na restrukturyzacji majątku trwałego. Jednym z jej efektów są przychody ze sprzedaży zbędnych składników oraz spadek kosztów operacyjnych związanych z ich posiadaniem. Uzyskane środki wykorzystywane są na obsługę zadłużenia. Powodzenie programu zależy od tego, na ile pozyskane środki z deinvestycji wystarczą na pokrycie bieżących wydatków finansowych oraz czy spadek kosztów operacyjnych będzie wystarczający do odzyskania rentowności działalności podstawowej. W przypadku szóstym program naprawczy związany jest z nowymi inwestycjami (w rzeczowy majątek trwały, nowe technologie, nowe produkty itp.). Program ten został pozytywnie oceniony przez do-

⁹⁹ Szerzej patrz: W. Janik, *Sprawozdawczość finansowa jako źródło informacji o wiarygodności małych przedsiębiorstw*; J. Turyna, W. Szczęsny, *Finansowe uwarunkowania rozwoju organizacji gospodarczych*, Warszawa 2007, s. 90–99.

stawców kapitału (banki, fundusze inwestycyjne, właściciele itp.), co znalazło wyraz w dodatnich przepływach z działalności finansowej. Przedsiębiorstwo uzyskało środki finansowe na realizację tego programu od banku, akcjonariuszy lub innych podmiotów. Przypadki siódmy i ósmy należą do szczególnie trudnych. W przypadku siódmym przedsiębiorstwo wykazało niedobór środków z działalności operacyjnej. Równocześnie musi spłacać zaciągnięte wcześniej długi. Niedobór środków stara się uzupełnić wpływami ze sprzedaży składników majątku trwałego. Rozwiązanie takie może być skuteczne wtedy, gdy wyprzedaż jest dobrze przemyślana (skalkulowana) i wynika z przyjętej strategii pokonania kryzysu finansowego firmy. Decyzje o wyprzedaży podejmowane pod wpływem doraźnych impulsów mogą doprowadzić do pogorszenia sytuacji i w dalszej kolejności do bankructwa. Ich rezultatem może być ograniczenie potencjału produkcyjnego (usługowego), a w konsekwencji spadek sprzedaży i dalsze ograniczenie w zakresie możliwości generowania gotówki z działalności operacyjnej. Przypadek ósmy często dotyczy przedsiębiorstw znajdujących się na skraju bankructwa. Znajdują się one pod presją wierzycieli, którzy żądają zwrotu długów. Obsługa tych długów na ogół jest nieterminowa, co niekorzystnie wpływa na wiarygodność podmiotu gospodarczego. Wyraża się to zazwyczaj w np. odmowie udzielania kolejnych kredytów. W tej sytuacji inwestuje się środki uwolnione z aktywów obrotowych, tym samym ograniczając możliwości zwiększenia przyszłych przychodów ze sprzedaży. B. Graham podkreśla, że „szybki spadek aktywów płynnych należy uznać za zły znak, zwłaszcza jeżeli nic nie zapowiada wyhamowania strat”¹⁰⁰ Zagrożenie upadłością takich firm jest bardzo wysokie.

Uzyskana w wyniku powyższej analizy wiedza o sytuacji płatniczej przedsiębiorstwa wymaga uzupełnienia o bardziej szczegółowe badanie struktury przepływów, przede wszystkim dotyczących działalności operacyjnej. Dzięki temu można zidentyfikować źródła pochodzenia gotówki operacyjnej, jej udział we wpływach ogółem, jej relację w stosunku do wpływów zewnętrznych oraz sposoby zagospodarowania nadwyżki gotówki. Informacje te pozwalają na kompleksową ocenę gospodarki zasobami pieniężnymi firmy oraz podejmowanie działań zmierzających do wzrostu wydajności gotówkowej sprzedaży i zysków i przedsięwzięć umożliwiających korzystniejsze zagospodarowanie generowanych środków pieniężnych.

4.3. Rotacja majątku obrotowego

Płynność finansowa w dużej mierze zależy od sprawności zarządzania majątkiem obrotowym i zobowiązaniami bieżącymi. Znajduje ona wyraz w rotacji kapitału zaangażowanego w aktywach obrotowych. Majątek obrotowy jest tą częścią aktywów, w której tkwią największe możliwości przyspieszenia rotacji kapitału. Dlatego zarządzanie tym majątkiem poddawane jest szczegółowej ocenie. Dokonuje się jej w oparciu o wskaźniki obrotowości i cykli rotacyjnych tego kapitału. Wskaźniki obrotowości zamieszczono w tabeli 4.4.

¹⁰⁰ B. Graham, *Trzy metody inwestowania... op. cit.*, s. 111.

Tabela 4.4. Wskaźniki obrotowości kapitału

Lp.	Nazwa wskaźnika	Konstrukcja wskaźnika	Uwagi
1.	Obrotowość zapasów materiałowych	Koszty materiałowe/średni stan zapasów materiałowych	Wskaźnik ten informuje o liczbie obrotów jaki wykonał kapitał zamrożony w zapasach materiałowych. Wzrost obrotowości pozwala na zwiększenie produkcji przy niższym poziomie zapasów materiałowych.
2.	Obrotowość zapasów produktów niezakończonych	Koszty wytworzenia produktów/średni stan zapasów produktów niezakończonych	Wyższa obrotowość oznacza spadek kosztów zamrożenia kapitału w zapasach produktów niezakończonych. Daje możliwość zwiększenia produkcji bez konieczności angażowania dodatkowych kapitałów. Istotny wpływ na tę obrotowość ma długość cyklu produkcyjnego. Im dłuższy jest ten cykl, tym wolniej jest uwalniany kapitał zaangażowany w tych zapasach.
3.	Obrotowość zapasów produktów gotowych	Koszty wytworzenia produktów/średni stan zapasów produktów gotowych	Wielkość tego wskaźnika w dużej mierze zależy od stopnia dostosowania oferty produktowej do zapotrzebowania rynkowego oraz sezonowości produkcji i sprzedaży. Przy sezonowości występują duże okresowe wahania stanu produktów gotowych i zazwyczaj obrotowość kapitału jest niższa.
4.	Obrotowość zapasów towarów	Koszty zakupu sprzedanych towarów w cenach nabycia/Średni stan zapasów towarów w sklepie lub w hurtowni	Interpretacja tego wskaźnika jest podobna jak w przypadku produktów gotowych. Dotyczy działalności handlowej. Duży wpływ na jego poziom ma wielkość i częstotliwość dostaw oraz dostosowanie ich struktury do oczekiwań klientów.
5.	Obrotowość należności	Przychody ze sprzedaży brutto/Średni stan należności	Należności w księgach rachunkowych dotyczą przychodów brutto (łącznie z VAT). W takiej wysokości są wystawiane faktury. Sprzedawcy muszą płacić podatek VAT w ustawowych terminach, niezależnie od tego czy klient zapłaci fakturę czy nie. Obrotowość należności w dużej mierze zależy od negocjowanych z firmami terminów płatności oraz ich dotrzymywania przez odbiorców. Im są one krótsze tym wyższa jest obrotowość kapitału zamrożonego w należnościach, tym niższe jest zapotrzebowanie na kapitał obrotowy.

Źródło: Opracowanie własne

Wysoki poziom obrotowości zmniejsza zapotrzebowanie na kapitał obrotowy i obniża koszty związane z jego zaangażowaniem. Ma zatem bezpośredni wpływ na tworzoną wartość. Majątek obrotowy jest tą częścią aktywów, z której najłatwiej można uwolnić kapitał i tym samym przyspieszyć jego rotację. Dlatego racjonalna gospodarka tym majątkiem korzystnie wpływa na płynność finansową. Zarządzanie tym majątkiem, którego celem jest zachowanie optymalnej relacji między jego zasobami a rozmiarami sprzedaży, ułatwia bieżąca informacja o długości cykli rotacyjnych poszczególnych jego składników.

Sposoby liczenia tych cykli i ich interpretacje podano w tabeli 4.5.

Tabela 4.5. Wskaźniki cyklu rotacyjnego majątku obrotowego

Lp.	Nazwa wskaźnika	Konstrukcja wskaźnika	Uwagi
1.	Cykl rotacyjny zapasów materiałowych	Liczba dni w okresie/ wskaźnik obrotowości zapasów materiałowych	Wskaźnik informuje o: a) średniej liczbie dni zamrożenia kapitału w zapasach materiałowych, b) średniej liczbie dni oczekiwania materiałów na zużycie
2.	Cykl rotacyjny zapasów produktów niezakończonych	Liczba dni w okresie/ wskaźnik obrotowości zapasów produktów niezakończonych	Wskaźnik informuje o: a) średniej liczbie dni zamrożenia kapitału w zapasach produktów niezakończonych b) średniej długości cyklu produkcyjnego
3.	Cykl rotacyjny zapasów produktów gotowych	Liczba dni w okresie/ wskaźnik obrotowości zapasów produktów gotowych	Wskaźnik informuje o: a) średniej liczbie dni zamrożenia kapitału w zapasach produktów gotowych b) średniej liczbie dni oczekiwania produktów w magazynie na odbiorców
4.	Cykl rotacyjny zapasów towarów	Liczba dni w okresie/ wskaźnik obrotowości zapasów towarów	Wskaźnik informuje o: a) średniej liczbie dni zamrożenia kapitału w zapasach towarów b) średniej liczbie dni oczekiwania towarów w hurtowni lub w sklepie
5.	Cykl rotacyjny należności	Liczba dni w okresie/ wskaźnik obrotowości należności	Wskaźnik informuje o: a) średnim okresie zamrożenia kapitału w należnościach od odbiorców b) średniej liczbie dni kredytowania odbiorców c) średniej liczbie dni oczekiwania na spływ gotówki z tytułu sprzedaży
6.	Cykl rotacyjny zobowiązań wobec dostawców	Liczba dni w okresie/ wskaźnik obrotowości zobowiązań wobec dostawców	Wskaźnik zawiera informację o średnim okresie korzystania z kredytu kupieckiego od dostawców. Określa średnią liczbę dni po upływie których firma reguluje swoje zobowiązania z tytułu dostaw.
7.	Cykl operacyjny w działalności produkcyjnej	Cykl rotacyjny zapasów materiałowych + cykl rotacyjny zapasów produktów niezakończonych + cykl rotacyjny zapasów produktów gotowych + cykl rotacyjny należności	Określa on liczbę dni jaka upływa od momentu zakupu materiałów do produkcji do momentu otrzymania zapłaty za sprzedane produkty lub usługi.
8.	Cykl operacyjny w działalności handlowej	Cykl rotacyjny zapasów towarów + cykl rotacyjny należności	Określa on liczbę dni jaka upływa od momentu zakupu towarów do momentu otrzymania zapłaty za sprzedane towary przez hurtownię lub sklep.
9.	Cykl konwersji gotówki	Cykli operacyjny – cykl rotacyjny zobowiązań bieżących	Informuje o okresie jaki upływa od zapłaty za zakupione materiały lub towary do momentu uzyskania gotówki za sprzedane produkty, usługi lub towary.

Źródło: opracowanie własne

Długości cykli rotacyjnych zarówno poszczególnych składników majątku obrotowego pozwalają na ocenę racjonalności pracy podstawowych służb przedsiębiorstwa, jakimi są służby logistyczne, produkcyjne i zajmujące się sprzedażą. Do zadań służb logistycznych należy zabezpieczenie ciągłości procesów gospodarczych. Zajmują się one m.in. wyborem dostawców (uwzględniając jakość materiałów, towarów, solidność dostawców, ich lokalizację), organizacją dostaw (ustalaniem harmonogramów i wielkości jednorazowych dostaw) oraz negocjowaniem terminów płatności. Ich decyzje mają znaczący wpływ na wielkość zapasów magazynowych, szybkość ich wymiany oraz długość cyklu konwersji gotówki. Im dłuższe wynegocjują terminy płatności tym niższe będzie zapotrzebowanie na inne źródła kapitału obrotowego. Z kolei służby produkcyjne mają bezpośredni wpływ na długość cykli produkcyjnych oraz szybkość dostosowywania się do zmieniających się potrzeb rynkowych. Sprawnie przebiegający proces wytwórczy korzystnie wpływa na poziom zapasów produktów niezakończonych. Im jest on krótszy tym niższa jest produkcja w toku, tym mniejszy kapitał jest w niej zamrożony. W dobrze zorganizowanym przedsiębiorstwie służby sprzedaży mają wpływ na poziom zapasów produktów gotowych oraz na poziom należności. Struktura produkcji i jej harmonogram powinny być podporządkowane oczekiwaniom klientów. Informację o klientach i ich potrzebach powinny posiadać pracownicy zajmujący się marketingiem i sprzedażą. Od nich powinny płynąć sygnały o zapotrzebowaniu na produkty, usługi. Do tych potrzeb należy dostosowywać program produkcyjny. Służby te negocjują również warunki sprzedaży, w tym terminy płatności. Mają więc bezpośredni wpływ na szybkość spływu środków pieniężnych za sprzedane produkty, usługi i towary. Niedostateczne rozpoznanie odbiorców pod kątem ich sytuacji finansowej i wiarygodności może narazić przedsiębiorstwo na poważne straty i doprowadzić do utraty płynności finansowej. Dlatego za terminowy spływ należności należy czynić odpowiedzialnymi służby sprzedaży a nie służby finansowo-księgowe.

Właściwa lokalizacja kompetencji i odpowiedzialności poprawia sprawność zarządzania, która owocuje wzrostem efektywności znajdującej wyraz w przyroście wartości. Sprawność ta w przypadku majątku obrotowego zależy w dużej mierze od podejmowanych decyzji operacyjnych. Są to decyzje, których efekty pojawiają się w krótkich okresach (w przeciwieństwie do decyzji inwestycyjnych). Rezultatem tych decyzji jest m.in. zapotrzebowanie na kapitał obrotowy.

4.4. Zapotrzebowania na kapitał obrotowy

Utrzymanie płynności finansowej przedsiębiorstwa na bezpiecznym poziomie zależy z jednej strony od wielkości i struktury aktywów obrotowych, z drugiej zaś od strategii finansowania majątku obrotowego.

Wielkość i struktura majątku obrotowego pozostają w ścisłej zależności od rodzaju i rozmiarów prowadzonej działalności gospodarczej i długości jego cykli rotacyjnych. Na długość tych cykli wpływają decyzje podejmowane na poszczególnych etapach

procesu gospodarczego, począwszy od zaopatrzenia (pozyskiwania surowców i materiałów) poprzez proces wytwórczy a skończywszy na sprzedaży (warunki płatności za sprzedane produkty, usługi i towary). Przy podejmowaniu tych decyzji konieczne jest uwzględnienie z jednej strony kosztów związanych z zamrożeniem kapitału w danym składniku majątku obrotowego, z drugiej zaś straty jakie mogą powstać w rezultacie zakłóceń w ciągłości procesów gospodarczych (np. straty w produkcji z tytułu opóźnień w planowanych dostawach materiałowych, straty w sprzedaży na skutek braku zapasów wyrobów gotowych, czy też ograniczenia w sprzedaży z wydłużonymi terminami płatności itp.). Analiza korzyści i strat z tytułu decyzji związanych z zarządzaniem aktywami obrotowymi powinna stanowić podstawę do określenia długości cykli rotacyjnych dla poszczególnych składników majątku obrotowego. Wydłużanie cykli rotacyjnych zwiększa stan majątku obrotowego i zapotrzebowanie na kapitał obrotowy, który wolniej przemieszcza się między poszczególnymi składnikami tego majątku. Skracanie tych cykli powoduje spadek aktywów obrotowych i zapotrzebowania na kapitał, który je finansuje.

W zależności od rodzaju prowadzonej działalności, warunków zaopatrzeniowych (np. przy zakupie dużych partii materiałów lub surowców można uzyskać wyższe opusty cenowe, zmniejszyć koszty transportu itp.) i sprzedażowych (np. udzielając wydłużonych terminów płatności można zwiększyć sprzedaż, uzyskać wyższą cenę itp.) długość ta może być okresowo mniej lub bardziej zróżnicowana. Również okresowym wahaniom ulegać może poziom produkcji i sprzedaży, przy czym kierunek zmiany w produkcji i sprzedaży może być różny. Przy wielu rodzajach produkcji występuje zjawisko sezonowości. Np. chcąc dużo sprzedać obuwia zimowego na jesieni, trzeba je wyprodukować w lecie, z kolei cukier produkuje się na jesieni i przekazuje do magazynu, zaś sprzedaje się przez cały rok itp. Na wahania w poziomie majątku obrotowego wpływ mają również czynniki nieplanowane (trudno przewidywalne lub nieprzewidywalne (np. nieterminowy spływ należności, niesolidność dostawców materiałów, błędy w szacowaniu zapotrzebowania na określone produkty lub towary itp.). Dlatego szacowanie zapotrzebowania na kapitał obrotowy wymaga uwzględnienia nie tylko motywu transakcyjnego, lecz również motywu bezpieczeństwa.¹⁰¹ Z tego ostatniego wynika konieczność zachowania pewnej rezerwy majątku obrotowego, a w szczególności jej najbardziej płynnego składnika jakim są środki pieniężne. W tym ostatnim przypadku motyw bezpieczeństwa powiązany jest z motywem spekulacyjnym. Środki pieniężne mogą być przeznaczone w dowolnym momencie na różne zastosowania, zarówno na zakup brakujących materiałów, pokrycie niedoboru środków z tytułu nieterminowego spływu należności, jak i na krótkoterminowe inwestycje finansowe. Dzięki nim można zapobiegać kłopotom płatniczym spowodowanych zakłóceniami w procesach operacyjnych, jak i poprawiać rentowność działalności gospodarczej poprzez okazyjne lokowanie środków pieniężnych w rentownych inwestycjach krótkoterminowych. Dlatego planując długość cykli rotacyjnych dla poszczególnych składników majątku obrotowego należy uwzględnić historyczne wartości tych cykli, ich relacje w stosunku do innych

¹⁰¹Por: A. Duliniac, *Finansowanie przedsiębiorstwa. Strategie i instrumenty*, Warszawa 2011, s. 28.

przedsiębiorstw w branży, zachodzące zmiany w warunkach prowadzenia działalności gospodarczej itp.

Aktywa obrotowe podzielić można na dwie grupy: operacyjne aktywa obrotowe obejmujące zapasy i należności oraz krótkoterminowe aktywa finansowe (środki pieniężne i ich równoważniki oraz krótkoterminowe papiery wartościowe). Źródła finansowania aktywów obrotowych są zazwyczaj bardziej zróżnicowane w porównaniu z aktywami trwałymi. Podzielić je można na źródła długoterminowe (stałe) i krótkoterminowe. Przy danym poziomie majątku obrotowego zapotrzebowanie na kapitały krótkoterminowe (zmienne) maleje wraz ze wzrostem zaangażowania kapitałów stałych. Nadwyżka kapitałów stałych nad aktywami trwałymi finansuje część aktywów operacyjnych. Pozostała ich część finansowana jest kapitałami zmiennymi, które w okresach nie dłuższych niż 1 rok podlegają wymianie (jedne źródła finansowania zamieniane są innymi). Wszelkie zakłócenia w tej zamianie niekorzystnie wpływają na sytuację finansową i płatniczą przedsiębiorstw.

Kapitały zmienne mogą mieć różne źródła pochodzenia. Część z nich związana jest ze zobowiązaniami wobec dostawców, zobowiązaniami wobec pracowników, zobowiązaniami wobec instytucji (z tytułu podatków, ceł i ubezpieczeń), ewentualne innymi źródłami o mniejszym znaczeniu (np. zaliczki i przedpłaty). Zobowiązania te nazywane są zobowiązaniami operacyjnymi. Zmniejszając one zapotrzebowanie na kapitał obrotowy. Charakterystyczną cechą tej części zmiennych kapitałów obrotowych jest to, że przedsiębiorstwa mogą z nich korzystać bezpłatnie pod warunkiem, że są terminowo regulowane.¹⁰² Nieterminowa spłata tych zobowiązań wiąże się z określonymi zagrożeniami, które narażają podmioty gospodarcze nie tylko na wyższe koszty (odsetki z tytułu przeterminowania), lecz również zwiększają ryzyko upadłości. Wierzyciele, którzy nie otrzymali w terminie należnych im płatności mogą złożyć w sądzie wnioski o upadłość. Ponadto niektóre instytucje, np. Urzędy Skarbowe mogą zablokować konto bankowe, co może sparaliżować bieżącą działalność firmy. Nie obsługując terminowo zobowiązań bieżących przedsiębiorstwa tracą wiarygodność w otoczeniu. Dostawcy ograniczają im sprzedaż z odroczonej terminami płatności, żądając natychmiastowej zapłaty. Finansowanie aktywów zobowiązaniami przeterminowanymi jest zatem wysoce ryzykowne. Nawet krótkookresowe zakłócenia w harmonogramie spłat mogą niekorzystnie wpłynąć na długookresową sytuację finansową jednostki gospodarczej.

Jeżeli wymienione pozycje zobowiązań krótkoterminowych nie wystarczają na sfinansowanie operacyjnych aktywów obrotowych przedsiębiorstwa zmuszone są do korzystania z krótkoterminowych kredytów i pożyczek. Są to kapitały użyczane przedsiębiorstwom odpłatnie na okres krótszy od jednego roku. Najczęstszymi dostarczycielami tych kapitałów są banki. Stawiają one kredytobiorcom określone wymagania (np. posiadanie zdolności kredytowej, zastaw na majątku przedsiębiorstwa, możliwość wypowiedzenia umowy kredytowej bez konieczności poda-

¹⁰² Wyjątek stanowią zobowiązania wobec dostawców o wydłużonym terminie płatności, jeżeli z tytułu szybszego ich uregulowania przysługuje opust cenowy.

wania powodów itp.). Uzależnia to przedsiębiorstwa od kredytodawców (pożyczkodawców). Mimo korzystania z efektu tarczy podatkowej, nadmierne zadłużenie może spowodować obniżenie elastyczności finansowej i pogorszyć jej rating kredytowy. Sytuacja może stać się niebezpieczna szczególnie wtedy, gdy odnowienie kredytu będzie warunkiem zachowania płynności finansowej. Odmowa banku może oznaczać upadłość przedsiębiorstwa. Planując wielkość i strukturę aktywów obrotowych trzeba równocześnie tak dobierać źródła ich finansowania by nie narażać firmy na trudności finansowe.

Decyzji o zadłużeniu nie można opierać tylko na rachunku potencjalnych korzyści. Nie mniej ważne jest rozważenie zagrożeń związanych z rosnącym uzależnianiem się od wierzycieli. Zagrożenia te w pewnym stopniu zależą od pozycji rynkowej przedsiębiorstwa. Monopoliści mają większe możliwości skutecznego skracania cykli rotacyjnych należności (np. spółki obrotu energią) lub wydłużania terminów płatności z tytułu dostaw (np. duże sieci handlowe) i tym samym łatwiej jest im zabezpieczyć płynność finansową, jak również osiągać wysoką rentowność sprzedaży. Tak więc zapotrzebowanie na kapitał obrotowy zależy nie tylko od zmian w rozmiarach prowadzonej działalności, lecz również od charakteru powiązań transakcyjnych¹⁰³ podmiotu gospodarczego.

Diagnostując sytuację finansową przedsiębiorstwa nie można pominąć zmian jakie zachodzą w zakresie wielkości i strukturze aktywów obrotowych. Zmiany, które można uznać za pożądane wyrażają się w szybszym wzroście sprzedaży niż majątku obrotowego. Taka relacja oznacza skracanie cyklu operacyjnego, czyli okresu zamrożenia kapitału obrotowego w niepieniężnych aktywach obrotowych (zapasach i należnościach). Zastrzeżenia powinna budzić natomiast sytuacja odwrotna. Wydłużający się cykl operacyjny świadczy na ogół o pogarszającej się gospodarce majątkiem obrotowym. Wtedy rozpoznanie przyczyn tej sytuacji pozwoli na podjęcie działań usprawniających.

Skracaniu cyklu operacyjnego powinno towarzyszyć skracanie cyklu konwersji gotówki. Tempo zmian tych dwóch cykli może być jednak inne. Zależy to w dużej mierze od zachowania cyklu rotacji zobowiązań bieżących. Może wystąpić sytuacja, w której skrócenie cyklu konwersji gotówki może być rezultatem wydłużonych terminów płatności z tytułu zobowiązań bieżących. Dlatego ocena ta powinna być uzupełniona analizą terminowości regulowania zobowiązań. Chodzi o to, żeby skracanie tego cyklu nie wynikało z nieterminowych płatności zobowiązań. Jednym z podstawowych warunków etycznego biznesu jest dotrzymywanie umów. Niedotrzymywanie terminów regulowania zobowiązań nie tylko negatywnie wpływa na wizerunek przedsiębiorstwa, lecz naraża je na ryzyko bankructwa. Wierzyciele mogą złożyć w sądzie wnioski o uruchomienie procedury upadłościowej.

¹⁰³ Por: J. Śliwa, *Zarządzanie finansami w złożonych organizacjach gospodarczych*, Warszawa 2007, s. 287.

4.5. Podsumowanie

Zachowanie płynności finansowej jest warunkiem przetrwania i rozwoju każdego przedsiębiorstwa, niezależnie od jego formy organizacyjno-prawnej, własności, wielkości i branży. Zarządzanie płynnością wymaga systematycznego monitorowania i analizowania wielkości i struktury majątku i zadłużenia. Szczególnej uwagi wymaga długość i struktura cyklu operacyjnego i cyklu konwersji gotówki, które w dużej mierze uwarunkowane są rodzajem prowadzonej działalności i charakterem rynku, na którym funkcjonuje przedsiębiorstwo. Mają one bezpośredni wpływ na zapotrzebowanie na kapitał obrotowy i wpływają na poziom zadłużenia.

Dla pełnej oceny płynności finansowej konieczna jest obserwacja zarówno wskaźników statycznych jak i dynamicznych. Te pierwsze pozwalają na szybkie postawienie diagnozy. Ich użyteczność w bieżącym zarządzaniu zależy od tego, z jakiego okresu pochodzą dane, na podstawie których została określona ich wielkość. Im bardziej odległy okres tym mniejsza ich przydatność. Płynność finansowa należy do najbardziej dynamicznych zjawisk w przedsiębiorstwie. Wskaźniki statyczne informują bowiem o sytuacji płatniczej przedsiębiorstwa na ten moment, którego dotyczą dane księgowe. W miarę upływu czasu mogą one ulec radykalnej zmianie. Dlatego aktualność danych ma w tym przypadku większe znaczenie niż przy ocenie innych zjawisk finansowych.

Dzięki wskaźnikom dynamicznym można ocenić źródła generowania środków pieniężnych, ich strukturę oraz sformułować ewentualne zagrożenia dla kontynuowania działalności gospodarczej. Najważniejszym obszarem jest działalność operacyjna, czyli podstawowa. Dla niej podmiot gospodarczej został powołany i dzięki jej prowadzeniu funkcjonuje i się rozwija. Dlatego ważne jest, by strumienie pieniężne z niej generowane były dodatnie, i by powstawały dzięki wpływom ze sprzedaży. Trzeba bowiem mieć świadomość, że gotówka z tej działalności może powstawać dzięki wydłużaniu terminów płatności zobowiązań bieżących. Wtedy mimo dodatniego cash flow z działalności podstawowej może powstawać zagrożenie utraty zdolności do terminowej obsługi długów.

5. Diagnozowanie pozycji rynkowej przedsiębiorstwa

5.1. Konkurencyjność przedsiębiorstwa

Konkurencyjność jest warunkiem funkcjonowania i rozwoju przedsiębiorstw w warunkach gospodarki rynkowej. Oznacza ona zdolność przedsiębiorstwa do rywalizacji w innymi podmiotami gospodarczymi o klientów. Może być rozpatrywana przez pryzmat zdolności do realizacji aktualnych celów przedsiębiorstwa lub jako zdolność do rozwoju i realizacji celów w długim okresie.¹⁰⁴ Osiąga się ją dzięki zdobyciu relatywnej przewagi w zasobach, pozwalającej na szybką adaptację do nowych warunków działania, szybką reakcją na zmianę oczekiwań jej interesariuszy, a w szczególności klientów. Zasoby te (materialne i niematerialne) tworzą potencjał konkurencyjny przedsiębiorstw. Dzięki nim firma może uzyskiwać przewagę konkurencyjną, czyli takie wykorzystanie potencjału, które umożliwi zatrzymanie dotychczasowych i pozyskiwanie nowych klientów i zapewni powstawania wartości dodanej.¹⁰⁵

Miarą osiągniętej przewagi konkurencyjnej jest pozycja konkurencyjna przedsiębiorstwa, która znajduje odzwierciedlenie w jej pozycji rynkowej i sytuacji ekonomicznej i finansowej.¹⁰⁶ Ma ona na celu zapewnienie mu możliwie najlepszej obrony przed negatywnymi skutkami konkurencji, wzmocnienie własnej pozycji na rynku oraz zwiększenie skuteczności realizowanej strategii rynkowej.¹⁰⁷ Dlatego do jej oceny wykorzystuje się takie kryteria jak:¹⁰⁸

- a) udział w rynku (rynkach) na którym funkcjonuje firma,
- b) poziom kosztów,
- c) marka i zakorzenienie w rynku,
- d) kompetencje techniczne i opanowanie technologii,
- e) rentowność i siła finansowa.

Istotnym źródłem przewagi konkurencyjnej jest poziom kosztów, a w szczególności ich relacji do ceny, jaką skłonni są płacić klienci za oferowane im produkty i usługi. Od kosztów zależy bowiem tworzenie wartości dodanej. Dlatego, jak podkreśla J. Rokita, „konieczne jest rozpatrywanie kwestii skłonności konsumentów do płacenia relatywnie wyższych cen i (lub) obniżenia kosztów w dłuższej perspektywie czasu, w sposób szeroki, kompleksowy, realizujący pewną wizję, będącą punktem wyjścia całościowej strategii firmy”.¹⁰⁹ Wymaga to m.in. wprowadzenia właściwego podsystemu zarządzania kosztami, ukierunkowanego na optymalizację ich poziomu i struktury w zmienia-

¹⁰⁴ Z. Pierścionek, Z. Pierścionek, *Konkurencyjność przedsiębiorstwa*, w: I. Lichniak (red), *Nauka o przedsiębiorstwie... op. cit.*, s. 250.

¹⁰⁵ Por: M. J. Stankiewicz, *Konkurencyjność przedsiębiorstwa, ... op. cit.*, s. 172.

¹⁰⁶ Analiza konkurencji jest rodzajem analizy ekonomicznej, zajmującej się warunkami funkcjonowania przedsiębiorstw, które dla sukcesu mają nie mniejsze znaczenie niż analiza stanu uwarunkowań wewnętrznych (por: L. Bednarski, *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*, Warszawa 2007, s. 14.

¹⁰⁷ Por: J. Duraj, *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstwa*, Warszawa 1993, s. 136–137.

¹⁰⁸ Por: O. Flak, G. Głód, *Konkurencyjni przetrwają*. Warszawa 2012, s. 173.

¹⁰⁹ J. Rokita, *Zarządzanie strategiczne. Tworzenie i utrzymywanie przewagi konkurencyjnej*, Warszawa 2005, s. 194.

jących się warunkach funkcjonowania przedsiębiorstwa.¹¹⁰ Podsystem ten obejmować musi planowanie, bieżące monitorowanie rzeczywistych kosztów i czynników je kształtujących oraz podejmowanie adekwatnych działań korygujących.

Nie mniejszym źródłem przewagi jest marka i zakorzenienie w rynku. W wielu sektorach gospodarki pozycja konkurencyjna przedsiębiorstwa jest pochodną silnych marek. Marka kreuje wartość przedsiębiorstwa poprzez:¹¹¹

- a) zwiększenie efektywności i skuteczności programów marketingowych,
- b) realizowanie wyższych marż na produktach bankowych poprzez wyższe ceny,
- c) istnienie trwałej przewagi konkurencyjnej,
- d) zwiększenie obrotów poprzez powtarzalność zakupów na bazie lojalności,
- e) możliwości rozszerzenia marki na inne produkty lub usługi firmy,
- f) poprawę pozycji przetargowej w kanale dystrybucji,
- g) wyższe ceny płacone przez inwestorów za udziały czy akcje.

Zdobywanie reputacji jest procesem długotrwałym i kosztownym. Jej źródła są dość zróżnicowane. Mogą nimi być, np. wieloletnia przewaga innowacyjna, system powiązań z otoczeniem, wysoka jakość produktów połączona z wieloletnimi gwarancjami (dotyczy wyrobów długotrwałego użytku itp.). Zdobyta reputacja wymaga systematycznego podtrzymywania poprzez utrzymywanie wysokiego standardu produktów i usług i rozwoju pozytywnych relacji z otoczeniem, m.in. poprzez wdrażania zasad społecznej odpowiedzialności biznesu.

Kompetencje techniczne i technologiczne są źródłem innowacji. Ułatwiają one zdobywanie i utrzymywanie przewagi nad konkurentami i przyczyniają się do powiększania wartości dodanej. Dzięki nim powstają nowe wartości użytkowe dla klientów, którzy płacąc określoną cenę dostarczają określoną wartość dodaną dla przedsiębiorstwa.

Przewaga konkurencyjna umożliwia osiągnięcie wysokiej rentowności i siły finansowej podmiotu gospodarczego. Z kolei zasoby finansowe pozwalają na podejmowanie przedsięwzięć tę przewagę utrwalających. Silne finansowo przedsiębiorstwa mają większą zdolność do wdrażania innowacji. Łatwiej mogą przetrwać sytuacje kryzysowe. Mogą również podejmować działania osłabiające swoich konkurentów (np. stosując ceny promocyjne, intensyfikując działania marketingowe itp.).

Ocena pozycji konkurencyjnej przedsiębiorstwa polega na określeniu jego miejsca w branży (sektorze), w której funkcjonuje.¹¹² Dokonuje się jej w oparciu o różne metody, które Z. Pierścionek dzieli na cztery grupy:¹¹³

- a) bazujące na ocenie realnych efektach działalności firm,
- b) bazujące na ocenach porównawczych oferty rynkowej, czyli wartości dostarczanej klientom w relacji do cen,
- c) oparte na analizie posiadanych zasobów i umiejętności ich wykorzystania,
- d) metody mieszane.

¹¹⁰ Por: B. Zyznarska-Dworczak, *Jak zarządzać kosztami w przedsiębiorstwie*, Warszawa 2012, s. 43.

¹¹¹ P. Polański, *Metody pomiaru wartości marki*, w: B. Dobiegała-Korona, A. Herman (red), *Współczesne źródła.... op. cit.*, s. 412.

¹¹² Por: G. Gierszewska, M. Romanowska, *Analiza strategiczna przedsiębiorstwa*, Warszawa 2013, s. 173.

¹¹³ Por: Z. Pierścionek, *Konkurencyjność przedsiębiorstwa ... op. cit.*, s. 250.

Pierwsza grupa metod (szerzej omówiona w dalszej części rozdziału) koncentruje się na aktualnej pozycji rynkowej przedsiębiorstwa wynikającej z udziału w rynku i osiągniętej rentowności. Pozycja ta jest wypadkową tych dwóch parametrów. Wysoki udział w rynku przy niskiej rentowności wskazuje raczej na słabszą konkurencyjność firmy. Z kolei niski udział w rynku przy wyraźnie wyższej rentowności, w porównaniu z innymi podmiotami gospodarczymi, może wskazywać na mocniejszą pozycję rynkową niż wynikałoby to tylko z samego udziału.

Pozycja rynkowa nie jest tożsama z pozycją konkurencyjną. Ta ostatnia jest pojęciem szerszym (wielowymiarowym), gdyż uwzględnia dodatkowo powiązania handlowe, finansowe i kapitałowe.¹¹⁴ Jej ocena wymaga wykorzystania pozostałych dwóch grup metod. Metody grupy drugiej pozwalają na szczegółową ocenę nie tylko poszczególnych produktów i usług lub ich grup, lecz również klientów, kanałów dystrybucji itp. Z kolei metody grupy trzeciej są niezbędne do określenia zdolności technologicznych i organizacyjnych do zapewnienia konkurencyjności w warunkach dynamicznych zmian w globalizującym się otoczeniu. Opierają się one na analizach porównawczych zasobów i umiejętności w grupie konkurujących przedsiębiorstw. Ich celem jest identyfikacja źródeł trwałych przewag konkurencyjnych, które mogą być wykorzystane w przyszłości do utrzymania lub wzmocnienia dotychczasowej pozycji. Najczęściej jednak wykorzystuje się równocześnie kilka metod. Określenie pozycji konkurencyjnej wymaga bowiem zderzenia „wyników analiz otoczenia z analizą potencjału strategicznego firmy”.¹¹⁵ Dzięki temu lepiej można rozpoznać nie tylko obecną pozycję konkurencyjną, lecz również udoskonalić planowanie strategiczne. Chodzi bowiem o wypracowanie przedsięwzięć umożliwiających istnienie przedsiębiorstwa w długim okresie.¹¹⁶

5.2. Udział przedsiębiorstwa w rynku

Sukcesy przedsiębiorstwa w dużej mierze zależą od sprzedaży, która jest źródłem bieżących przychodów ze sprzedaży. Od nich zależy, czy będą miały wystarczające środki finansowe do pokrycia niezbędnych wydatków związanych z realizacją kolejnych procesów gospodarczych. Procesy gospodarcze (biznesowe) zachodzące w przedsiębiorstwie w sposób bezpośredni lub pośredni związane są z zaspokajaniem potrzeb klientów. Konkurencja wymusza dostosowanie oferty do oczekiwań klientów oraz uniemożliwia panowanie nad rynkiem jakimkolwiek podmiotowi.¹¹⁷

W nowoczesnych koncepcjach zarządzania przedsiębiorstwami silnie akcentowana jest orientacja biznesowa, której szczególnym wyróżnikiem jest koncentracja „... na wartości, czyli specyficznych walorach oferowanych klientom i ak-

¹¹⁴ Por: J.W. Bossak, W. Bieńkowski, *Międzynarodowa zdolność konkurencyjna kraju i przedsiębiorstwa. Wyzwania dla Polski na progu XXI wieku*, Warszawa 2004, s. 31.

¹¹⁵ M. Romanowska, *Planowanie strategiczne w przedsiębiorstwie*, Warszawa 2009, s. 58.

¹¹⁶ Por: B.R. Kuc, *Kontroling dla menedżerów*, Gliwice 2011, s. 54.

¹¹⁷ Por: T. Przybyciński, *Konkurencja i ład rynkowy – przyczynek do teorii i polityki konkurencji*, Warszawa 2005, s. 27.

cjonariuszom...”¹¹⁸ Przedsiębiorstwa dlatego zaspokajają potrzeby klientów, gdyż mogą w ten sposób przysporzyć korzyści ich właścicielom. Osiąganie zysków wymaga tworzenia z klientami właściwych relacji.

Osiąganie określonych korzyści wymaga jednak dostarczenia klientom odpowiedniej wartości. Klient kupuje towar (usługę) i płaci za niego odpowiednią cenę, po to by zaspokoić konkretną potrzebę i mieć z tego satysfakcję. Satysfakcja ta może być tym większa, im klient zakupi za odpowiednią cenę wyższą wartość. Miarą tej satysfakcji jest użyteczność netto rozumiana jako różnica między użytecznością produktu lub usługi a ceną.¹¹⁹ Korzystna relacja między ceną a wartością postrzeganą przez klientów wpływa na wzrost ich liczby i stwarza możliwości generowania wyższej wartości dla właścicieli. S. Skowron podkreśla, że oferta składana przez przedsiębiorstwo i „...informacja o niej stanowią wartość dla klienta, za którą jest gotów zapłacić odpowiednią cenę”¹²⁰

Przedsiębiorstwa funkcjonują dzięki klientom. Ich powodzenie zależy od tego ilu pozyskają klientów i na ile będą oni wobec nich lojalni. Na lojalności klientów budowana jest wartość współczesnych przedsiębiorstw. Klienci za otrzymaną wartość (produkty, obsługa, usługi gwarancyjne) dostarczają przedsiębiorstwom nie tylko środków pieniężnych, lecz również kształtują ich wizerunek w otoczeniu, dzięki któremu przyczyniać się mogą do pozyskiwania nowych klientów. Klient stanowi dla firmy ściśle określoną wartość. Wartość generowana dla klientów przekłada się na wartość klientów.¹²¹

W tej sytuacji pozyskiwanie klientów staje się jednym z podstawowych celów przedsiębiorstw. P. Drucker niejednokrotnie podkreślał, że o powodzeniu organizacji gospodarczych decydują ich klienci.¹²² Tworzą oni fundament przedsiębiorstwa, dlatego jedynym racjonalnym uzasadnieniem dla wszelkiej działalności gospodarczej jest tworzenie klienteli. Liczba pozyskanych klientów ma bezpośredni wpływ na udział przedsiębiorstwa w rynku. Dlatego dążąc do wzrostu udziału w rynku muszą one systematycznie badać satysfakcję i oczekiwania klientów oraz dostosowywać do nich ofertę. Oznacza to konieczność ciągłego doskonalenia produktów i usług oraz wprowadzania innowacji.

Trzeba jednak podkreślić, że w praktyce do budowania relacji z klientami przedsiębiorstwa wykorzystują niekiedy metody umożliwiające wprowadzenie klientów w błąd.¹²³ Polegają one m.in. oferowaniu klientom produktów lub usług na warunkach nie do końca jasno określonych (bazowanie na słabym rozeznaniu klienta lub założeniu, że w trakcie realizacji umowy klientowi narzuci się zmianę pierwotnie przyjętych warunków umowy, np. wymusi się wyższą cenę). Sytuacje

¹¹⁸ J. Czekaj (red), *Zarządzanie procesami biznesowymi. Aspekt metodyczny*, Kraków 2009, s. 26.

¹¹⁹ Szerzej na ten temat patrz: H. Simon, *Zarządzanie cenami*, Warszawa 1996, s. 15.

¹²⁰ S. Skowron, *Klient w sieci organizacyjnej*, Warszawa 2013, s. 33.

¹²¹ Por: B. Dobiegała-Korona, *Wartość klienta a wartość dla klienta*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie”, 2006 nr 1.

¹²² Por: P. F. Drucker, *Praktyka zarządzania*, Kraków 1994, s. 52.

¹²³ Por: K. Kliniewicz, *Problemy w relacjach przedsiębiorstwa z interesariuszami*, w: M. Bernatta, J. Bogdanienko, T. Skoczny, *Spółeczna odpowiedzialność biznesu. Krytyczna analiza*, Warszawa 2011, s. 97.

takie są tym bardziej prawdopodobne, gdy dostęp klienta do informacji o produkcie i rynku jest bardziej ograniczony.¹²⁴ Warto zauważyć, że wielu dostawców produktów i usług nie publikuje informacji o cenach. Znane są również metody „kupowania klientów” poprzez stosowanie określonego systemu zachęt przy sprzedaży innowacyjnych produktów.

Niezależnie od metod pozyskiwania klientów relacja z nimi systematycznie zyskuje na znaczeniu. Dzieje się tak dlatego, że stają się bardziej wymagający. Mają coraz większe możliwości pozyskania dodatkowych informacji o produktach i ich dostawcach z Internetu. Dzięki nowym technologiom zmieniają się formy nawiązywania kontaktów z klientami. Stają się one bardziej intensywne. Tradycyjne formy sprzedaży unowocześniane są poprzez wzrost jakości obsługi. Konkurencja staje się coraz intensywniejsza. Rośnie udział klientów w tworzeniu towarów i usług (np. klient określa cechy, które powinien posiadać zamówiony przez niego komputer).¹²⁵

Wszystkie te przedsięwzięcia zmierzają do tego by zwiększyć sprzedaż i wzmocnić pozycję rynkową przedsiębiorstwa poprzez wzrost udziału w rynku. Pozyskanie klientów i utrzymywanie z nimi właściwych relacji można uznać za warunek konieczny, lecz niewystarczający dla sukcesu przedsiębiorstwa. Nie można osiągnąć oczekiwanych korzyści lekceważąc dostawców i konkurentów.

Dostawcy są drugą ważną grupą podmiotów, z którymi relacje mają bezpośredni wpływ na możliwości generowania korzyści dla właścicieli. Relacje te zależą od siły przetargowej dostawców. Im jest ona większa, tym bardziej sprzedający (producenci handlowcy) narażeni są na sytuacje niekorzystnie wpływające na ich rentowność (np. wzrost cen, konieczność kupowania większych partii i tym samym zwiększenia stanu zapasów, skrócenie terminów płatności faktur itp.). W sytuacji odwrotnej, kiedy przedsiębiorstwo zaopatruje się u wielu dostawców, konkurujących między sobą ma łatwiejszą sytuację. Może wtedy pozyskiwać niezbędne zasoby na korzystniejszych warunkach.

Wreszcie ważną grupą podmiotów są konkurenci, z którymi przedsiębiorstwo rywalizuje o klientów. Są to podmioty, które dążą „do analogicznych celów, co oznacza, że działania podejmowane przez jednych dla osiągnięcia określonych celów, utrudniają (a nawet niekiedy uniemożliwiają) osiągnięcie takich samych celów przez innych”.¹²⁶ Przedsiębiorstwa zmierzają do zwiększenia swojego udziału w rynku poprzez eliminowanie lub ograniczanie działalności podmiotów konkurencyjnych.¹²⁷ Im więcej konkurentów oraz im silniejsza jest ich pozycja finansowa, tym walka konkurencyjna jest ostrzejsza. Im bardziej sytuacja rynkowa jest zbliżona do modelu konkurencji doskonałej tym trudniej osiągnąć w długim

¹²⁴ Por: R.M. Grant, *Współczesna analiza strategii*, Warszawa 2011, s. 104.

¹²⁵ A. S. Huff i in., *Zarządzanie strategiczne. Podejście zasobowe*, Warszawa 2011, s. 75–84.

¹²⁶ M. J. Stankiewicz, *Konkurencyjność przedsiębiorstwa. Budowanie konkurencyjności przedsiębiorstwa w warunkach globalizacji*, Toruń 2002, s. 18.

¹²⁷ E. Skawińska (red), *Konkurencyjność przedsiębiorstw – nowe podejście*, Warszawa-Poznań 2002, s. 72.

okresie ponadprzeciętne zyski.¹²⁸ Przedsiębiorstwa o słabszej pozycji zmuszone są do dostosowania się do warunków narzucanych przez silniejszych. Podmioty, które tych warunków nie mogą spełnić wycofują się z rynku. Zwolnione miejsce zajmują silniejsi.

Reakcją wielu przedsiębiorstw na rosnącą i globalizującą się konkurencję jest rozwój współpracy z innymi podmiotami gospodarczymi. Powstają sieci organizacyjne (grupy przedsiębiorstw) mające na celu umocnienie pozycji rynkowej oraz stworzenie lepszych warunków do dalszego rozwoju przedsiębiorstwa. Dzięki niej poprawia się jakość zarządzania na skutek przenoszenia dobrych praktyk z jednej do drugiej firmy, poprawia się jakość produkcji, następuje eliminowanie luk w zasobach i umiejętnościach umożliwiające m.in. prowadzenie wspólnych badań i tworzenie nowych technologii itp.¹²⁹ W sieci zmienia się również rola klienta. Jego relacje z przedsiębiorstwami sieci mogą być silniejsze dzięki większym możliwościom wyboru i gwarancjom bezpieczeństwa w korzystaniu z produktów lub usług.¹³⁰ Zakres tej współpracy jest zmienny w czasie i zależy od kierunków rozwoju rynku i zmiany uwarunkowań makroekonomicznych. Formy tej współpracy są również zróżnicowane i dostosowane zarówno do siły ekonomicznej współpracujących podmiotów jak i otoczenia.

Pozycja rynkowa zależy nie tylko od udziału w rynku, lecz również od jego wielkości i perspektyw rozwojowych. Na rynkach o dużym potencjale łatwiej jest uzyskać wzrost udziału i zazwyczaj koszty tego wzrostu są niższe. Koncentruje się na badaniu relacji przedsiębiorstwa z rynkiem w zakresie przestrzenno-czasowym i podmiotowo-przedmiotowym.¹³¹ Do jej oceny wykorzystuje się takie mierniki jak:

- a) udział sprzedaży badanego przedsiębiorstwa w ogólnej sprzedaży na danym rynku,
- b) relacja udziału w rynku danego przedsiębiorstwa do udziału największego konkurenta,
- c) średnie wieloletnie tempo wzrostu sprzedaży.

Pozycja ta jest tym wyższa im wyższa jest wartość powyższych wskaźników. Firmy sprzedają swoje produkty na różnych rynkach, na których mogą konkurować z innymi podmiotami gospodarczymi. Mogą również mieć różne udziały w sprzedaży poszczególnych produktów i usług lub ich grup. Analiza udziałów wymaga więc odrębnego badania w odniesieniu do poszczególnych rynków i produktów.

Analiza pozycji rynkowej umożliwia podejmowanie racjonalnych decyzji w zakresie działań umożliwiających uzyskanie przewagi konkurencyjnej.¹³² Dostarcza ona niezbędnych informacji do oceny opłacalności i selekcji rynków, do określania portfela produktów, które na poszczególnych rynkach mogą dostar-

¹²⁸ Por: L. M. Froeb, B. T. McCann, *Ekonomia menedżerska*, Warszawa 2012, s. 141.

¹²⁹ Por: K. Poznańska, *Współpraca przedsiębiorstw z podmiotami zewnętrznymi*, w: I. Lichniak (red), *Nauka o przedsiębiorstwie. Wybrane zagadnienia*, Warszawa 2009, s. 401–402.

¹³⁰ Por: S. Skowron, *Klient w sieci... op. cit.*, s. 91.

¹³¹ Por: J. Duraj, *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstwa*, Warszawa 1993, s. 147.

¹³² Por: H. Kreikebaum, *Strategie planowania w przedsiębiorstwie*, Warszawa 1996, s. 109.

czyć najwięcej zysku, do racjonalizacji technik marketingowych. Jest to szczególnie istotne we współczesnych warunkach gospodarowania, które charakteryzuje wysokie tempo i skala zmian. Są to zmiany gwałtowane a nie ewolucyjne. Skuteczna reakcja na nie musi charakteryzować się dużą elastycznością, która wymaga gotowości do niszczenia starego.¹³³ Chodzi często o rezygnację z użytkowania dotychczasowych zasobów, zmianę kierunków działania, wdrażanie nowoczesnych metod zarządzania itp.

5.3. Rentowność klientów i rynków

Obecność przedsiębiorstwa na określonym rynku zależy od korzyści finansowych, jakie może ono osiągnąć. Korzyści te są pochodną wielkości sprzedaży, opłacalności poszczególnych klientów lub ich grup oraz kosztów wejścia i funkcjonowania na danym rynku. Klient płaci za określoną wartość. Składa się na nią wartość użytkowa produktu (usługi) oraz wartość związana z jej dostarczeniem do klienta.¹³⁴ Zadowolenie klienta wynika z jego subiektywnej oceny, która obejmuje wszystkie korzyści związane z nabywanym produktem lub usługą oraz doświadczenia związane z kontaktami z przedsiębiorstwem.¹³⁵ Nie jest ważne co myślą o produktach ich wytwórcy (przedsiębiorcy, menedżerowie), lecz istotne jest jak je postrzegają klienci i jaką im przypisują wartość. Wartość ta musi być na poziomie zapewniającym zaspokojenie ich potrzeb. Muszą mieć oni poczucie, że wartość, którą otrzymują jest równa co najmniej cenie jaką płacą za produkt lub usługę lub równoważna innemu wyrzeczeniu, które muszą ponieść by je otrzymać.

Klienci zgłaszają zapotrzebowanie na określoną wartość użytkową, oczekując równocześnie określonego poziomu obsługi (informacji o produktach i usługach, odpowiedniej kultury sprzedaży, obsługi posprzedażnej itp.). Obsługa klientów staje się coraz droższa. Cena produktu powinna być na tyle wysoka, by przedsiębiorstwo mogło zrekompensować wszystkie koszty (włączając w nie koszt kapitału) poniesione w związku z produkcją i sprzedażą. Klient jest opłacalny dla przedsiębiorstwa wtedy, kiedy długookresowe wpływy ze zrealizowanej dla niego sprzedaży przewyższą długoterminowe koszty z nią związane.

W gospodarce rynkowej od przedsiębiorstw oczekuje się umiejętnego powiązania interesów klientów z interesami właścicieli. Obie strony powinny partycypować we wzroście efektywności: klienci poprzez dostarczanie im coraz lepszych produktów oraz coraz lepszą obsługę sprzedażną i posprzedażną, zaś właściciele poprzez przyrost korzyści z tytułu zaangażowanego kapitału. Realizacja powyższych (wydawać się może, niekiedy sprzecznych ze sobą) oczekiwań wymaga twórczego łączenia potrzeb klientów i zasobów, którymi dysponuje przedsiębior-

¹³³ Por: W. Szymański, *Przedsiębiorstwo wobec wyzwań współczesności*, w: I. Lichniak (red), *Nauka o przedsiębiorstwie ... op. cit.*, s. 161.

¹³⁴ Szerzej na ten temat pisze M. Łada, *Wartość dla klienta w rachunkowości zarządczej* „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości”, 2009 nr 48.

¹³⁵ Por: J. Bąk, P. Stach, *Zadowolenie klienta z jakości obsługi w urzędzie – propozycja i ocena skali pomiarowej*, „Organizacja i Kierowanie”, 2008 nr 4.

stwo. Dlatego ważnym elementem diagnozy sytuacji ekonomicznej i finansowej przedsiębiorstwa jest opłacalność klientów.

Na wartość dla klienta wpływa wiele czynników do których należą jakość produktów, cena, warunki zakupu, jakość obsługi, serwis, itp. Jakość produktów określona jest przez zespół cech nadanych im w procesie wytwarzania, które sprawiają, że zaspokajają one określone potrzeby odbiorców. Wytworzenie tych cech wiąże się z określonymi kosztami. Im wyższy standard posiadają poszczególne cechy tym wyższe są koszty wytwarzania, które w konfrontacji z ceną określają poziom wartości dla właściciela przedsiębiorstwa. Przedsiębiorczość przejawia się między innymi w tym, że podmiot gospodarczy potrafi dostarczyć klientowi taki produkt lub usługę, które będą posiadały niezbędny zestaw cech o odpowiednim standardzie, a równocześnie koszty jego wytworzenia i dostarczenia do klienta będą niższe od ceny, którą klient jest skłonny zapłacić. Producent w celu obniżenia kosztów nie może obniżyć jakości poniżej pewnego minimalnego standardu. W gospodarce konkurencyjnej nie może również podnosić dowolnie ceny w celu odpowiedniego zrekompensowania kosztów. Cena bowiem jest parametrem niezależnym od pojedynczego wytwórcy. Przedsiębiorstwo, które chce funkcjonować na danym segmencie rynku musi dostosować się do jego warunków. Koszty firmy nie leżą w sferze zainteresowania klientów. Ci chcą bowiem nabyć dobre produkty (o określonym poziomie jakości) na korzystnych warunkach (po możliwie najniższych cenach, często z odroczonym terminem płatności) i chcą być sprawnie i mile obsłużeni. Dlatego w procesie tworzenia wartości podmioty gospodarcze muszą zadawać sobie pytania: „Czy oferujemy odbiorcy radykalnie nadrzędną wartość? Czy poziom naszej ceny jest akceptowalny przez masowych odbiorców na naszym rynku docelowym?”¹³⁶

Klienci zadowoleni dokonują nowych zakupów i często sprowadzają nowych klientów. W ten sposób klienci przejmują rolę sprzedawców.¹³⁷ Tworzą w otoczeniu dobrą opinię o przedsiębiorstwie, która jest niezbędna dla zdobycia i utrwalenia określonej pozycji rynkowej. Dlatego we współczesnych przedsiębiorstwach klientów traktuje się jako jeden z najcenniejszych ich zasobów. Klienci lojalni wobec przedsiębiorstwa stają się coraz rzadszym i coraz bardziej krytycznym zasobem przedsiębiorstwa.¹³⁸

W tej sytuacji menedżerowie nie mogą ograniczać się tylko do spraw techniczno-produkcyjnych. Dla osiągnięcia sukcesu rynkowego potrzeba czegoś więcej. Klient oczekuje produktów dostosowanych nie tylko do jego potrzeb, lecz również do jego dochodów. Przedsiębiorstwa muszą dobrze rozpoznawać swoich klientów i ich oczekiwania, by dostosować do nich zarówno jakość produktów i usług jak i cenę. Dostarczenie klientowi odpowiedniej wartości jest warunkiem uzyskania korzyści oczekiwanych przez właścicieli przedsiębiorstw. Dlatego

¹³⁶ F. Krawiec, *Transformacja firmy w nowej gospodarce. Koncepcje, strategie, struktury i technologie w zarządzaniu*, Warszawa 2005, s. 186.

¹³⁷ Por: J. Kołczyński, *Zarządzanie relacjami z klientami na przykładzie banku*, w: A. Szablewski, R. Tuzimek, *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, Warszawa 2005, s. 374.

¹³⁸ Por: B. Dobiegała-Korona, *Klient kapitałem przedsiębiorstwa*, w: B. Dobiegała-Korona, A. Herman (red), *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa*, Warszawa 2006, s. 86.

przedsiębiorstwa muszą inwestować nie tylko w nowe produkty i usługi oraz poprawę ich jakości lecz również w rozwój relacji z klientami.

Inwestowanie w rozwój relacji z klientami, aczkolwiek konieczne, powinno w dłuższej perspektywie czasowej doprowadzić do wzrostu wartości przedsiębiorstwa. Zatem inwestycje w relacje z klientami muszą być podporządkowane takim samym wymogom efektywnościowym, jak inwestycje w technologie i produkty (inwestycje rzeczowe). Oznacza to, że przyrost przychodów z tytułu wzrostu wartości dla klientów musi być odpowiednio wyższy od kosztów, które przedsiębiorstwo będzie ponosiło w związku z tworzeniem tej wartości. Inwestycje związane zarówno z produkcją, jak i obsługą klientów powinny więc charakteryzować się dodatnią wartością NPV. Tylko wtedy wzrośnie wartość przedsiębiorstwa.

Wysoką efektywnością mogą charakteryzować się tylko te podmioty gospodarcze, które dostarczają klientom oczekiwanej przez nich użyteczności (wartości) oraz dostosowują swój potencjał gospodarczy (wielkość i strukturę majątku) do możliwości rynkowych. Słusznie zauważa P.F. Drucker, że dla stworzenia niezbędnej przedsiębiorstwu klienteli, musi ono „kontrolować zasoby wytwarzające bogactwo” i tworzyć użyteczność umożliwiającą ludziom zaspokajanie ich życzeń i potrzeb na ich własny sposób.¹³⁹ Rosnąca efektywność przedsiębiorstwa w długim okresie oznacza, że zaspokaja ono coraz lepiej potrzeby klientów dostarczając im coraz wyższej wartości (użyteczności). Oceniając efektywność podmiotów gospodarczych oceniamy równocześnie ich pracę na rzecz otoczenia, a w szczególności klientów.

Podział korzyści między klientów i właścicieli przedsiębiorstwa następuje za pośrednictwem ceny sprzedaży produktów i usług. Rynkowe podejście do tworzenia wartości składa się z dwóch komponentów:¹⁴⁰

- a) polityki cenowej mającej na celu wzrost zapotrzebowania na produkty i usługi oraz ustalenie wysokiej reputacji marki,
- b) polityki kosztowej zapewniającej przy danym poziomie cen wysoki poziom zysku w wyniku ukształtowania struktury kosztów i marż zysku trudnych do osiągnięcia przez naśladowców.

W podejściu tym ważne jest zachowanie właściwej relacji między efektywnością wykorzystania zasobów przedsiębiorstwa a wartością postrzeganą przez klientów. Lepsze wykorzystanie zasobów umożliwia obniżenie kosztów i ceny. Jednakże tym korzystnym zjawiskiem produkcyjnym może towarzyszyć spadek wartości dla klientów. Produkty nie posiadające cech indywidualnych różniących je od innych wyrobów nie pozwalają na wyróżnienie poszczególnych klientów spośród innych nabywców. Konkretny nabywca może postrzegać to jako utratę swojej indywidualności i takie produkty przestają spełniać jego oczekiwania, przez co ich wartość w jego przekonaniu spada. Wartość w opinii klienta to nie tylko cena. Wielu spośród nich jest skłonnych zapłacić wyższą cenę byle tylko nabyć produkt, którego nie posiadają sąsiedzi, znajomi lub współpracownicy. Po-

¹³⁹ P. F. Drucker, *Innowacja i przedsiębiorczość. Praktyka i zasady*, Warszawa 1992, s. 262.

¹⁴⁰ Por: F. Krawiec, *Transformacja ..., op. cit.*, s. 190.

mnażanie wartości dla właścicieli kosztem wartości klientów w gospodarce konkurencyjnej może się zdarzyć jedynie w krótkich okresach, dopóki klienci nie zorientują się, że są źle traktowani lub ich oczekiwania nie są właściwie zaspokajane. Kara jaka może spotkać przedsiębiorstwo za takie praktyki może być równa jego upadłości.

Uwzględniając opłacalność klientów można podzielić ich na cztery grupy (por. rys. 5.1). Kryteriami podziału są: zysk brutto na sprzedaży produktów (usług) dla danego klienta lub grupy klientów rozumiany jako różnica między przychodami ze sprzedaży netto uzyskanymi od niego lub od nich a kosztami ich wytworzenia oraz kosztami obsługi klienta lub klientów. Z rysunku 5.1. wynika, że każdego z klientów można zakwalifikować do jednej z czterech grup. Każda z tych grup charakteryzuje się inną wrażliwością na cenę oraz wymaganiami w zakresie jakości obsługi.

Wysoka	Klienci pasywni (grupa C)	Klienci wymagający (grupa D)
	Klienci wrażliwi na cenę (grupa A)	Klienci agresywni (grupa B)
Niska		
		Niskie Wysokie
	Koszty obsługi klienta	

Rysunek 5.1. Relacja między zyskiem na produktach i usługach a kosztami obsługi klientów

Źródło: opracowanie własne na podstawie: K.S. Kaplan, R. Cooper, *Zarządzanie kosztami i efektywnością*, wyd. ABC, Warszawa 2000, s. 241.

Najmniej wymagający są klienci grupy A. Są to zazwyczaj klienci o niskich dochodach, kierujących się przy decyzjach zakupowych poziomem ceny. Mają świadomość tego, że przy niskiej cenie nie można oczekiwać wysokiej jakości (zarówno produktów jak i obsługi). Korzyści przedsiębiorstwa związane ze sprzedażą dla tej grupy klientów zależą od tego na ile przedsiębiorstwo potrafi dostosować swoje koszty do oczekiwanej przez klientów ceny, nie obniżając jakości produktów poniżej minimalnego standardu.

Oczekiwania klientów grupy B (agresywni) są niespójne. Żądają niskich cen oraz wysokiego standardu obsługi (np. bezpłatnej dostawy produktów do domu, odroczonej terminowości płatności, specjalnej obsługi posprzedażowej itp.). Często są to klienci o silnej pozycji rynkowej (np. funkcjonujący w warunkach monopsonu). Utrzymywanie z nimi kontaktów handlowych wiąże się z wysokimi kosztami obsługi, które przewyższają zyski na sprzedaży produktów.

Klienci grupy C (pasywni) oczekują przede wszystkim wysokiej jakości produktów. Standard obsługi ma dla nich mniejsze znaczenie. Mają jednak świadomość, że wysoka jakość wiąże się z wysoką ceną, którą akceptują. Gotowość zapłacenia odpowiednio wyższej ceny za wyższą jakość sprawia, że jest to grupa charakteryzująca się najwyższą rentownością. Na tych klientach przedsiębiorstwa zarabiają najwięcej.

Czwarta grupa klientów (grupa D) jest szczególnie wymagająca. Oczekuje nie tylko wysokiej jakości produktów lub usług, lecz często zgłasza specjalne wymagania dotyczące zarówno samej obsługi jak i niekiedy cech nabywanych produktów. Są to zazwyczaj klienci o wyższych, niż przeciętne, dochodach. Rentowność tych klientów zależy w dużej mierze od tego jak kształtuje się relacja między odpłatnością za specjalne wymagania a kosztami ich realizacji.

Osiągnięcie korzystnej relacji między zyskiem ze sprzedaży produktów a kosztami obsługi klientów wymaga nie tylko poznania oczekiwań klientów, lecz również dostosowania do nich oferty produktowej i cenowej oraz jakości obsługi. Oznacza to również, że oferta musi być skierowana do konkretnych klientów i nie musi zawierać produktów i usług o najwyższych parametrach technicznych czy użytkowych. W celu wyboru docelowej grupy klientów konieczne jest prowadzenie rachunku ich opłacalności. Rola tego rachunku we współczesnych przedsiębiorstwach jest szczególnie duża, gdyż ponoszą one coraz większe koszty związane z budową właściwych relacji z klientami. Prowadzenie takiego rachunku jest możliwe dzięki wprowadzeniu hierarchii kosztów sprzedaży. Koszty te są zróżnicowane i wymagają uporządkowania i podziału na cztery grupy: koszty zamówienia, koszty klienta, koszty kanału dystrybucji oraz koszty rynku.¹⁴¹

Koszty zamówienia związane są z jego przyjęciem, kompletowaniem, fakturowaniem i wysyłką. Koszty klienta dotyczą czasu jakie musi poświęcić sprzedawca konkretnemu klientowi udzielając mu informacji o produkcie i warunkach jego sprzedaży, o możliwościach nadania mu odpowiednich cech itp. Nośnikiem tych kosztów jest czas rozmów (telefonicznych lub w miejscu sprzedaży) z klientem, liczba wizyt u klienta, załatwiania reklamacji itp. Koszty kanałów dystrybucji wiążą się z utrzymywaniem stałej sieci punktów sprzedaży i spełnieniem wymagań dotyczących poszczególnych kanałów. Koszty rynku (segmentu rynku) obejmują koszty badań rynkowych, akcji reklamowych, promocyjnych itp. skierowanych do określonych grup klientów możliwych do pozyskania na danym rynku.

Podstawą oceny rentowności jest nadwyżka finansowa brutto liczona jako różnica między zyskiem brutto ze sprzedaży konkretnych produktów lub usług a kosztami realizacji zamówienia (krz), obsługi klienta (kk), dystrybucji (kd) i funkcjonowania na danym rynku (kr).

Zysk brutto realizowany na pojedynczym zamówieniu można określić jako różnicę między sumą zysku brutto ze sprzedaży (zbsj) objętych nim produktów i usług a kosztami jego realizacji, co można zapisać:

¹⁴¹ Por: G.K. Świdarska (red), *Controlling kosztów i rachunkowość zarządcza*, Warszawa 2010, s. 327.

$$Z_{bz} = \sum_{i=1}^n z_{sbji} - k_{rz}$$

Zamówienie jest opłacalne jeżeli jest spełniony warunek:

$$Z_{bz} \geq 0$$

Poszczególni klienci mogą w okresie sprawozdawczym składać wiele zamówień. Koszty związane ze sprzedażą dla konkretnego klienta lub grupy klientów będą zależały nie tylko od kosztów bezpośredniej ich obsługi, lecz również od częstotliwości składanych zamówień i wielkości jednego zamówienia. Przy większej liczbie zamówień oraz niskiej ich wielkości rentowność klienta będzie spadała. Zysk brutto realizowany na kliencie (grupie klientów) można obliczyć wg wzoru:

$$Z_{bk} = \sum_{i=1}^n z_{bsi} - k_k$$

Klienta można uznać za opłacalnego, jeżeli:

$$Z_{bk} \geq 0$$

W ramach danego kanału dystrybucji obsługiwanych może być wielu klientów. Zysk brutto osiągany z danego kanału dystrybucji jest sumą zysków brutto ze wszystkich klientów pomniejszoną o koszty funkcjonowania danego kanału, co wyraża następujący zapis:

$$Z_{bd} = \sum_{i=1}^n z_{bki} - k_d$$

Utrzymywanie danego kanału jest opłacalne wtedy, gdy:

$$Z_{bd} \geq 0$$

W ramach jednego segmentu rynku funkcjonować może wiele kanałów dystrybucji. Z uzyskiwanego dzięki nim zysku brutto w pierwszej kolejności potrąca się koszty obecności przedsiębiorstwa na danym rynku. Pozostała część zysku brutto stanowi nadwyżkę finansową osiąganą na tym rynku. Oblicza się ją następująco:

$$Z_{br} = \sum_{i=1}^n z_{bdi} - k_r$$

Funkcjonowanie przedsiębiorstwa na danym rynku jest uzasadnione jeżeli spełniony jest warunek:

$$Z_{br} \geq 0$$

Do ustalenia poszczególnych kategorii zysku brutto można wykorzystać koncepcję wielopoziomowego rachunku zysków i strat. Procedurę liczenia zysku brutto oraz oceny rentowności procesu sprzedaży zilustrowano w tabeli 5.1.

Tabela 5.1. Rentowność rynku, kanałów dystrybucji, klientów i zamówień

Lp.	Wyszczególnienie	Rynek																				
		Kanały dystrybucji						I						II								
		Klienci						A			B			C			D					
		Zamówienia						1	2	3	1	2	3	1	2	3	1	2	3			
1.	Przychody ze sprzedaży	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	X
2.	Koszty wytworzenia prod.	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	X
3.	Zysk brutto na sprzed.(1-2)	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	X
4.	Koszty real. zamówienia	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	X
5.	Zysk brutto na zam. (3-4)	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
6.	Zysk brutto na zam. razem	x			x			x			x											
7.	Koszty obsługi klienta	x			x			x			x											
8.	Zysk br. na kliencie (6-7)	x			x			x			x											
9.	Zysk brutto na klientach	x						x														
10.	Koszty dystrybucji	x						x														
11.	Zysk br. na dystr. (8-9)	x						x														
12.	Zysk br. z dystrybucji	x																				
13.	Koszty utrzymania rynku	x																				
14.	Zysk br. z rynku (12-13)	x																				

Źródło: opracowanie własne

Suma zysku brutto uzyskanego na wszystkich rynkach, na których funkcjonuje przedsiębiorstwo jest źródłem pokrycia kosztów ogólnego zarządu oraz wspólnych kosztów sprzedaży (tych, których nie można przypisać jednoznacznie do konkretnych rynków). Pozostała reszta stanowi zysk ze sprzedaży i powinna być zgodna z kwotą zysku ze sprzedaży wykazywaną w sprawozdawczym rachunku zysków i strat.

Zysk osiągnięty z poszczególnych zamówień, klientów, kanałów dystrybucji i rynków może być zróżnicowany. Do oceny poziomu ich rentowności wykorzystać można powszechnie znane wskaźniki rentowności obrotu (relacja zysku brutto do przychodów ze sprzedaży netto) lub rentowności kosztów (relacja zysku brutto do kosztów zamówienia, klienta, kanału dystrybucji lub rynku). Porównując wartość wskaźników można zbudować ranking zamówień, klientów, kanałów dystrybucji oraz rynków, który może stanowić podstawę do ustalenia polityki sprzedaży. Na jego podstawie można zidentyfikować klientów wysoce rentownych, mało rentownych i nierentownych. Ci ostatni konsumują część zysku osiągniętego na pozostałych klientach.

Szczególną uwagę przedsiębiorstwa powinny zwrócić na dwie ostatnie grupy klientów. W pierwszej kolejności analizie trzeba poddać poziom i strukturę kosztów realizacji zamówień i obsługi klientów. Mogą być one rezultatem złej wewnętrznej organizacji sprzedaży (systemu składania zamówień, obsługi sprzedażnej i posprzedażnej)

lub też niestandardowych wymagań klientów (np. w zakresie logistyki). Identyfikacja przyczyn pozwoli na podjęcie właściwych działań usprawniających i podjęcie negocjacji z klientami w zakresie rezygnacji z części oczekiwań lub ewentualnego wzrostu ceny z tytułu spełnienia ponadstandardowych wymagań. W ostateczności może zaistnieć konieczność rezygnacji z części klientów. Transakcje handlowe mają sens wówczas, gdy nie przynoszą przedsiębiorstwom strat.

5.4. Podsumowanie

Przedsiębiorstwa funkcjonują w określonym otoczeniu, pracują dla niego i mogą realizować swoje cele dzięki niemu. W otoczeniu tym kluczową rolę odgrywają klienci, o których przychylność zabiega wiele podmiotów gospodarczych. Konkurując między sobą zajmują określoną pozycję, która ułatwia lub utrudnia osiągnięcie założonych celów. Dlatego diagnozując sytuację finansową przedsiębiorstwa nie można pominąć oceny ich pozycji rynkowej.

Postawienie diagnozy wymaga określenia udziału przedsiębiorstwa w rynku oraz oceny opłacalności klientów. Pozycja rynkowa jest dodatnio skorelowana z udziałem w rynku. W miarę wzrostu tego udziału przedsiębiorstwa mogą łatwiej realizować swoje cele. Wzrost udziału w rynku nie musi iść w parze z opłacalnością klientów. Niskie ceny, sprzedaż promocyjna, dodatkowe usługi dla klientów itp. mogą wpłynąć na wzrost sprzedaży i udziału w rynku lecz mogą nie zapewnić oczekiwanej efektywności. Udział w rynku nie jest celem samym w sobie. Jest tylko jednym ze środków osiągnięcia celu końcowego jakim jest wzrost wartości dla właścicieli. Sformułowanie wiarygodnej diagnozy rynkowej wymaga również oceny opłacalności klientów.

6. Diagnozowanie zagrożenia upadłością i analiza zmian wartości przedsiębiorstwa

6.1. Przyczyny upadłości przedsiębiorstw

Upadłość przedsiębiorstw jest zjawiskiem, które towarzyszy procesom rozwoju gospodarczego. Przedsiębiorstwa powstają, rozwijają się i znikają z rynku. Jedną z przyczyn tego ostatecznego zjawiska jest upadłość podmiotów gospodarczych. Jest ona skutkiem utraty możliwości realizacji celów dla których zostały one powołane.

Każdemu przedsiębiorstwu towarzyszy ryzyko gospodarcze, które oznacza prawdopodobieństwo niezrealizowania celów, poniesienia straty lub upadłości na skutek niekorzystnych zmian wewnątrz przedsiębiorstwa lub w jego otoczeniu. Z tego wynika, że przyczyny upadłości podmiotów gospodarczych mogą być natury zewnętrznej lub wewnętrznej.

Przyczyny o charakterze zewnętrznym związane są z ogólną sytuacją rynkową, polityką gospodarczą państwa (np. polityką podatkową, prawem pracy, przepisami w zakresie bhp, ochroną środowiska itp., jej stabilnością, polityką kredytową banków itp.). Przedsiębiorstwa nie mają na nie wpływu. Muszą je uwzględniać w swoich decyzjach operacyjnych i strategicznych. Niestabilność i restrykcyjność polityki gospodarczej państwa utrudnia prowadzenia działalności gospodarczej i zwiększa ryzyko jej prowadzenia. Przedsiębiorstwa częściej zagrożone są upadłością z przyczyn od siebie niezależnych.

Przyczyny wewnętrzne związane są bezpośrednio z procesem zarządzania przedsiębiorstwami i zależą od decyzji podejmowanych przez ich zarządy. Upadłość jest rezultatem błędnych wyborów, przy danych uwarunkowaniach zewnętrznych. Wybory te dotyczyć mogą kierunków rozwoju i związanych z nimi wielkości wydatków inwestycyjnych, poziomu zadłużenia, złych umów zawartych z kontrahentami handlowymi itp. Prowadzone badania nad upadłością przedsiębiorstw w Polsce wskazują, że dominują przyczyny o charakterze wewnętrznym. Są to najczęściej błędy dotyczące sfery operacyjnej i finansowej.¹⁴²

Te dwie grupy przyczyn wzajemnie się przenikają. Przy stabilnym otoczeniu łatwiej rozpoznawać sytuacje decyzyjne i podejmować trafne decyzje. Przy dużej zmienności otoczenia wybory są trudniejsze i trafność decyzji ulega zmniejszeniu. Przedsiębiorstwa muszą być nie tylko zdeterminowane do szybkiego reagowania na zachodzące zmiany, lecz te zmiany uprzedzać. Zatem, to otoczenie w ostateczności wpływa na to, które przedsiębiorstwa przetrwają, a które wypadną z rynku.¹⁴³

We współczesnych warunkach funkcjonowania przedsiębiorstw (warunkach globalizacji) ryzyko gospodarcze jest wyższe i tym samym prawdopodobieństwo

¹⁴² Por: M. Szczerbak, *Przyczyny upadłości przedsiębiorstw w Polsce*, w: B. Prusak (red), *Ekonomiczne i prawne aspekty upadłości przedsiębiorstw*, Warszawa 2007, s. 39.

¹⁴³ Por: M. Hannan, J. Freeman, *The Population Ecology of Organizations*, "American Journal of Sociology", 1997 nr 82.

upadłości rośnie. Jest ono tym większe im rozleglejsze i silniejsze są powiązania podmiotu gospodarczego z partnerami krajowymi i zagranicznymi.¹⁴⁴ Przedsiębiorstwa rodzime bardziej narażone są na konkurencję firm międzynarodowych. Są częściej zmuszane do poszukiwania nowych rynków zbytu poza granicami kraju. Tym samym muszą dostosowywać się do regulacji prawnych i warunków konkurencji na tych rynkach. Globalizacja w gruncie rzeczy oznacza wejście na wyższy poziom walki konkurencyjnej.¹⁴⁵ Rośnie presja na fuzje i przejęcia, chociaż ich efektywność jest relatywnie niska. Potwierdzają to liczne badania. W siedmiu na dziesięć przypadków przejmowana spółka nigdy nie daje możliwości uzyskania efektu synergii.¹⁴⁶

Współczesne przedsiębiorstwa funkcjonują więc w warunkach permanentnego kryzysu zagrażającego ich egzystencji. Dążąc do przetrwania przedsiębiorstwa muszą być gotowe do systematycznego wprowadzania zmian.¹⁴⁷ Zdaniem Collinsa i Porrasy „firma stworzona, by trwać, to firma stworzona by się zmieniać”.¹⁴⁸

Przedsiębiorstwa większe, silniejsze finansowo oraz mające znaczący udział w rynku globalnym łatwiej i szybciej dostosowują się do szybko zmieniającego się otoczenia. Fakt ten jest jedną z istotnych przyczyn tworzenia dużych organizmów gospodarczych, jakimi są grupy kapitałowe. Pojedyncze przedsiębiorstwa nie są w stanie realizować różnorodnych, często przeciwstawnych wymagań otoczenia.¹⁴⁹

Upadłość jest skutkiem kłopotów finansowych przedsiębiorstw. Poprzedza ją na ogół szereg zjawisk, świadczących o narastającym zagrożeniu upadłością. W literaturze określane są one takimi terminami, jak: zagrożenie płynności finansowej, niewypłacalność. Zagrożenie płynności finansowej ma miejsce wówczas, gdy wskaźniki tej płynności osiągają niskie wartości. Wyraża się to w trudnościach w terminowym regulowaniu wartości. Pojawiają się opóźnienia. Zaczynają napływać ponaglenia, gwałtownie rośnie zapotrzebowanie na dodatkowe, zewnętrzne źródła zasilenia kapitałowego.

Konsekwencją trudności z terminową regulacją zobowiązań przez dłuższy okres jest niewypłacalność. Rozróżnia się niewypłacalność techniczną, niewypłacalność w sensie upadłości oraz pogłębiająca się niewypłacalność.¹⁵⁰ Niewypłacalność techniczna ma miejsce wtedy, gdy przedsiębiorstwo nie może spłacić bieżących zobowiązań. Może mieć charakter przejściowy. Jeżeli utrzymuje się przez dłuższy okres wówczas jej konsekwencją jest upadłość. Niewypłacalność upadłościowa to niewypłacalność chroniczna. Dotyczy ona sytuacji, kiedy wartość rynkowa majątku przewyższa łączną wartość zobowiązań. Charakterystyczną cechą

¹⁴⁴ Por: E. Mączyńska, *Upadłość przedsiębiorstwa. Zaprzeszanie działalności*, w: I. Lichniak (red), *Nauka o przedsiębiorstwie. Wybrane zagadnienia*, Warszawa 2009, s. 229.

¹⁴⁵ Por: J. Bogdanienko, *Nowe czynniki przewagi konkurencyjnej*, w: J. Bogdanienko (red), *Firma w otoczeniu globalnym*, Toruń 2006, s. 23.

¹⁴⁶ Por: T. Phillips, *Spektakularne upadki wielkich firm*, Warszawa 2013, s. 172.

¹⁴⁷ Por: C. Suszyński, *Restrukturyzacja, konsolidacja, globalizacja przedsiębiorstw*, Warszawa 2003, s. 19–29.

¹⁴⁸ Cyt. za: T. Phillips, *Spektakularne upadki ... op. cit.*, s. 13.

¹⁴⁹ Por: M. Trocki, *Grupy kapitałowe. Tworzenie i funkcjonowanie*, Warszawa 2004, s. 21.

¹⁵⁰ Por: E.I. Altman, E. Hotchkiss, *Trudności finansowe a upadłość firm*, Warszawa 2007, s. 19.

tego rodzaju niewypłacalności jest ujemna wartość kapitałów własnych. Pogłębiająca się niewypłacalność występuje wówczas, gdy przedsiębiorstwo utrzymywane jest przy życiu wbrew interesom jego wierzycieli. Przedsiębiorstwo generuje straty, ma kłopoty z zakupami kredytowanymi, jego majątek systematycznie się kurczy.

Upadłość przedsiębiorstwa może mieć postać techniczną lub prawną.¹⁵¹ Upadłość techniczna następuje zazwyczaj wtedy, kiedy naruszone zostaną warunki umowy z wierzycielem lub wierzycielami. Może to mieć miejsce nawet w sytuacji, kiedy dłużnik zachowuje płynność finansową, lecz z jakiś powodów przestał wywiązywać się z obowiązków związanych z daną umową. Przykładem takiej sytuacji może być niedotrzymanie przez kredytodawcę warunków umowy kredytowej z bankiem. Nie zawsze prowadzi to do uruchomienia prawnej procedury upadłościowej, lecz problem jest rozwiązywany w drodze renegotjacji umowy.¹⁵²

Jeżeli przedsiębiorstwo utraciło w sposób trwały zdolność do zaspokajania swoich wierzycieli może być ogłoszona upadłość w sensie prawnym. Jest ona orzekana przez sąd. Jej wynikiem może być likwidacja przedsiębiorstwa. Źródłem zaspokojenia wierzycieli będą wpływy z tytułu wyprzedazy majątku przedsiębiorstwa. Sąd może również przychylić się do wniosku o wdrożenie programu naprawczego Jeżeli problem dotyczy większej liczby wierzycieli, wówczas sąd może ogłosić upadłość układową. Dłużnik zawiera z wierzycielami układ w wyniku którego następuje konsolidacja długu, często częściowe jego umorzenie oraz odroczenie terminów płatności. Musi jednak istnieć szansa, że dalsze funkcjonowanie przedsiębiorstwa (często odpowiednio zrestrukturyzowanego) umożliwi realizację warunków układu.

Prawo upadłościowe i naprawcze¹⁵³ w Polsce stanowi, że wniosek o upadłość może zgłosić zarówno dłużnik, jak i wierzyciel. Upadłość ogłasza się w stosunku do dłużnika niewypłacalnego. Jest nim przedsiębiorstwo, które przestało spłacać wymagalne zobowiązania a także to, którego zobowiązania przewyższają wartość jego majątku, czyli którego wartość kapitałów własnych jest ujemna, mimo że na bieżąco obsługuje swoje zobowiązania.¹⁵⁴ Sąd może odmówić ogłoszenia upadłości, jeżeli opóźnienie w spłacie zobowiązań nie przekracza trzech miesięcy, zaś ich suma nie jest wyższa od 10% wartości bilansowej majątku dłużnika, pod warunkiem, że niewypłacalność nie ma charakteru trwałego a oddalenie wniosku nie spowoduje krzywdy wierzycieli.¹⁵⁵

¹⁵¹ *Ibidem* s. 19.

¹⁵² Przykładem takiej sytuacji jest PKM Duda, spółki notowanej na GPW w Warszawie. Wniosek wierzyciela spółki o upadłość likwidacyjną zmobilizował władze Spółki do podjęcia działań zmierzających do zawarcia porozumienia z wierzycielami i przeprowadzenia restrukturyzacji finansowej (por: J. Nowak, Identyfikacja czynników wpływających na przeprowadzenie procesu restrukturyzacji przedsiębiorstwa w obszarze finansowym, w: T. Famulska, J. Nowakowski, *Kontrowersje wokół finansów*, Warszawa 2011, s. 377–388.

¹⁵³ Ustawa z dnia 28.02.2003 r. *Prawo upadłościowe i naprawcze* (Dz.U. z 2012 poz. 1112).

¹⁵⁴ Por: *Ibidem*, art. 11.

¹⁵⁵ *Ibidem*, art. 12.

Ostatecznym skutkiem upadłości przedsiębiorstw jest ich likwidacja. Ma ona miejsce w sytuacjach patowych, kiedy działania naprawcze nie są skuteczne a dalsze funkcjonowanie przedsiębiorstwa naraziłoby jego wierzycieli i właścicieli na dodatkowe straty.¹⁵⁶ Następuje zamknięcie przedsiębiorstwa i wyprzedaż lub dzierżawa jego majątku, które stają się w pierwszej kolejności źródłem pokrycia zobowiązań. Jeżeli wartość majątku jest wyższa od wartości zobowiązań, to nadwyżka ta, po pokryciu kosztów likwidacji, należy się właścicielom.

Upadłość dotyczy różnych przedsiębiorstw, różniących się rodzajem prowadzonej działalności, znajdujących się na różnych etapach rozwoju, posiadających zróżnicowaną strukturę majątkowo-kapitałową.¹⁵⁷ Symptomy upadłości na ogół pojawiają się z pewnym, nie rzadko kilkuletnim wyprzedzeniem czasowym. Można je zauważyć zarówno w sprawozdawczości finansowej, jak i informacjach pozafinansowych. Należą do nich m.in.:

- a) spadający z okresu na okres wynik finansowy na sprzedaży lub pojawiająca się strata finansowa,
- b) rosnące zobowiązania wobec dostawców i wzrost zobowiązań przedterminowych z różnych tytułów (z tytułu dostaw, ubezpieczeń, podatków, wynagrodzeń itp.),
- c) rosnące zapasy, w szczególności zapasy produktów niezakończonych i gotowych,
- d) ujemne przepływy z działalności operacyjnej,
- e) problemy z terminowym zakończeniem inwestycji (wydłużający się okres zamrożenia kapitału w inwestycjach, brak środków finansowych na ich ukończenie itp.),
- f) wyprzedaż majątku trwałego i związany z nią spadek zdolności wytwórczych i usługowych,
- g) rosnące zapotrzebowanie na zewnętrzne źródła finansowania (kredyty, pożyczki itp.),
- h) spadek sprzedaży i udziału w rynku (utrata znaczącej liczby klientów lub klientów o kluczowym znaczeniu),
- i) starzejące się wyposażenie techniczne oraz stosowane technologie produkcji,
- j) spadające zatrudnienie, brak realnej strategii rozwoju.

Uwzględniając przyczyny, które doprowadziły do upadłości, T. Korol wyodrębnił trzy rodzaje upadłości.¹⁵⁸

- a) I rodzaj upadłości dotyczy szczególnie przedsiębiorstw młodych, które rozpoczęły swoją działalność stosunkowo niedawno. Zazwyczaj nie zdążyły jeszcze na dobre zadomowić się na rynku. Nie mają rozwiniętych relacji z dostawcami i odbiorcami, narażone są na silną konkurencję i mają utrudniony dostęp do kapitałów. Tej niekorzystnej sytuacji towarzyszą często błędy w procesie zarządzania przedsiębiorstwem (np. bardzo wąska specjalizacja, nadmierny, niczym nieuzasadniony optymizm, źle ustrukturalizowane aktywa itp.). Do upadłości takiej dochodzi niezależnie od sytuacji makroekonomicznej i polityki gospodarczej państwa.

¹⁵⁶ Por.: B. Nogalski, R. Ronkowski, *Współczesne przedsiębiorstwo. Problemy funkcjonowania i zatrudnienia*, Toruń 2007, s. 36.

¹⁵⁷ Potwierdzają to liczne badania. Por. m. in. J. Rutkowska, *Model ekonomiczny przedsiębiorstwa zagrożonego upadłością*, w: P. Karpuś (red), *Finanse przedsiębiorstwa*, Lublin 2006, s. 90.

¹⁵⁸ Por.: T. Korol, *Przyczyny upadłości firm w zależności od fazy kryzysu i rodzaju bankructwa*, w: B. Bernaś, *Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka*, nr 48, Wrocław 2009, s. 461–464.

- b) II rodzaj upadłości dotyczy nie tylko przedsiębiorstw młodych. Często upadają firmy o rosnącej pozycji rynkowej, znajdujące się w fazie intensywnego rozwoju. Zarządy tych firm charakteryzuje wysoki optymizm. Mają one ambicje by przedsiębiorstwo zajęło czołową pozycję na rynku. Korzystna koniunktura gospodarcza może stanowić dodatkowy argument za realizowaną agresywną strategią rynkową. Za dynamicznym rozwojem nie idą w parze konieczne zmiany wewnętrzne (np. w strukturze organizacyjnej, w zakresie decentralizacji decyzji itp.). W rezultacie obniża się efektywność, tempo wzrostu kosztów funkcjonowania przedsiębiorstwa zaczyna wyprzedzać przyrost przychodów, spadają zyski, rosną zapasy, płynność finansowa jest coraz bardziej zagrożona. W tej sytuacji banki zaostrzają warunki dalszego kredytowania lub też wypowiadają umowy kredytowe. Jeżeli te zjawiska zbiegną się z pogorszeniem ogólnej koniunktury gospodarczej, wówczas upadłość jest nieunikniona.
- c) III rodzaj upadłości dotyczy przedsiębiorstw mających za sobą niejednokrotnie wieloletnią historię, a więc podmiotów o ugruntowanej sytuacji rynkowej, czujących się w miarę bezpiecznie. To może sprawiać, że ich zarządy nie wykazują należytej czujności. Tymczasem warunki prowadzenia działalności gospodarczej mogą się zmieniać na skutek starzenia się produktów, pojawienia się substytutów wytwarzanych wyrobów, rosnącej konkurencji. Są to często przedsiębiorstwa, które charakteryzują się wysokimi wskaźnikami płynności finansowej. Jednak brak działań koniecznych do dostosowania przedsiębiorstwa do zmieniającego się otoczenia prowadzi do tego, że następuje spadek sprzedaży i stopniowy spadek rentowności. Zjawiska te na początku mogą być słabo zauważalne, tym bardziej, że firmy takie posiadają często duże zapasy środków pieniężnych zgromadzonych w okresach poprzednich. Jednakże wraz z upływem czasu sytuacja zaczyna się gwałtownie pogarszać. Spóźniona lub też nieadekwatna reakcja zarządu doprowadza do sytuacji, w której upadłość staje się nieunikniona. Ta grupa przedsiębiorstw jest na ogół mniej wrażliwa na niekorzystne zmiany ogólnej koniunktury gospodarczej, chyba, że zbiegnie się ona z poprzednio omówionymi zjawiskami. Wówczas przyspieszony zostanie proces upadłości.

Należy podkreślić, że wskaźniki finansowe i techniczno-ekonomiczne informują o skutkach, które mają określoną wartość finansową. Mają one charakter wynikowy wobec przyczyn powodujących zagrożenie upadłością (kryzys) przedsiębiorstwa.¹⁵⁹ Bezpośrednie przyczyny tkwią zazwyczaj w obszarze zarządzania przedsiębiorstwem i mogą wynikać m.in. ze spadku dyscypliny formalnej lub jej przerostu, konfliktów wewnętrznych, niewłaściwego rangowania ważności problemów, utrudnień w kooperacji, utracie zaufania u kontrahentów i klientów itp.¹⁶⁰

Niezależnie od przyczyn, upadłość przedsiębiorstw w warunkach gospodarki rynkowej jest zjawiskiem normalnym. Każdej działalności gospodarczej towarzyszy ryzyko. Jest skutkiem błędnych decyzji i niedostosowania organizacji do warunków prowadzenia działalności gospodarczej. Przedsiębiorstwa funkcjonują

¹⁵⁹ B. Wiczerzyńska, *Kryzys w przedsiębiorstwie*, Warszawa 2009, s. 49.

¹⁶⁰ Por.: A. Zelek, A. Gwarek, *Symptomy kryzysu organizacji*, „Firma i Rynek”, 2000 nr 2.

dzięki otoczeniu i dla otoczenia. Dlatego muszą być elastyczne i nie tylko szybko reagować na zachodzące zmiany zewnętrznych uwarunkowań, lecz je odpowiednio uprzedzać.¹⁶¹ System zarządzania przedsiębiorstwem powinien zawierać narzędzia ograniczania ryzyka¹⁶² (wykup polis ubezpieczeniowych, wykorzystanie instrumentów pochodnych itp.) oraz system monitorowania i wczesnego ostrzegania przed zagrożeniem upadłością. Wczesna informacja o powstających zagrożeniach oraz szybka i adekwatna reakcja ze strony zarządu może uchronić przedsiębiorstwo przed kryzysem.

6.2. Modele prognozowania upadłości

Upadłość przedsiębiorstw nie jest zazwyczaj zjawiskiem nagłym, zupełnie nieprzewidywalnym. Zazwyczaj jej symptomy pojawiają się ze znacznym wyprzedzeniem czasowym. Należą do nich: spadająca sprzedaż, spadająca rentowność sprzedaży, pojawiające się kłopoty z terminową realizacją zobowiązań, rosnące zadłużenie i związane z nim koszty finansowe, rosnące zapasy itp. Źródłem informacji o nich są sprawozdania finansowe oraz informacje pochodzące od kontrahentów handlowych, banków i innych instytucji. Pozyskanie tych informacji nie jest trudne. Wymagają one odpowiedniego przetworzenia, by można było uzyskać informację o zagrożeniu upadłością. Informacja taka powinna być tworzona z pewnym wyprzedzeniem (np. dwu lub trzyletnim), po to by zarząd przedsiębiorstwa mógł podjąć odpowiednie działania zapobiegające niepożądanemu rozwojowi zjawisk.¹⁶³

Informacja taka może powstawać w systemie wczesnego ostrzegania. Jest on zbiorem wskaźników finansowych i informacji pozafinansowej pozwalających na identyfikację powstających zagrożeń. Zagrożenia te ocenia się na podstawie kierunków zmian ww. wskaźników. System ten nie tylko umożliwia bardziej szczegółową diagnozę, lecz ułatwia identyfikację pogarszającej się kondycji finansowej we wczesnym stadium zagrożenia, syntetyczną ocenę tej kondycji w oparciu o jeden miernik, pełniejszą ocenę zdolności kredytowej oraz oszacowanie ryzyka niewypłacalności podmiotu gospodarczego.¹⁶⁴ Dostarcza on menedżerom informacji niezbędnych do:¹⁶⁵

- a) podejmowanie działań zapobiegających dalszemu niekorzystnemu rozwojowi danego zjawiska lub danych zjawisk w przyszłości lub też takich, które zapobiegają przewidywanej, niepożądanej zmianie,
- b) przygotowanie przedsiębiorstw na wystąpienie niekorzystnej sytuacji, jeżeli nie można jej przeciwdziałać.

¹⁶¹ Tymczasem z badań przeprowadzonych w grudniu 2009 r. wynika, że większość, szczególnie małych przedsiębiorców nie posiadała procedur, które mogłyby zastosować w przypadku znaczących zmian rynkowych (por: A. Paździor, *Kryzys finansowy i jego skutki dla gospodarki Polski i świata*, Warszawa 2013, s. 161.

¹⁶² Por: M. Wereda-Kolasińska, *Wpływ ryzyka strategicznego na wartość firmy dla akcjonariuszy*, Warszawa 2011, s. 47.

¹⁶³ Por: T. Korol, *Systemy ostrzegania przedsiębiorstw przed ryzykiem upadłości*, Warszawa 2010, s. 25.

¹⁶⁴ Por: B. Prusak, *Nowoczesne metody prognozowania zagrożenia finansowego przedsiębiorstw*, Warszawa 2005, s. 12.

¹⁶⁵ Por: A. Szpulak, *Prognozowanie w zarządzaniu kondycja finansową przedsiębiorstwa*, w: P. Dittman, i in., *Prognozowanie w zarządzaniu sprzedażą i finansami przedsiębiorstwa*, Warszawa 2011, s. 295.

System ten powinien spełniać następujące warunki:¹⁶⁶

- a) musi być oparty na rzetelnych (wiarygodnych informacjach),
- b) ujawniać zagrożenie z odpowiednim wyprzedzeniem czasowym,
- c) powinien być testowany przez odpowiednio długi czas, w miarę stabilnych warunkach,
- d) powinien być dostosowany do charakteru przedsiębiorstwa i warunków jego funkcjonowania (formy własności, regulacji prawnych, charakteru rynku itp.),
- e) powinien charakteryzować się wysoką skutecznością (co najmniej 90% trafność wskazań).

Dotychczas opracowano szereg modeli wczesnego ostrzegania (prognozowania upadłości). W Polsce najbardziej są znane modele z gospodarki amerykańskiej i polskiej. Modele te można podzielić na dwie grupy: modele jednowymiarowe oraz modele wielowymiarowe. W pierwszej grupie do najbardziej znanych należy model Weibela. Powstał on w rezultacie badań prowadzonych w grupie obejmującej przedsiębiorstwa w dobrej i złej kondycji finansowej. Bazuje on na sześciu wskaźnikach, które zostały wyselekcjonowane przez autora z grupy 41 analizowanych wskaźników. Zostały one uznane za najistotniejsze w ocenie kondycji finansowej przedsiębiorstw. Są nimi:

- a) relacja nadwyżki ekonomicznej do zobowiązań,
- b) relacja aktywów obrotowych do zobowiązań krótkoterminowych,
- c) relacja sumy należności i inwestycji krótkoterminowych pomniejszonych o zobowiązania krótkoterminowe do kosztów ogółem bez amortyzacji,
- d) cykl rotacyjny zapasów materiałowych mierzony relacją średniego stanu zapasów do kosztów materiałowych,
- e) cykl rotacyjny zapasów towarów w dniach mierzony relacją średniego stanu krótkoterminowych zobowiązań do wartości zakupionych towarów,
- f) wskaźnik zadłużenia ogółem (udział ogółu zobowiązań w kapitałach ogółem).

W zależności od wartości wymienionych wskaźników, wszystkie badane przedsiębiorstwa podzielił na trzy grupy, różniące się poziomem ryzyka upadłości. W pierwszej grupie znalazły się podmioty gospodarcze, w których wartości wszystkich wskaźników kształtowały się na poziomie przedsiębiorstw wypłacalnych. Była to grupa o niskim ryzyku bankructwa. Do grupy drugiej zakwalifikowano te firmy, w których mniej niż połowa wskaźników osiągała wartości wskaźników charakterystycznych dla podmiotów niewypłacalnych. Ryzyko bankructwa było wyższe niż w grupie pierwszej. W grupie trzeciej znalazły się przedsiębiorstwa o wysokim ryzyku upadłości, czyli takie, w których co najmniej połowa spośród sześciu wskaźników osiągała poziom charakterystyczny dla organizacji niewypłacalnych.¹⁶⁷

Modele jednowymiarowe mają ograniczone zastosowanie. Niejednokrotnie trudno jest jednoznacznie zdefiniować zagrożenia, jeżeli analizowane wskaźniki dają sprzeczne sygnały. Ponadto, analiza ta opiera się na założeniu liniowej zależności między

¹⁶⁶ Por: M. Zaleska, *Ocena kondycji finansowej przedsiębiorstwa przez analityka bankowego*, Warszawa 2012, s. 125–126.

¹⁶⁷ Por: M. Zaleska, *Analiza ryzyka upadłości przedsiębiorstwa i banku. Systemy wczesnego ostrzegania*, Warszawa 2002, s. 28.

wartością wskaźnika a sytuacją finansową przedsiębiorstwa. W praktyce te zależności mogą być bardziej złożone. Dlatego modele jednowymiarowe wykorzystuje się często jako etap selekcji wskaźników do modeli wielowymiarowych.

W modelach wielowymiarowych poszukuje się zależności między wieloma zmiennymi objaśniającymi (wskaźnikami), tak by można było zakwalifikować sytuację danej firmy jako zagrażającą bankrutem lub nie. Na podstawie określonej próby badawczej wyznacza się liniową funkcję dyskryminacyjną typu:

$$Z = a_0 + a_1X_1 + a_2X_2 + \dots + a_nX_n$$

gdzie:

Z – zmienna zależna (objaśniana),

a_1, a_2, \dots, a_n – współczynniki dyskryminacyjne,

X_1, X_2, \dots, X_n – zmienne objaśniające (wskaźniki)

oraz ustala się wartość graniczną Z . W większości znanych modeli, przedsiębiorstwa dla których wartość Z jest wyższa od wartości granicznej zaliczane są do podmiotów nie zagrożonych upadłością, zaś w sytuacji odmiernej (wartość Z niższa od wartości granicznej) prawdopodobieństwo upadłości jest wysokie. W niektórych jednak modelach klasyfikacja jest odwrotna. Organizacje gospodarcze dla których wartość Z jest niższa od wartości granicznej uważane są za bezpieczne, zaś te, których wartość Z jest wyższa od wartości granicznej zagrożone są upadłością. Znane są również takie modele, w których występuje tzw. strefa pośrednia, która nie pozwala na jednoznaczną klasyfikację sytuacji finansowej badanej firmy.¹⁶⁸

Pionierem w zakresie wykorzystania wielowymiarowej analizy dyskryminacyjnej do budowy modeli prognozowania zagrożenia upadłością przedsiębiorstw jest E.I. Altman. Pierwszy model stworzył w r. 1968. Od tego czasu był on modyfikowany. Jednakże niezależnie od jego wersji jest on dostosowany do warunków prowadzenia działalności gospodarczej w USA oraz obowiązujących tam zasad rachunkowości.¹⁶⁹ Jego wykorzystanie w przypadku polskich przedsiębiorstw nie daje zadowalających rezultatów, gdyż funkcjonują one w odmiennych warunkach prawno-ekonomicznych.¹⁷⁰

Dla potrzeb systemu wczesnego ostrzegania w polskich przedsiębiorstwach opracowano wiele modeli.¹⁷¹ W niniejszym opracowaniu zostaną omówione tylko niektóre z nich, a mianowicie: modele J. Gajdki i D. Stosa, A. Hołdy, E. Mączkińskiej, M. Hamroła, B. Czajki i M. Piechockiego i D. Wędzkiego. Większość autorów opracowała zazwyczaj po kilka modeli, różniących się liczbą zmiennych (wskaźników finansowych). Poszczególni autorzy prowadzili badania na zróżni-

¹⁶⁸ Por: B. Prusak, *Nowoczesne metody... op. cit.*, s. 49.

¹⁶⁹ Por: E.I. Altman, E. Hotchkiss, *Trudności finansowe ... op. cit.*, s. 261.

¹⁷⁰ Por: M. Zaleska, *Ocena kondycji finansowej... op. cit.*, s. 142.

¹⁷¹ Por: *Ibidem*, s. 137–160; L. Gąsioriewicz, *Analiza ekonomiczno-finansowa przedsiębiorstw*, Warszawa 2011, s. 84–99.

cowanej liczbowo grupie badawczej, zaś dane do analizy pochodziły z różnych okresów. J. Gajdka i D. Stos opracowali 5 modeli dyskryminacyjnych. Powstały one na bazie spółek notowanych na GPW w Warszawie zróżnicowanych branżowo. Zmienne (wskaźniki) uwzględnione w poszczególnych modelach, współczynniki dyskryminacyjne oraz graniczne wartości funkcji podano w tabeli 6.1.

Tabela 6.1. Modele J. Gajdki i D. Stosa

Lp.	Wskaźniki	I	II	III	IV	V
		Wartości współczynników dyskryminujących (wagi)				
1.	Majątek obrotowy/ zobowiązania krótkoterminowe	+ 0,01935	+ 0,017803	-	-	-
2.	Zobowiązania uprzywilejowane/zobowiązania ogółem	+ 1,094753	-	-	-	-
3.	Przychody ze sprzedaży netto/aktywa ogółem	+ 0,179052	+ 0,138657	+ 0,20098985	- 0,0856425	-
4.	Wynik finansowy netto/ aktywa ogółem	- 6,35257	- 4,31026	+ 0,7609754	+ 0,92209885	2,0552
5.	EBITDA/przychody ze sprzedaży netto	+ 0,291098	-	-	-	-
6.	Zobowiązania ogółem/ pasywa	-	+ 0,588694	- 0,341096	- 0,594687	-
7.	(Wynik finansowy netto + odsetki)/przychody ze sprzedaży netto	-	- 0,01038	-	-	-
8.	Cykl rotacyjny zobowiązań krótkoterminowych mierzony kosztem wytworzenia	-	-	+0,0013027	+ 0,000774	-
9.	Wynik finansowy brutto/ przychody ze sprzedaży netto	-	-	+ 0,9659628	+ 0,6535995	+ 1,7260
10.	Zobowiązania krótkoterminowe/koszt wytworzenia produkcji	-	-	-	+0,7732059	- 0,0005
11.	Aktywa/ zobowiązania ogółem	-	-	-	-	+ 0,1155

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: J. Gajdka, D. Stos, *Wykorzystanie analizy dyskryminacyjnej do badania podatności przedsiębiorstwa na bankructwo*, w: J. Duraj, *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, Łódź 1996.

E. Mączyńska wraz z zespołem przeprowadziła badania na grupie 80 spółek notowanych na GPW w Warszawie, z których 40 było zagrożonych upadłością i 40 niezagrożonych. Opracowano 7 modeli dyskryminacyjnych różniących się liczbą uwzględnionych zmiennych objaśniających. Zaprezentowano je w tabeli 6.2.

Tabela 6.2. Charakterystyka modeli dyskryminacyjnych E. Mączyńskiej

Lp.	Wskaźniki	I	II	III	IV	V	VI	VII
		Wartość współczynników dyskryminujących (wagi)						
1.	Przychody ze sprzedaży/przychody za rok poprzedni	+ 5,577	+ 5,837	+ 5,896	+ 6,029	-	-	-
2.	Wynik operacyjny/aktywa	+ 1,427	+ 2,231	+ 2,831	+ 6,546	+ 9,004	+ 9,478	+ 9498
3.	Wynik finansowy netto/przychody ze sprzedaży	+ 0,154	+ 0,222	-	-	-	-	-
4.	Wynik finansowy brutto za 3 lata/aktywa	+ 0,310	+ 0,496	-	-	-	-	-
5.	Kapitał własny/aktywa	+ 1,937	+ 0,945	+ 0,539	+ 1,546	+ 1,177	+ 3,613	+ 3,566
6.	(Kapitał własny – kapitał zakładowy)/aktywa	+ 1,598	+ 2,028	+ 2,538	+ 1,463	+ 1,889	-	-
7.	(Wynik finansowy netto +amortyzacja)/ suma zobowiązań	+ 3,203	+3,472	+ 3,655	+ 3,585	+ 3,134	-	+ 2,903
8.	Wynik operacyjny/koszty finansowe	+ 0,436	+ 0,495	+ 0,467	-	-	-	-
9.	Aktywa obrotowe/zobowiązania bieżące	+ 0,192	+ 0,166	+ 0,179	+ 0,363	+ 0,500	+ 0,455	+0,0452
10.	Kapitał obrotowy/majątek trwały	+ 0,140	+ 0,195	+ 0,226	+ 0,172	+ 0,160	-	-
11.	Przychody ze sprzedaży/aktywa	+ 0,386	+ 0,030	+ 0,168	+ 0,114	+ 0,749	+ 0,802	-
12.	Logarytm dziesiętny aktywów	+ 1,715	-	-	-	-	-	-
13.	Wyraz wolny	- 9,832	- 0,392	- 0,678	- 0,593	- 1,962	- 2,478	- 1,498
14.	Firmy zagrożone	$Z \leq 0$	$Z \leq 0$	$Z \leq 0$	$Z \leq 0$	$Z \leq 0$	$Z \leq 0$	$Z \leq 0$
15.	Firmy niezagrożone	$Z > 0$	$Z > 0$	$Z > 0$	$Z > 0$	$Z > 0$	$Z > 0$	$Z > 0$

Źródło: opracowanie własne na podstawie: E. Mączyńska, *Systemy wczesnego ostrzegania przed upadłością przedsiębiorstw – standardem europejskim*, w: K. Kuciński (red), *Polskie przedsiębiorstwa wobec standardów europejskich, Prace Instytutu Funkcjonowania Gospodarki Narodowej*, t. 81, Warszawa 2003; E. Mączyńska, *Globalizacja rynkowa a systemy wczesnego ostrzegania przed upadłością przedsiębiorstw*, Zeszyty Naukowe A.E. w Poznaniu, nr 49, Poznań 2004.

D. Wędzki, podobnie jak E. Mączyńska, poddał analizie 80 przedsiębiorstw pochodzących z różnych branż, z czego 40 było zagrożonych upadłością i 40 w dobrej kondycji finansowej. Charakterystykę modeli D. Wędzkiego podano w tabeli 7.3.

Tabela 6.3. Model D. Wędzkiego

Lp.	Wskaźniki	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII
		Wartość współczynników dyskryminujących (wagi)							
1.	Majątek obrotowy/ zobowiązania krótkotermino- we ogółem	- 1,0	- 2,0	- 5,0	- 5,0	- 2,0	- 2,0	- 6,0	-4,0
2.	Odsetki/(wynik na działalności gospo- darczej + odsetki)	- 0,256	- 0,249	- 0,334	- 0,334	- 0,323	- 0,323	- 2,088	- 2,0
3.	Przychody ogółem/ średni stan aktywów	- 0,044	- 0,007	-	-	-	-	-	-
4.	Wynik brutto/ przychody ogółem	- 4,373	- 5,188	-	-	-	-	-	-
5.	Inwestycje krótko- terminowe/zobo- wiązania krótkoter- minowe ogółem	-	+ 1,245	-	-	-	-	-	-
6.	Zobowiązania ogółem/pasywa	-	- 0,230	+3,598	+ 3,598	-	-	+9,387	+11,441
7.	Cykl rotacyjny zapasów mierzony kosztami działa- lności operacyjnej	-	+ 0,002	-	-	-	-	-	-
8.	Środki pieniężne netto z działalno- ści operacyjnej/ średni stan kapi- tałów własnych	-	+0,134	+0,061	+0,061	-	-	-	-
9.	Aktywa obrotowe netto/aktywa	-	-	+4,721	+4,721	-	-	-	-
10.	Wynik operacyjny netto/aktywa	-	-	+0,048	+0,048	-	-	+1,317	-
11.	Cykl rotacyjny należności mierzony przychodami ze sprzedaży netto	-	-	+0,021	+0,021	-	-	+0,04	-
12.	Wynik ze sprzeda- ży/przychody ze sprzedaży netto	-	-	-	-	-	-	=4,217	-
13.	Wyraz wolny	+1,0	+1,0	+1,0	+0,07	+2,0	+1,03	=4,0	-4,0
14.	Firmy zagrożone	Z > 0,5	Z > 0,5	Z > 0,5	Z > 0,5	Z > 0,5	Z > 0,5	Z > 0,5	Z > 0,5
15.	Firmy niezagrożone	Z ≤ 0,5	Z ≤ 0,5	Z ≤ 0,5	Z ≤ 0,5	Z ≤ 0,5	Z ≤ 0,5	Z ≤ 0,5	Z ≤ 0,5

Źródło: opracowanie własne na podstawie: D. Wędzki, *Logitowy model upadłości dla gospodarki polskiej – wnioski z badań*, w: D. Zarzecki (red), *Czas na pieniądź. Zarządzanie finansami. Finansowanie przedsiębiorstw w Unii Europejskiej*, Szczecin 2004.

A. Hołda opracował swój model na podstawie danych finansowych przedsiębiorstw prowadzących zróżnicowaną branżowo działalność gospodarczą (budownictwo, handel, usługi serwisowe, transportowe, magazynowe, gastronomiczne i hotelarskie. Z kolei M. Hamrol, B. Czajka i M. Piechocki badaniami objęli 100 spółek prawa handlowego. Dominowały wśród nich spółki, których wartość aktywów była niższa od 10 mln. zł.

Tabela 6.4. Modele A. Hołdy oraz M. Hamrola, B. Czajki i M. Piechockiego

Lp.	Wskaźniki	Model A. Hołdy	Model M. Hamrola, B. Czajki i M. Piechockiego
		Współczynniki dyskryminacyjne (wagi)	
1.	Wskaźnik płynności finansowej bieżący	+ 0,671	-
2.	Wskaźnik zadłużenia ogółem	- 0,0196	-
3.	Rentowność kapitałów ogółem mierzona wynikiem finansowym netto	+ 0,00969	+ 3,562
4.	Średnioroczne zobowiązania krótkoterminowe/koszty działalności operacyjnej	+ 0,000672	-
5.	Produktywność majątku mierzona przychodami ogółem	+ 0,157	-
6.	Wskaźnik płynności finansowej szybki	-	+ 1,588
7.	Kapitały stałe/aktywa	-	+ 4,288
8.	Rentowność sprzedaży mierzona wynikiem ze sprzedaży	-	+ 6,719
9.	Wyraz wolny	+ 0,605	- 2,368
10.	Firmy zagrożone w perspektywie 1 roku	$Z \leq - 0,3$	$Z \leq 0$
11.	Strefa pośrednia	$-0,3 < Z < 0,1$	-
12.	Firmy nie zagrożone upadłością	$Z \geq 0,1$	$Z > 0$

Źródło: opracowanie własne na podstawie: A. Hołda, *Prognozowanie bankructwa jednostki w warunkach gospodarki polskiej z wykorzystaniem funkcji dyskryminacyjnej ZH*, „Rachunkowość”, 2001 nr 5.; M. Hamrol, B. Czajka, M. Piechocki, *Upadłość przedsiębiorstwa – model analizy dyskryminacyjnej*, „Przegląd Organizacji”, 2004 nr 6.

Modele dyskryminacyjne uważane są za dość skuteczne narzędzie prognozowania sytuacji finansowej przedsiębiorstw oraz wynikających z niej zagrożeń dla dalszego ich trwania i rozwoju. Prowadzone badania wskazują na dużą skutecznością tych modeli, chociaż nie we wszystkich przedsiębiorstwach jest ona jednakowa. Najbardziej zróżnicowane wyniki otrzymano w przypadku modelu A. Hołdy. W niektórych badaniach na podstawie tego modelu występowały trudności z rozróżnieniem przedsiębiorstw zagrożonych bankructwem i tych, które były w dobrej kondycji finansowej.¹⁷² Posługiwanie się nim wymaga zatem szczególnej ostrożności.

Słabą stroną tych modeli jest oparcie ich tylko na danych pochodzących ze sprawozdań finansowych. Dane finansowe odzwierciedlają skutki przyczyn pierwotnych

¹⁷² Por: G. Gołębiowski, A. Tłaczała, *Analiza finansowa w teorii i praktyce*, Warszawa 2009, s. 257.

(np. spadek popytu, pojawienie się nowych konkurentów itp.). Przyczyny te nie rzadko pojawiają się ze znacznym wyprzedzeniem czasowym. Symptomy upadłości mogą się pojawić znacznie wcześniej niż to można zauważyć w raportach finansowych. Ponadto, na co zwraca uwagę M. Zaleska, dane sprawozdawcze mogą być nie w pełni wiarygodne. Obowiązujące prawo bilansowe daje pewne możliwości „łatwego kształtowania” danych finansowych.¹⁷³ Ponadto, powszechnie są znane przypadki nierzetelnego prowadzenia ksiąg rachunkowych przez wiele przedsiębiorstw.¹⁷⁴ Przyczyny takich zachowań są różne. Nierzetelne sprawozdania finansowe nie pozwalają na obiektywną ocenę sytuacji finansowej przedsiębiorstwa i utrudniają identyfikację rzeczywistych zagrożeń dla ich dalszej egzystencji.

Mimo tych słabości modele te coraz częściej wykorzystywane są przy kompleksowej ocenie sytuacji finansowej przedsiębiorstw (np. przez audytorów), przy wyborze kontrahentów, przy ocenie zdolności kredytowej przedsiębiorstw przez banki, a także w relacjach inwestorskich itp.¹⁷⁵ Dążąc do zapewnienia wysokiej ich skuteczności należy poddawać je okresowej weryfikacji. Wynika to z faktu, że współczesne organizacje gospodarcze funkcjonują w burzliwym, szybko zmieniającym się otoczeniu. Bardziej użyteczne mogą być modele oparte na danych pochodzących z jednej branży, czy też branż pokrewnych. Poszczególne branże zazwyczaj w różnym stopniu odczuwają skutki kryzysów gospodarczych, inaczej reagują na zmiany przepisów prawnych itp.

Do szybkiej diagnozy sytuacji finansowej przedsiębiorstw wykorzystać można również Quick test. Jest to metoda oparta na czterech wskaźnikach określających stabilność finansową i rynkową podmiotu gospodarczego. Są to: wskaźnik sfinansowania aktywów kapitałami własnymi (wskaźnik złotej reguły bilansowej), wskaźnik poziomu zadłużenia w latach będący relacją kapitałów obcych do nadwyżki finansowej netto (sumy zysku netto i amortyzacji), wskaźnik rentowności kapitałów ogółem (aktywów) mierzony zyskiem operacyjnym oraz wskaźnik wydajności gotówkowej sprzedaży określony przez udział nadwyżki finansowej netto w przychodach ogółem.¹⁷⁶ Wskaźniki te nie mają wartości wzorcowych. Ich wykorzystanie związane jest z koniecznością wyboru właściwej bazy porównawczej. Mogą nią być przedsiębiorstwa konkurencyjne, średnie wartości wskaźników dla sektora lub branży oraz wartości wskaźników z okresów poprzednich. Chodzi więc o porównania w przestrzeni i w czasie.

6.3. Mierniki wartości przedsiębiorstwa

Dążąc do realizacji postawionych przed przedsiębiorstwami celów należy na bieżąco kontrolować stopień ich realizacji i identyfikować ewentualne zagrożenia. Zyskow-

¹⁷³ Por: M. Zaleska, *Ocena kondycji... op. cit.*, s. 162.

¹⁷⁴ Por: W. Wąsowski, *Kreatywna rachunkowość. Falszowanie sprawozdań finansowych*, Warszawa 2010; M. Kutera, A. Hołda, S. T. Surdykowska, *Oszustwa księgowe. Teoria i praktyka*, Warszawa 2006.

¹⁷⁵ Por: A. Stefański, *Analiza dyskryminacyjna na przykładzie wybranych modeli polskich i zagranicznych*, w: M. Dylewski (red.), *Rozwój lokalny i regionalny. Innowacyjność i rozwój przedsiębiorczości*, Zeszyty Naukowe WSB w Poznaniu nr 27, Poznań 2010, s. 253.

¹⁷⁶ Por: R. Cieslik, *Ocena aktywności gospodarczej*, w: W. Szczepny (red), *Finanse firmy. Jak zarządzać kapitałem*, Warszawa 2012, s. 280.

ność prowadzonej działalności nie jest wystarczającym warunkiem do ich osiągnięcia. „Zadaniem menedżerów jest wygenerowanie takiego poziomu zysku, który zapewniłby właścicielom zadowalający przyrost wartości przedsiębiorstwa”.¹⁷⁷ Nie każda wielkość zysku księgowego ten warunek spełnia. Zysk ten nie uwzględnia korzyści, jakie można byłoby osiągnąć z alternatywnego zastosowania kapitału, czyli kosztów utraczonych możliwości.¹⁷⁸ Dlatego kompleksowa ocena i diagnoza sytuacji finansowej przedsiębiorstw musi obejmować również analizę zmian ich wartości.

W analizie tej wykorzystuje się takie wskaźniki jak: zysk ekonomiczny (nazywany nadzyskiem lub zyskiem rezydualnym), ekonomiczna wartość dodana (EVA), rynkowa wartość dodana (MVA) oraz wartość dodana dla akcjonariuszy (SVA). Zysk ekonomiczny nazywany również nadzyskiem jest nadwyżką zysku operacyjnego skorygowanego o stopę podatku dochodowego [$Zo(1 - T)$] nad kwotą zapewniającą oczekiwaną przez właścicieli stopę zwrotu z ich kapitałów. Zysk ten określa się wg wzoru:

$$Z_e = C_{og} (ROA - WACC)$$

gdzie:

WACC – średnioważony koszt kapitału finansującego aktywa przedsiębiorstwa.

Pozostałe oznaczenia jak w poprzednich wzorach.

Zysk ekonomiczny jest źródłem dodatkowych korzyści dla właścicieli. Powstaje wówczas, gdy wytworzona wartość dodana przewyższa obciążenia związane z:¹⁷⁹

- a) godziwym wynagrodzeniem za pracę, łącznie z kosztami świadczeń na rzecz pracowników,
- b) kosztami zaangażowania kapitałów (odsetek od kapitałów obcych i oczekiwaną przez właścicieli dywidendą),
- c) podatkami kosztowymi i podatkiem dochodowym oraz różnymi opłatami administracyjnymi, skarbowymi itp.,
- d) kosztami posiadania aktualnego zasobu środków trwałych (kosztami konserwacji, remontów, napraw, amortyzacji itp.).

Generowanie zysku ekonomicznego wymaga koncentracji uwagi zarządów przedsiębiorstw na czynnikach wzrostu wartości przedsiębiorstwa. Czynniki te mają różnoraki charakter oraz zróżnicowane znaczenie w poszczególnych podmiotach gospodarczych. Podzielić je można na trzy grupy:

- a) czynniki o charakterze ogólnym mające znaczenie w każdym przedsiębiorstwie, niezależnie od jego wielkości, lokalizacji czy przedmiotu działalności (np. wielkość i rentowność sprzedaży, wielkość i struktura aktywów, struktura źródeł finansowania itp.),
- b) czynniki charakterystyczne tylko dla danego przedsiębiorstwa, takie jak: odległość od rynków zbytu i rynków zaopatrzeniowych, posiadany potencjał gospodarczy, struktura klientów itp.,

¹⁷⁷ A. Paździor, *Wycena wartości przedsiębiorstwa... op. cit.*, s. 20.

¹⁷⁸ T. Cicirko, *Efektywne zarządzanie kapitałem banku komercyjnego w Polsce w świetle standardów adekwatności kapitałowej*, Warszawa 2012, s. 255.

¹⁷⁹ Por.: W. Janik, M. Paździor, *Rachunkowość zarządcza i controlling*, Lublin 2012, s. 153.

c) czynniki operacyjne związane z bieżącym zarządzaniem, takie jak: ceny sprzedaży, poziom wynagrodzeń, organizacja procesów logistycznych, zasady kredytowania odbiorców, zasady korzystania z kredytu kupieckiego dostawców itp.

Znajomość tych czynników umożliwia opracowanie adekwatnej strategii zarządzania wartością przedsiębiorstwa. „Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa polega na poszukiwaniu kombinacji aktywów materialnych i niematerialnych, które tworzą największą wartość ekonomiczną, oraz na unikaniu kombinacji tę wartość niszczących”.¹⁸⁰ Dobrze przygotowana strategia pozwala na szybkie dostosowywanie się do wymogów zmieniającego się otoczenia i wykorzystanie dostępnych zasobów w sposób zapewniający maksymalny przyrost wartości. Dlatego istotnym problemem w zarządzaniu wartością jest pomiar efektywności przedsiębiorstwa.¹⁸¹ Do tego pomiaru wykorzystywany jest m.in. zysk ekonomiczny. Świadczy on o dostarczaniu przez przedsiębiorstwo ponad przeciętnych korzyści z inwestycji o porównywalnym ryzyku. Zapewnienie właścicielom korzyści wyższych od oczekiwanych, wyrażonych w koszcie kapitału, ułatwia zarządom przedsiębiorstw pozyskiwanie dodatkowych kapitałów. Trzeba jednak podkreślić, że dodatkowe korzyści są rezultatem niedoskonałości rynku, które zarząd przedsiębiorstwa wykorzystuje w interesie swoich interesariuszy.

Odmianą koncepcji zysku ekonomicznego jest ekonomiczna wartość dodana (EVA).¹⁸² Jest ona zmodyfikowaną wersją tego zysku uwzględniającą niezbędne korekty dotyczące wartości księgowej kosztów operacyjnych i zainwestowanego kapitału. Koszty korygowane są o pozycje niesystematycznym charakterze występujące okresowo, w różnej wysokości, na które przedsiębiorstwo ma ograniczony wpływ. Dotyczy to w szczególności pozostałych przychodów i pozostałych kosztów operacyjnych oraz wyniku zdarzeń nadzwyczajnych). W przypadku zainwestowanego kapitału korekty dotyczą wartości aktywów o tzw. ekwiwalenty kapitału (np. z tytułu leasingu i dzierżawy środków trwałych). Wtedy pomniejsza się wartość księgową aktywów. Kolejna korekta dotyczy nieoprocentowanych zobowiązań (np. z tytułu dostaw i rozliczeń z instytucjami). Z tego tytułu pomniejsza się wartość skorygowaną aktywów. Konieczność tych korekt wynika z faktu, że księgi rachunkowe prowadzone są wg zasady memoriału. Zgodnie z nią ewidencja przychodów i kosztów odbywa się bez powiązania ich z ruchem środków pieniężnych¹⁸³ (niezależnie od wpływów i wydatków z nimi związanych). Tymczasem miernik EVA oparty jest na koncepcji wolnych strumieni pieniężnych. Z punktu widzenia interesariuszy spółki, a w szczególności ich właścicieli najważniejsze jest to co przepływa przez „granice” spółki.¹⁸⁴ Źródłem wartości jest nadwyżka wpływów nad wydatkami. Zadaniem tych korekt jest eliminacja wpływu różnic czasowych (rozbieżności między datą rejestracji przychodu lub kosztu a związanymi z nimi wpływów i wydatków) na tworzoną wartość.

¹⁸⁰ C. Suszyński, *Restrukturyzacja, konsolidacja, globalizacja przedsiębiorstw*, Warszawa 2003, s. 295.

¹⁸¹ Por: T. Dudycz, *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Warszawa 2005, s. 35.

¹⁸² EVA jest znakiem towarowym zarejestrowanym przez Stern Stewart & Co.

¹⁸³ Por: Z. Messner, *Rachunkowość finansowa w systemie informacji ekonomicznej*, w: J. Pfaff, Z. Messner (red), *Rachunkowość finansowa z uwzględnieniem MSSF*, Warszawa 2011, s. 26.

¹⁸⁴ Por: A. Black, P. Wright, J. E. Bachman, *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy*, Warszawa 2000, s. 65.

EVA liczone jest wg formuły:

$$EVA = Z_o - WACC \times IC$$

gdzie:

Z_o – zysk operacyjny, skorygowany o zmianę ekwiwalentów kosztów operacyjnych oraz pomniejszony o podatek dochodowy,

IC – zainwestowany kapitał (skorygowana wartość aktywów pomniejszona o nieoprocentowane zobowiązania).

Ekonomiczna wartość dodana jest miernikiem tworzenia bogactwa dla właścicieli, kryterium oceny efektów pracy przedsiębiorstw oraz podstawą zarządzania finansami organizacji gospodarczych.¹⁸⁵ Jest wewnętrzną miarą wartości dodatkowej i stanowi podstawę do oceny wyników operacyjnych podmiotów gospodarczych.¹⁸⁶ Ponadto podkreśla się, że EVA chroni akcjonariuszy przed destrukcją wartości, jest dobrą podstawą do wynagradzania menedżerów, jest użytecznym narzędziem controllingu finansowego, umożliwiającym skierowanie uwagi menedżerów średniego stopnia na wzrost efektywności działań za które są odpowiedzialni.¹⁸⁷

Omawiany miernik jest kategorią dość kontrowersyjną. Wielu ekonomistów uważa, że nie mierzy dobrze wartości tworzonej w firmie.¹⁸⁸ Wskazują na to rozbieżności między EVA a wartością rynkową przedsiębiorstw. T. Milbourn uważa, że miernik ten niczego nowego nie wnosi do standardowej analizy przedsiębiorstwa, jednak można go wykorzystać do powiązania efektów przedsiębiorstw z wynagrodzeniami ich zarządów.¹⁸⁹ W ten sposób można ograniczyć skłonność menedżerów do konsumowania korzyści z kapitałów.

Główne zastrzeżenie dotyczy księgowej miary wartości zainwestowanego kapitału, na której oparty jest miernik ekonomicznej wartości dodanej.¹⁹⁰ Dlatego proponuje się nowy miernik nazywany rynkowym zyskiem rezydualnym (MRV), gdzie zainwestowany kapitał wyrażony jest w wartości rynkowej.¹⁹¹ Formuła tego miernika jest następująca:

$$MRV = Z_{ot} \cdot (1 - T) - \frac{Z_{ot-1} \cdot (1 - T)}{WACC_{t-1}} \cdot WACC_t$$

Przy założeniu, że średnioważony koszt kapitału jest stały, przyrost rynkowej wartości przedsiębiorstwa można określić:

$$\Delta MV = \frac{\Delta Z_o \cdot (1 - T)}{WACC}$$

¹⁸⁵ Por: E. Mackowiak, *Ekonomiczna wartość dodana*, Warszawa 2009, s. 41.

¹⁸⁶ Por: A. Duliniec, *Finanse p[przedsiębiorstwa... op. cit., s. 69.*

¹⁸⁷ Por: E. Makelainen, N. Roztocki, *Economic Value Added (EVA) for Small Business*, cyt. za: T. Dudycz, *Zarządzanie wartością..., op. cit., s. 169.*

¹⁸⁸ Problem ten szerzej omówiono w pracy B. Sawickiej, *Zarządzanie wartością dla akcjonariuszy w okresie transformacji gospodarczej w Polsce*, Lublin 2005, s. 79–88.

¹⁸⁹ Por: T. Milbourn, *Urok EVA jako miary efektywności*, w: *Tajniki finansów – praktyczny przewodnik po fundamentach i arkanach finansów*, Warszawa 2000, s. 182–180.

¹⁹⁰ Szeroką krytykę miernika EVA przeprowadził A. Damodaran (por: A. Damodaran, *Value Creation and Enhancement: Back to the Future*, www.damodaran.com, z dnia 15.11.2005)

¹⁹¹ Por: T. Dudycz, *Zarządzanie wartością... op. cit., s. 180.*

Innym miernikiem wykorzystywanym w ocenie zarządzaniu wartością przedsiębiorstw jest rynkowa wartość dodana (MVA). Jest ona różnicą między rynkową wartością podmiotu gospodarczego (liczba wyemitowanych akcji pomnożona przez aktualną cenę rynkową jednej akcji) a ekonomiczną wartością księgową kapitałów ogółem (skorygowana wartość księgową kapitałów całkowitych). Miernik ten informuje o tym, o ile wzrosła wartość kapitałów właścicielskich w badanym okresie. Zmiana tej wartości może być wykorzystana do oceny efektywności pracy zarządów spółek. W długim okresie zmiana ta świadczy o skuteczności realizowanej strategii rozwoju podmiotu gospodarczego. W krótkim przedziale czasu mogą występować różne zakłócenia spowodowane czynnikami rynkowymi, niezależnymi od kondycji ekonomicznej i finansowej spółek. Jednak w długiej perspektywie sytuacja przedsiębiorstwa i jego postrzeganie przez inwestorów zależy od jego zarządu. Należy się zgodzić z A. Ehrbarem, który twierdzi, że „ostatecznie to nie branża, w jakiej przyszło działać przedsiębiorstwu, określa jego los, ale właściwa strategia i kunszt, z jakim kierownictwo ją realizuje”¹⁹². Rynkowa wartość dodana stanowi skumulowaną roczną ekonomiczną wartość dodaną, co wyraża następująca formuła:

$$MVA = \sum_{i=1}^n \frac{EVA_i}{(1+WACC)^i}$$

gdzie:

i – numer kolejnego roku obliczeniowego ($i = 1, 2, \dots, n$),

Pozostałe oznaczenia bez zmian.

Miernik ten, mimo swoich niedoskonałości, może być wykorzystany w diagnozowaniu sytuacji finansowej przedsiębiorstw. Można dla każdego sektora, jak również całej gospodarki wyznaczyć wartość średnią wskaźnika. Wartość ta stanowić może punkt odniesienia w ocenie pozycji przedsiębiorstwa w sektorze czy gospodarce. Byłaby to informacja istotna nie tylko dla zarządów spółek, lecz również dla inwestorów w zakresie lokowania kapitałów. Ograniczeniem dla zastosowania tego miernika jest fakt, że może on być wykorzystany tylko przez spółki publiczne (notowane na GPW).

Kolejnym miernikiem jest wartość dodana dla akcjonariuszy (SVA). Tworzenie wartości następuje w wyniku realizacji inwestycji o wyższej stopie zwrotu od średnioważonego kosztu kapitału zaangażowanego w jej sfinansowanie. Określa się ją na podstawie następującej formuły:

$$SVA = \frac{\Delta Z_{oi} \cdot (1-T)}{WACC \cdot (1+WACC)^{i-1}} - \frac{I_i - A_{si-1} + \Delta MO_i}{(1+WACC)^i}$$

gdzie:

ΔZ_{oi} – przyrost zysku operacyjnego w danym okresie ($Z_{oi} - Z_{oi-1}$),

I – wydatki inwestycyjne na majątek trwały w badanym okresie,

A_{si-1} – skumulowana wartość amortyzacji na koniec poprzedniego okresu,

ΔM_{oi} – przyrost wartości majątku obrotowego w danym okresie ($MO_i - MO_{i-1}$),

Pozostałe oznaczenia jak poprzednio.

¹⁹² A. Ehrbar, *EVA. Strategia tworzenia wartości przedsiębiorstwa*, Warszawa 2000, s. 41.

Powstanie dodatkowej wartości jest możliwe tylko wtedy, gdy strumienie gotówkowe z podstawowej działalności będą wyższe od dodatkowych wydatków inwestycyjnych przedsiębiorstwa.¹⁹³ Wartość omawianego wskaźnika oparta jest na przewidywanych przyszłych strumieniach pieniężnych. Trudności związane z opracowaniem w pełni wiarygodnych prognoz, zdaniem krytyków tego miernika powodują, że jest on obciążony dużym subiektywizmem. A. Ehrbar pisze, że wolne przepływy gotówkowe, które są „uzasadnioną miarą wartości firmy”, „stają się bezużyteczne jako wskaźnik aktualnych wyników”.¹⁹⁴

Jest to zatem miernik, który może być wykorzystywany głównie w ocenie i wyborze strategii rozwojowych podmiotów gospodarczych. Chcąc go zastosować w analizie retrospektywnej należy porównać wartość wskaźnika obliczonego na podstawie danych z okresu minionego z wartością planowaną (obliczoną na podstawie danych prognozowanych na początku badanego okresu).

W literaturze przedmiotu można spotkać zmodyfikowaną formułę określania wartości dodanej dla właścicieli. M.in. M. Michalski zaproponował następującą jej postać:¹⁹⁵

$$SVA_i = (TSR_i - r_{CW}) \cdot CW_{i-1}$$

gdzie:

SVA_i – wartość dodana dla właścicieli w danym okresie,

TSR_i – rzeczywista stopa zwrotu dla właścicieli osiągnięta w badanym okresie, określana według formuły:

$$TSR = \frac{p_i - p_{i-1} + D_i}{p_{i-1}}$$

p_i – cena rynkowa akcji na koniec badanego okresu,

p_{i-1} – cena rynkowa akcji na początek badanego okresu,

D – kwota wypłaconej dywidendy od jednej akcji w badanym okresie,

RCW – koszt kapitału własnego w badanym okresie,

CW_i – wartość kapitału własnego na koniec poprzedniego okresu lub na początek okresu badanego.

Powyższy sposób liczenia wartości dodanej dla właścicieli opiera się na informacjach o zrealizowanych i oczekiwanych korzyściach. Korzyści te są z jednej strony rezultatem efektywności pracy przedsiębiorstw, z drugiej zaś wynikają ze zmian zachodzących w ich otoczeniu. W ustabilizowanej sytuacji rynkowej odzwierciedlają one zarówno wyniki finansowe uzyskiwane przez podmioty gospodarcze, jak i oceny realizowanych przez nie strategii.

Wartość dodatnia informuje o dodatkowych korzyściach, ponad oczekiwany poziom. Wartość zerowa świadczy o braku korzyści dodatkowych. Zrealizowane korzyści były równe oczekiwany. W przypadku ujemnej wartości wskaźnika korzyści właścicieli

¹⁹³ Por: A. Rappaport, *Wartość dla akcjonariuszy*, Warszawa 1999, s. 132–133.

¹⁹⁴ A. Ehrbar, *EVA. Strategia... op. cit.*, s. 114.

¹⁹⁵ Por: M. Michalski, *Ekonomiczna wartość dodana dla właścicieli*, w: J. Duraj (red), *Wartość przedsiębiorstwa. Z teorii i praktyki zarządzania*, Płock 2000, s. 69–87.

z tytułu ich kapitału zainwestowanego w danym przedsiębiorstwie były niższe od oczekiwanego poziomu. Rzeczywisty poziom rentowności nie zapewniałby inwestorom oczekiwanego przyrostu wartości ich kapitałów. Wystąpiłoby zjawisko straty ekonomicznej. Ocena efektywności przedsiębiorstwa byłaby negatywna. Utrzymywanie takiej sytuacji w dłuższym okresie zagraża egzystencji firmy. Inwestorzy będą wycofywać swoje kapitały, a pozyskanie nowych będzie coraz trudniejsze. Dlatego, w przypadku stwierdzenia ujemnej wartości SVA konieczna jest identyfikacja jej przyczyn i podjęcie działań zapobiegających dalszemu generowaniu straty ekonomicznej.

W literaturze występuje również wiele propozycji mierników opartych strumieniach pieniężnych lub wartościach do nich zbliżonych. Do takich zalicza się miernik gotówkowej wartości dodanej (CVA). Można go określić w oparciu o następującą formułę:

gdzie:

GL – inwestycje brutto (wartość bieżąca aktywów – zobowiązania nieoprocentowane + skumulowana amortyzacja naliczona od okresu nabycia aktywów do dnia szacowania miernika).

Miernik ten mierzy efektywności stosowanej strategii zarządzania wartością przedsiębiorstwa opartych na strumieniach. W związku z tym w tych podmiotach gospodarczych, które znajdują się w fazie dynamicznego rozwoju ma ograniczone zastosowanie. Tam przyszłe strumienie pieniężne są nieporównywalne ze strumieniami przeszłymi.¹⁹⁶

$$CVA = Z_o \cdot (1 - T) + A_m - WACC \cdot GL$$

6.4. Analiza kosztu kapitału

Większość omówionych mierników opartych jest na koszcie kapitału, który odzwierciedla oczekiwaną, przy danym poziomie ryzyka, przez właścicieli i wierzycieli stopę korzyści z zainwestowanego kapitału. Stopa korzyści właścicieli znajduje odzwierciedlenie w oczekiwanej stopie zwrotu z kapitałów własnych przedsiębiorstw (ROE), zaś korzyści wierzycieli wyrażone są w stopie procentowej, będącą ceną jaką przedsiębiorstwa muszą zapłacić za korzystanie z ich kapitałów. Koszt kapitału finansującego przedsiębiorstwa jest więc wypadkową (średnią wartością) kosztów kapitałów pochodzących z różnych źródeł oraz ich ceny i nazywany jest średnioważonym kosztem kapitału. Można go wyrazić za pomocą wzoru:

$$WACC = \sum_{i=1}^n k_i \cdot u_i$$

gdzie:

k_i – koszt kapitału pochodzącego z danego źródła,

u_i – udział kapitału z danego źródła w zainwestowanym kapitale (IC) ogółem.

Koszt kapitału może być przez przedsiębiorstwo odpowiednio kształtowany, dlatego jest jednym z najistotniejszych czynników mających wpływ na wartość przedsię-

¹⁹⁶ A. Cwynar, W. Cwynar, Zarządzanie wartością spółki kapitałowej. Koncepcje, systemy, narzędzia, wyd. FRR w Polsce, Warszawa 2002, s. 194.

biorstw i jej zmiany. Dążąc do wzrostu wartości należy tak kształtować strukturę kapitałów by zminimalizować średnioważony ich koszt. Dobierając źródła finansowania równocześnie należy kontrolować poziom ryzyka. Na ogół źródła obce są źródłami tańszymi z uwagi na fakt, że ich cena (odsetki) jest kosztem uzyskania przychodów. Im wyższa jest stopa podatku dochodowego, tym przy danej cenie tych kapitałów są one tańszym źródłem finansowania. Jest to zachętą dla menedżerów, by w szerokim zakresie wykorzystywać dług do finansowania aktywów. Równocześnie wzrost zadłużenia zwiększa ryzyko finansowe, które powinno znaleźć odzwierciedlenie we wzroście kosztu kapitałów własnych.

Koszt ten jest kosztem utraconych korzyści¹⁹⁷ na skutek zastosowania kapitałów w danym przedsiębiorstwie lub przedsięwzięciu. Jest równy sumie rentowności inwestycji o najniższym ryzyku (np. z tytułu zakupu obligacji lub bonów skarbowych) i premii za ryzyko. W USA stopę zwrotu z inwestycji o najniższym ryzyku określa się jako średnią geometryczną stóp zwrotu z obligacji skarbowych z okresu ostatnich kilkudziesięciu lat.¹⁹⁸ W Polsce za taką stopę często przyjmuje się oprocentowanie 52 tygodniowych bonów skarbowych¹⁹⁹ lub oprocentowanie 10-letnich obligacji skarbowych.²⁰⁰

Istotnym problemem jest ustalenie wysokości tej premii. R. W. Mills podkreśla, że najtrudniejszym etapem w ustalaniu średnioważonego kosztu kapitału jest określenie kosztu kapitału własnego.²⁰¹ Wyznaczenie tego kosztu „... jest procesem wymagającym skoncentrowania uwagi na wielu aspektach metodycznych oraz na trzeźwym spojrzeniu na aktualną i przewidywaną sytuację rynkową”.²⁰² Każda decyzja inwestycyjna zarządu przedsiębiorstwa (rozbudowa potencjału gospodarczego, modernizacja wyposażenia, wprowadzenie nowego produktu, przejęcie innego podmiotu gospodarczego itp.) zmienia sytuację jego właścicieli (zmienia się poziom ryzyka) i może wpływać w mniejszym lub większym stopniu na zmianę kosztu kapitału.²⁰³

W gospodarkach niestabilizowanych, jak również w okresach kryzysów gospodarczych ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej jest wyższe, dlatego też premia za ryzyko będzie wyższa. Wysokość tej premii jest zatem wielkością zmienną w czasie oraz różniącą się w odniesieniu do poszczególnych branż. Dlatego niektórzy autorzy proponują ustalanie tej premii jako sumy dwóch składników: premii za ryzyko kraju o najwyższym ratingu kredytowym i premii za ryzyko biznesowe.²⁰⁴ Do krajów o naj-

¹⁹⁷ Por: T. Dudycz, *Zarządzanie wartością ... op. cit.*, s. 81.

¹⁹⁸ Por: P. Szczepankowski, *Wycena i zarządzanie ... op. cit.*, s. 94.

¹⁹⁹ Por. m.in. B. Sawicka, *Zarządzanie wartością dla akcjonariuszy... op. cit.*, s. 96

²⁰⁰ Por: A. Paździor, *Optymalizacja struktury źródeł finansowania spółek elektroenergetycznych*, w: A. Paździor (red), *Finansowanie rozwoju źródeł wytwórczych w krajowym systemie elektroenergetycznym*, Warszawa 2013, s. 147.

²⁰¹ Por: R. W. Mills, *Dynamika wartości przedsiębiorstwa dla udziałowców. Zasady i praktyka analizy wartości strategicznej*, Gdańsk 2005, s. 159.

²⁰² Por: A. Paździor, *Wycena wartości... op. cit.*, s. 61.

²⁰³ Por: H. Johnson, *Koszt kapitału. Klucz do wartości firmy*, Warszawa 2000, s. 31.

²⁰⁴ Por: *Ibidem*, s. 199, np. przy wycenie spółki PGE (Polska Grupa Energetyczna) w 2012 r. przyjęto premię za ryzyko w wysokości 5% (por: Raport z wyceny PGE, styczeń 2012).

wyższym ratingu kredytowym należą m.in. USA. A. Damodaran proponuje zatem szacowanie premii za ryzyko według formuły:²⁰⁵

$$p_r = p_{USA} + s_o \cdot z_{a/o}$$

gdzie:

- p_r – premia z tytułu ryzyka inwestowania kapitałów własnych,
- p_{USA} – premia z tytułu ryzyka w USA,
- s_o – spread między polskimi obligacjami denominowanymi w dolarach a obligacjami amerykańskimi,
- $z_{a/o}$ – średnia światowa zmienność rynku akcji do obligacji.

Ryzyko gospodarcze wpływa również na politykę finansowania przedsiębiorstw. W okresie prosperity (stabilnego rozwoju) do wzrostu wartości podmiotu gospodarczego w większym zakresie można wykorzystać dodatni efekt dźwigni finansowej, zwiększając zadłużenie. W kryzysie występuje wyższa zmienność zysków. Wysokie zadłużenie może stać się przyczyną utraty płynności finansowej, która w krótkim czasie może doprowadzić do upadłości przedsiębiorstwa. Dlatego w okresie kryzysu inwestorzy bardziej cenią bezpieczeństwo finansowe i bieżącą wypłacalność.²⁰⁶

Problem ten w przypadku wielu polskich przedsiębiorstw nie zawsze jest należycie doceniany. Często uwaga osób odpowiedzialnych za finanse koncentruje się na zarządzaniu płynnością finansową, mniejszą uwagę przywiązuje się do optymalizacji struktury źródeł finansowania.²⁰⁷ „Firmom brak dostatecznie szerokiego spojrzenia na czynniki kreujące i niszczące wartość”.²⁰⁸ Dlatego w wielu przypadkach struktura źródeł pochodzenia kapitału nie jest rezultatem określonej strategii finansowej,²⁰⁹ lecz ma charakter przypadkowy. Przepięta struktura finansowania, znacząco różniąc się od optymalnej, często przyczynia się do powstawania luki wartości (wartość rzeczywista niższa od potencjalnej na skutek niepełnego wykorzystania efektu dźwigni finansowej, migracji wartości do wierzycieli na skutek wysokich kosztów kapitałów obcych). W przypadku nadmiernego zadłużenia istnieje również wysokie ryzyko bankructwa w rezultacie którego następuje utrata wartości. Im wyższe zadłużenie, tym wyższe są stałe koszty odsetkowe. Wyższe jest również prawdopodobieństwo, że w przypadku spadku zysku operacyjnego przedsiębiorstwo stanie się niewypłacalne.

Decyzje finansowe podejmują jego menedżerowie, natomiast odpowiedzialność z tym związana spada na właścicieli (możliwość utraty kapitału) i na pracowników (możliwość utraty pracy). W małych przedsiębiorstwach częściej ma miejsce po-

²⁰⁵ Por.: A. Damodaran, Estimating Risk Parameters (<http://www.stern.nyu.edu>). W roku 2013 zgodnie z tą metodologią premia za ryzyko oszacowana została na poziomie 6,75%–7,3% (risk premium damodaran 2013 (<http://pages.stern.nyu.edu/~%adamodar/New.Home.Page/datafile/ctryprem.html>)).

²⁰⁶ *Ibidem*, s. 209.

²⁰⁷ Por.: A. Paździor, *Optymalizacja struktury ... op. cit.*, s. 127.

²⁰⁸ R.E.S. Boulton, B.D. Libert, S.M. Samek, *Odczytując koszt wartości. Jak formy tworzą wartość w nowej gospodarce*, Warszawa 2001, s. 112.

²⁰⁹ W strategii finansowej określa się zasady zarządzania kapitałem w dłuższym okresie, dotyczące w szczególności sposobów wykorzystywania nadwyżek kapitałowych, metod uzupełniania niedoborów kapitałowych itp. (por.: A. Dulinić, *Finansowanie przedsiębiorstwa... op. cit.*, s. 136).

łączenie funkcji właścicielskiej i menedżerskiej. Właściciele sami zarządzają nimi. Są również ostrożniejsi w ich zadłużaniu, rezygnując świadomie lub nieświadomie z możliwości poprawy efektywności poprzez wzrost udziału kapitałów obcych. W przedsiębiorstwach dużych funkcjonujących zazwyczaj w formie spółek akcyjnych o rozproszonej własności występuje zjawisko oddzielenia własności od zarządzania. Zarządzaniem zajmują się wynajęci menedżerowie, których wysokość wynagrodzenia często uzależniona jest od wysokości zysku lub przyrostu wartości firmy. Jedyne ryzyko na jakie są narażeni wiąże się z możliwością utraty stanowiska. Ryzyko upadłości podmiotu gospodarczego spoczywa na właścicielach. Mogą oni utracić wniesiony kapitał. Dlatego menedżerowie łatwo podejmują ryzyko wysokiego zadłużenia licząc na wyższe korzyści osobiste w postaci premii za przyrost wartości przedsiębiorstwa.²¹⁰ Ostatni kryzys ujawnił liczne przypadki wysokich premii wpłacanych menedżerom, mimo, że zarządzane przez nich przedsiębiorstwa znalazły się na skraju bankructwa.

6.5. Podsumowanie

Diagnoza sytuacji finansowej przedsiębiorstwa w zakresie poszczególnych aspektów działalności przedsiębiorstwa umożliwia postawienie diagnozy kompleksowej dotyczącej zagrożeń dalszego jego funkcjonowania, czyli zagrożenia upadłością. Wykorzystać do tego można jeden (lub lepiej kilka) znanych modeli dyskryminacyjnych. Modele te mimo swoich słabości mogą być wykorzystane do oceny skali rysujących się zagrożeń.

W diagnozowaniu sytuacji finansowej nie można pominąć oceny stopnia realizacji oczekiwań właścicielskich. Do tego wykorzystuje się różne mierniki kreacji wartości. Każdy ze znanych mierników ma określone zalety i wady. Dlatego do tego pomiaru można wykorzystać kilka mierników. W pomiarze tym należy się ustosunkować do kosztu kapitału finansującego majątek przedsiębiorstwa, gdyż od niego w dużym stopniu zależy wynik pomiaru. Poziom tego kosztu zależy od ceny zaangażowanego kapitału oraz jego struktury. Dążąc do obniżenia kosztu menedżerowie często zmieniają tę strukturę na korzyść kapitałów obcych, dzięki którym można osiągać dodatni efekt dźwigni finansowej. Takie zmiany zwiększają jednak poziom ryzyka finansowego. Powstaje wówczas problem współmierności uzyskiwanych korzyści w stosunku do wzrostu ryzyka finansowego.

²¹⁰ Por: M. Bojańczyk, *Wycena i zarządzanie... op. cit.*, s. 329.

7. Diagnoza i analiza sytuacji finansowej spółki produkcyjno-handlowej

7.1. Informacje o spółce

Spółka PWPS Sp. z o. o. funkcjonuje już od 12 lat. Zajmuje się działalnością produkcyjno-handlową. Produkuje podzespoły do samochodów. Prowadzi również sieć sklepów z częściami samochodowymi. Zakład produkcyjny zlokalizowany jest w mieście wojewódzkim, sklepy z częściami rozlokowane są na obszarze większych miast dwóch sąsiadujących województw. Struktura właścicielska jest mocno skoncentrowana. Udziałowcami spółki są dwaj wspólnicy, posiadający równe udziały w kapitale zakładowym. Dane finansowe za rok 2013 przedstawiono w tabelach 7.1–7.5. Stanowią one wyciąg ze sprawozdania finansowego spółki.

Tabela 7.1. Aktywa spółki PWPS Sp. z o.o. wg stanu na dzień 31.12.2012 r. i 31.12.2013 r.

Lp.	Wyszczególnienie	31.12.2012 r.	31.12.2013 r.
A.	Aktywa trwałe	8 265 841	8 787 048
I.	Wartości niematerialne i prawne	42 651	35 574
II.	Rzeczowe aktywa trwałe, w tym:	7 082 692	7 618 612
1.	Środki trwałe	6 722 852	6 938 812
a)	grunty	384 500	384 500
b)	budynki i budowle	3 997 550	3 897 650
c)	maszyny i urządzenia	1 588 284	1 859 740
d)	środki transportu	649 268	678 940
e)	wyposażenie	103 250	117 982
2.	Środki trwałe z budowie	359 840	679 800
3.	Zaliczki na środki trwałe	0	0
III.	Należności długoterminowe	0	0
IV.	Inwestycje długoterminowe	1 025 000	975 000
1.	Udziały i akcje	150 000	150 000
2.	Udzielone pożyczki	875 000	825 000
IV.	Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	115 498	157 862
B.	Aktywa obrotowe	5 794 001	6 713 277
I.	Zapasy	1 798 653	1 971 852
1.	Materiały	733 785	795 160
2.	Półprodukty i produkty w toku	105 894	119 852
3.	Produkty gotowe	958 974	1 056 840
4.	Towary	516 992	597 273
II.	Należności krótkoterminowe	3 209 547	3 686 420
1.	Z tytułu dostaw i usług	3 131 055	3 587 750
2.	Z tytułu podatków, dotacji, ceł, ubezpieczeń, itp.	78 492	98 670

III.	Inwestycje krótkoterminowe	761 116	1 008 023
a)	Papiery wartościowe	81 327	249 561
b)	Środki pieniężne	679 789	758 462
IV.	Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	24 685	46 982
	AKTYWA RAZEM	14 059 842	15 500 325

Źródło: Dane umowne

Tabela 7.2. Pasywa spółki PWPS Sp. z o.o. wg stanu na dzień 31.12.2012 r. i 31.12.2013 r.

Lp.	Wyszczególnienie	31.12.2012 r.	31.12.2013 r.
A.	Kapitał własny	5 872 595	6 671 109
I.	Kapitał podstawowy	3 500 000	3 500 000
II.	Należne wpłaty na kapitał podstawowy	0	0
III.	Udziały (akcje) własne	0	0
IV.	Kapitał zapasowy	1 142 766	1 602 518
V.	Kapitał z aktualizacji wyceny	355 493	355 493
VI.	Pozostałe kapitały rezerwowe	97 612	97 612
VII.	Zysk (strata) z lat ubiegłych	316 972	316 972
VIII.	Zysk (strata) netto	459 752	798 514
IX.	Odpisy z zysku netto w trakcie roku obrotowego	0	0
B.	Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	8 187 247	8 829 216
I.	Rezerwy na zobowiązania	600 378	544 146
1.	Rezerwa z tytułu odroczonego podatku	125 462	105 680
2.	Rezerwa na świadczenia emerytalne i podobne	474 916	438 466
-	długoterminowa	438 466	398 620
-	krótkoterminowa	36 450	39 846
II.	Zobowiązania długoterminowe	2 696 918	3 081 670
1.	Kredyty i pożyczki	2 537 076	2 721 950
2.	Inne	159 842	359 720
II.	Zobowiązania krótkoterminowe	4 596 403	4 931 500
1.	Z tytułu dostaw i usług	3 592 172	3 727 045
2.	Kredyty i pożyczki	335 491	468 520
3.	Inne zobowiązania finansowe	42 168	88 645
4.	Z tytułu podatków, dotacji, ceł, ubezpieczeń, itp.	359 720	359 720
5.	Z tytułu wynagrodzeń	184 698	198 620
6.	Fundusze specjalne	82 154	88 950
IV.	Rozliczenia międzyokresowe	293 548	271 900
-	długoterminowe	271 900	248 930
-	krótkoterminowe	21 648	22 970
	PASYWA RAZEM	14 059 842	15 500 325

Źródło: Dane umowne

Na koniec 2013 roku majątek spółki wynosił 15,5 mln zł i był wyższy o 10,2% w stosunku do końca roku poprzedniego. Majątek obrotowy rósł szybciej od majątku trwałego. Aktywa trwałe wzrosły o 6,3%, natomiast przyrost aktywów obrotowych wyniósł 15,9%.

Tabela 7.3. Rachunek zysków i strat spółki PWPS Sp. z o.o. za 2012 i 2013 r.

Lp.	Wyszczególnienie	2012	2013
A	Przychody netto ze sprzedaży	18 265 321	18 881 428
1.	Przychody netto ze sprzedaży produktów	13 505 498	13 984 008
2.	Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	4 759 823	4 897 420
B	Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	14 909 070	15 219 169
1.	Koszt wytworzenia sprzedanych produktów	11 449 038	11 629 607
2.	Wartość sprzedanych towarów i materiałów	3 460 032	3 589 562
C	Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	3 356 251	3 662 259
D	Koszty sprzedaży	325 684	359 862
E	Koszty ogólnego zarządu	1 998 752	2 035 982
F	Zysk (strata) ze sprzedaży	1 031 815	1 266 415
G	Pozostałe przychody operacyjne	26 584	89 654
H	Pozostałe koszty operacyjne	99 874	115 982
I	Zysk (strata) z działalności operacyjnej	958 525	1 240 087
J	Przychody finansowe	32 568	84 592
K	Koszty finansowe	365 984	304 950
L	Zysk (strata) z działalności gospodarczej	625 109	1 019 729
M	Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	-35 684	-8 952
N	Zysk (strata) brutto	589 425	1 010 777
O	Podatek dochodowy	129 674	212 263
P	Zysk (strata) netto	459 752	798 514

Źródło: Dane umowne

Spółka należy do średnich przedsiębiorstw. Prowadzi rentowną działalność produkcyjno-handlową. Udział sprzedaży produktów w przychodach netto stanowi ok. 75%.

Tabela 7.4. Zestawienie maszyn spółki PWPS Sp. z o.o.

Lp.	Wiek maszyn (przedziały prawostronnie domknięte)	Stan na 31.12.2012		Stan na 31.12.2013	
		Liczba	Średnia wartość maszyn	Liczba	Średnia wartość maszyn
1.	do 3 lat	1	59 874,50	5	50 497,20
2.	od 3 do 6 lat	5	45 987,30	9	39 784,70
3.	od 6 do 9 lat	19	32 006,20	21	29 836,20
4.	od 9 do 12 lat	16	23 598,10	16	23 598,10
5.	od 12 do 15 lat	18	13 781,70	11	16 840,50
6.	powyżej 15 lat	14	4 622,50	7	8 545,20
	Razem	7369	21 757,32	69	26 952,75

Źródło: Dane umowne

W badanym okresie spadła liczba zainstalowanych maszyn, podczas gdy wzrosła ich wartość. Fakt ten dowodzi zmian w strukturze jakościowej wyposażenia technicznego. Miało miejsce zjawisko odnowienia parku maszynowego.

Tabela 7.5. Dodatkowe informacje finansowe spółki PWPS Sp. z o.o.

Lp.	Wyszczególnienie	31.12.2011	31.12.2012
1.	Kapitał własny	5 412 843	5 872 595
2.	Aktywa razem	13 695 428	14 059 842
3.	Zapasy	1 598 851	1 798 653
4.	Należności krótkoterminowe	2 905 441	3 209 547
5.	Zobowiązania krótkoterminowe	4 446 575	4 596 403
6.	Zobowiązania ogółem	7 729 687	8 187 247
7.	Aktywa obrotowe	5 905 261	5 794 001
8.	Aktywa trwałe	7 790 167	8 265 841
Lp.	Wyszczególnienie	2012	2013
1.	Przepływy z działalności operacyjnej	748 682	1 309 239
2.	Wydatki inwestycyjne	358 972	1 100 222
3.	Amortyzacja	460 375	579 015
4.	Rata kapitałowa kredytu	522 500	635 000

Źródło: Dane umowne

Z informacji dodatkowych wynika, że wartość aktywów w roku 2012 była wyższa o 2,7% w porównaniu z rokiem 2011, przy czym aktywa trwałe wzrosły o 6,12%, zaś aktywa obrotowe zmniejszyły się o 1,88%. Przyrost wartości majątku trwałego był porównywalny z przyrostem w r. 2013. Dane te wskazują na inwestowanie przez przedsiębiorstwo w unowocześnianie potencjału gospodarczego.

7.2. Diagnoza struktury majątkowo-kapitałowej

Diagnostując strukturę majątkowo-kapitałową ocenie poddaje się dynamikę, strukturę oraz efektywność aktywów oraz strukturę kapitałów, ze szczególnym uwzględnieniem poziomu i struktury zadłużenia. Do oceny tej struktury w badanej spółce wykorzystano: grupę wskaźników podanych w tabelach 7.5 – 7.7. Pozwalają ona na scharakteryzowanie syndromu aktywów (tab. 7.5), syndromu środków trwałych (tab. 7.6.) oraz syndromu zadłużenia (tab. 7.7).

Tabela 7.6. Wskaźniki tworzące syndrom diagnostyczny aktywów

Lp.	Wyszczególnienie	31.12.2012	31.12.2013
1.	Dynamika aktywów	102,7%	110,25%^
2.	Udział aktywów trwałych	58,79%	56,69%
3.	Udział rzeczowych aktywów trwałych w aktywach trwałych	85,86	86,70%
4.	Udział zapasów w aktywach obrotowych	31,04%	29,37%
5.	Majątkochłonność sprzedaży	0,77	0,82

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych sprawozdawczych.

W badanym okresie wartość aktywów ogółem wzrosła o ponad 10%. Równocześnie wzrosła Majątkochłonność sprzedaży mierzona relacją aktywów ogółem do przychodów ze sprzedaży netto. Oznacza to, że w badanym roku obniżyła się efektywność aktywów. Dla uzyskania jednej złotówki przychodów ze sprzedaży w roku 2013 angażowano o 5 groszy więcej majątku w porównaniu z rokiem 2012.

W badanym roku zmieniła się struktura aktywów na korzyść majątku obrotowego. Udział aktywów trwałych spadł o ponad 1% i na koniec 2013 r. kształtował się na poziomie niecałych 57%. Wysoki udział majątku trwałego jest charakterystyczny dla przedsiębiorstw produkcyjnych. W strukturze aktywów trwałych dominującą pozycję stanowiły rzeczowe aktywa trwałe. Ich udział w aktywach trwałych wzrósł prawie o 1 %, z 85,9% do 86,7%.

Diagnostując gospodarkę środkami trwałymi ocenie poddano ich zasób oraz strukturę. Środki trwałe z jednej strony wpływają na potencjał wytwórczy, z drugiej zaś są źródłem kosztów. Dlatego ich zasób i struktura powinny być tak ukształtowane, by umożliwiały pełne wykorzystanie ich potencjału. W badanej spółce zasób środków trwałych (tab. 7.6) w badanym roku wg wartości księgowej wzrósł o 3,2%. Równocześnie ich produktywność nie uległa zmianie. W obu latach kształtowała się na poziomie 2,72, tzn. z jednej złotówki środków trwałych uzyskiwano 2, 72 zł. przychodów ze sprzedaży netto. Wysoka wartość tego wskaźnika oznacza wysoką produktywność kapitału. Odwrotnością produktywności jest majątkochłonność produkcji, która w firmach właściwie gospodarującym majątkiem trwałym jest zazwyczaj na niskim poziomie. Wysoki powinien być natomiast poziom zyskowności środków trwałych. W badanej spółce zyskowność ta wzrosła z 0,15 w r. 2012 do 0,18 w r. 2013, czyli o 20%. Z każdej złotówki kapitału finansującego środki trwałe otrzymano w 2. 2012 15 gr zysku ze sprzedaży a w 2013 r. 18 groszy.

Tabela 7.7. Wskaźniki tworzące syndrom diagnostyczny środków trwałych

Lp.	Wyszczególnienie	31.12.2012	31.12.2013
1.	Dynamika środków trwałych	93,4%	103,21%
2.	Udział produkcyjnych środków trwałych	75,71%	73,35%
3.	Udział aktywnych środków trwałych	69,73%	67,56%
4.	Technologiczne uzbrojenie pracy	39 764	39 764
5.	Produktywność środków trwałych	2,72	2,72
6.	Majątkochłonność produkcji	0,37	0,37
7.	Zyskowność środków trwałych	0,15	0,18
8.	Wskaźnik odnowienia środków trwałych	0,05	0,16
9.	Wskaźnik nowoczesności środków trwałych	18,25%	32,83%

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych umownych

Jednym z istotnych symptomów jakości eksploatowanych środków trwałych jest ich wiek. Przed przystąpieniem do obliczania średniego wieku maszyn warto zwrócić uwagę na charakterystykę rozkładu. Z przedstawionych w tabeli 7.7. danych wynika, że jest to rozkład umiarkowanie, prawostronnie asymetryczny. Dominującymi maszynami (przedział dominanty) w badanej spółce są maszyny w wieku od 6 do 9 lat. Mediana, czyli wartość środkowa, również znajduje się w przedziale dominanty. Taka zależność upoważnia do oszacowania średniej arytmetycznej ważonej. Oszacowany średni wiek maszyn kształtuje się na poziomie 8,24. Oznacza to, że przeciętna maszyna w analizowanej firmie ma 8 lat i niespełna 3 miesiące. Z ekonomicznego punktu widzenia jest to wiek niezbyt wysoki. Warto jednak podkreślić, że w ocenie tej uwzględnia się rodzaj prowadzonej działalności (charakter branży) oraz sposób eksploatacji urządzeń.

Tabela 7.8. Średni wieku maszyn

Lp.	Środek przedziału	31.12.2012		31.12.2013	
		Liczba maszyn	Iloczyn	Liczba maszyn	Iloczyn
1.	1,5	1	1,5	5	7,5
2.	4,5	5	22,5	9	40,5
3.	7,5	19	142,5	21	157,5
4.	10,5	16	168,0	16	168
5.	13,5	18	243,0	11	148,5
6.	16,5	14	231,0	7	115,5
7.	Razem	73	808,5503	69	637,5
	Średni wiek maszyn		11,0824		8,24

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych umownych

W grupie rzeczowych aktywów trwałych odnaleźć można natomiast środki trwałe oraz środki trwałe w budowie, co świadczy o inwestycjach realizowanych przez jednostkę. Blisko $\frac{3}{4}$ środków trwałych stanowią środki trwałe produkcyjne, zaś ponad $\frac{2}{3}$ aktywne środki trwałe. Efektywność gospodarowania środkami trwałymi jest

tym wyższa im wyższy udział stanowią aktywne i produkcyjne środki trwałe. Pożyczany, szczególnie w firmach produkcyjnych, jest również wysoki poziom technicznego uzbrojenia pracy. W analizowanym podmiocie uzbrojenie to w r. 2013 wynosiło 39.764 zł, co oznacza, że jeden pracownik na najliczniejszej zmianie ma do dyspozycji produkcyjne środki trwałe o wartości blisko 40 tys. zł.

Obliczony dla tego samego okresu wskaźnik odnowienia środków trwałych osiągnął wartość 0,16. Oznacza to, że na każdą złotówkę kapitału zaangażowanego w środkach trwałych w 2013 r. przypadało 16 groszy kapitału zainwestowanego w zakup i wytworzenie nowych środków trwałych. Było to ponad trzykrotnie więcej niż w roku poprzednim. Przedsiębiorstwa na bieżąco odnawiające posiadany park maszynowy odznaczają się wysokim wskaźnikiem nowoczesności środków trwałych. W badanej jednostce wskaźnik ten, liczony dla maszyn, wynosi 32,83%. Poziom ten oznacza, że relatywnie nowoczesne maszyny (których wiek nie przekracza 6 lat) stanowią blisko 1/3 wartości netto wszystkich maszyn, będących w posiadaniu spółki.

Zachowanie względnie nowoczesnej infrastruktury technicznej oraz dążenie do zwiększania produktywności i zyskowności środków trwałych wymaga ponoszenia wysokich nakładów inwestycyjnych. Nie zawsze nakłady te przedsiębiorstwo jest w stanie finansować z nadwyżek wygosparowanych w latach poprzednich. Nierzadko do tego celu wykorzystuje się kapitały obce.

Decyzja o ich zaangażowaniu wymaga wnikliwej analizy struktury kapitału, rzetelnej oceny wypłacalności przedsiębiorstwa oraz ryzyka finansowego. W ocenie tej wykorzystuje się wskaźniki zamieszczone w tabeli 7.9.

Tabela 7.9. Wskaźniki syndromu struktury kapitałowej spółki

Lp.	Wyszczególnienie	31.12.2012	31.12.2013
1.	Wskaźnik kapitału własnego	0,42	0,43
2.	Wskaźnik zadłużenia ogółem	0,58	0,57
3.	Wskaźnik zadłużenia długoterminowego	0,25	0,20
4.	Wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego	0,33	0,32
5.	Zobowiązania/Kapitał własny	1,39	1,32
6.	Wskaźnik złotej reguły bilansowej	0,71	0,76
7.	Kapitały stałe	9 405 341	10 506 009
8.	Wskaźnik złotej reguły finansowej	1,14	1,20
9.	Kapitał pracujący	1 139 500	1 718 961
10.	Wskaźnik pokrycia odsetek	2,82	4,15
11.	Wskaźnik zdolności do obsługi długu	1,04	1,47

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych umownych

W badanej spółce na koniec 2013 43% aktywów było finansowane kapitałem własnym, 57% zaś kapitałami obcymi. W stosunku do r. 2012 zaangażowanie kapitałów własnych wzrosło o 1,27%. W strukturze kapitałów obcych dominują zobowiązania krótkoterminowe, finansujące 32% majątku przedsiębiorstwa. Ich udział w ciągu roku

spadł o 0,87%. Relacja dług/kapitał własny wynosząca na koniec 2013 r. 1,32 była niższa niż na koniec 2012 r. o 0,07 zł. Oznacza to, że na każdą złotówkę kapitału własnego na 31.12 2013 przypadało 1 złoty i 32 grosze zadłużenia. Potwierdza to relatywnie wysoki udział zobowiązań w strukturze źródeł finansowania jednostki.

Umiarkowanie wysoki udział zadłużenia w połączeniu z relatywnie wysokim udziałem aktywów trwałych skutkuje zazwyczaj niespełnieniem złotej reguły bilansowej. Tak jest i w przypadku analizowanej spółki, gdzie na koniec 2013 r. wskaźnik złotej reguły bilansowej ukształtował się na poziomie 0,76. Oznacza to, że 76% majątku trwałego jest finansowane kapitałem własnym. To z kolei wskazuje, że 24% tegoż majątku jest finansowane kapitałami obcymi. Na skutek korzystania przez przedsiębiorstwo w szerokim zakresie z kapitałów obcych długoterminowych, w firmie zachowana jest złota reguła finansowa. Wskaźnik sfinansowania majątku trwałego kapitałami stałymi (sumą kapitałów własnych i kapitałów obcych długoterminowych) wynosił 1,20. Konsekwencją spełnienia złotej reguły finansowej jest dodatni kapitał pracujący, wynoszący 1,72 mln zł.

Spełnienie złotej reguły finansowej wskazuje na zachowanie przez przedsiębiorstwo minimalnego poziomu bezpieczeństwa finansowego, co potwierdza wskaźnik ogólnej sytuacji finansowej kształtujący się na poziomie 1,61. O korzystnie ukształtowanej strukturze kapitału, relatywnie niewysokiej cenie długu oraz zadowalającym poziomie zysku na działalności podstawowej świadczy wartość wskaźnika pokrycia odsetek zyskiem wynosząca 4,15. Taki poziom relacji zysku do odsetek informuje o relatywnie niewielkim ryzyku finansowym. Osiągnięty zysk ze sprzedaży jest ponad czterokrotnie wyższy niż odsetki od kapitałów obcych. O wysokiej zdolności do obsługi zadłużenia świadczy również poziom ostatniego wskaźnika z tabeli 7.8. Jego wartość wynosząca 1,47 oznacza, że przedsiębiorstwo jest w stanie z wypracowanego zysku przed odsetkami na bieżąco spłacać raty kapitałowe i odsetki. Świadczy to o wysokiej zdolności kredytowej analizowanej spółki.

Podsumowując, struktura majątkowo-kapitałowa analizowanego przedsiębiorstwa została poprawnie ukształtowana, w wyniku czego odznacza się ono niewielkim ryzykiem i relatywnie wysoką wiarygodnością kredytową. Jej stan jest zadowalający. Nie zauważa się symptomów zagrożenia dla przyszłej działalności spółki. Należy jednak pamiętać, że każdorazowe zwiększenie zaangażowania kapitałów obcych wymaga ponownej weryfikacji możliwości sfinansowania długu z uwzględnieniem przyszłych zobowiązań finansowych. To zależy w dużej mierze od generowanego zysku w przyszłości. Dlatego nie można poprzestać na diagnozie i analizie struktury aktywów i kapitałów. Konieczne jest diagnozowanie kolejnych obszarów działalności przedsiębiorstwa.

7.3. Diagnoza i analiza rentowności badanej spółki

Efektywność pracy przedsiębiorstw znajduje odzwierciedlenia we wskaźnikach rentowności. Ich wartości w badanej spółce podano w tabeli 7.10.

Tabela 7.10. Syndrom rentowności spółki

Lp.	Wyszczególnienie	2012	2013
1.	Rentowność obrotu mierzona zyskiem brutto ze sprzedaży	18,4%	19,4%
2.	Rentowność obrotu mierzona zyskiem ze sprzedaży	5,6%	6,7%
3.	Dynamika rentowności obrotu mierzonej zyskiem ze sprzedaży	-	119,6%
4.	Rentowność obrotu mierzona zyskiem z działalności operacyjnej	5,2%	6,5%
5.	Rentowność obrotu mierzona zyskiem z działalności gospodarczej	3,4%	5,4%
6.	Rentowność obrotu mierzona zyskiem brutto	3,2%	5,3%
7.	Rentowność obrotu mierzona zyskiem netto	2,5%	4,2%
8.	Rentowność kosztów sprzedanych produktów, towarów i materiałów	22,5%	24,1%
9.	Rentowność kosztów własnych sprzedanej produkcji	6,0%	7,2%
10.	Rentowność kosztów operacyjnych	5,5%	7,0%
11.	Rentowność kosztów ogółem	3,5%	5,7%
12.	Wskaźnik poziomu kosztów sprzedanych produktów, towarów i materiałów	81,6%	80,6%
13.	Wskaźnik poziomu kosztów własnych sprzedanej produkcji	94,4%	93,3%
14.	Wskaźnik poziomu kosztów operacyjnych	94,8%	93,5%
15.	Wskaźnik poziomu kosztów ogółem	96,6%	94,6%
16.	Wskaźnik rentowności pracy	5 224	8 679
17.	Dynamika rentowności pracy	-	166,1%
18.	Rentowność kapitału własnego	8,1%	12,7%
19.	Dynamika rentowności kapitałów własnych	-	169,3%
20.	Rentowność majątku	5,4%	7,1%
21.	Efekt dźwigni finansowej	2,7%	5,7%

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych umownych

Z rachunku zysków i strat wynika, że spółka prowadzi rentowną działalność. Jej poziom jest zróżnicowany w zależności od kategorii wyniku finansowego. Na podkreślenie zasługuje fakt rosnącej rentowności. Najwyższą rentowność zanotowano w przypadku zysku brutto ze sprzedaży. Jej poziom w 2013 r. wyniósł 19,4%, co oznacza, że z każdej złotówki przychodów ze sprzedaży przedsiębiorstwo osiągnęło ponad 19 groszy zysku brutto ze sprzedaży. Znacznie niższy poziom rentowności (6,7%) zauważyć można w odniesieniu do zysku z sprzedaży. Tak wysoka rozbieżność między tymi wskaźnikami wskazuje zazwyczaj na wysoką wartość kosztów ogólnego zarządu, rzadziej kosztów sprzedaży. Niemal identyczna wartość wskaźnika (6,5%) odnotowano w przypadku zysku z działalności operacyjnej. Oznacza to, że z każdej złotówki przychodów operacyjnych (ze sprzedaży oraz z pozostałej działalności operacyjnej) przedsiębiorstwo uzyskało 6,5 grosza zysku z działalności operacyjnej. Na skutek relatywnie wysokich kosztów finansowych rentowność sprzedaży mierzona zyskiem z działalności gospodarczej i zyskiem brutto była niższa. Jeszcze niższy poziom rentowności odnotowano dla zysku netto, co było konsekwencją opodatkowania zysku brutto podatkiem dochodowym. Wskaźnik rentowności sprzedaży mierzonej zyskiem netto na poziomie 4,2% oznacza,

że z każdej złotówki przychodów ogółem (operacyjnych powiększonych o przychody finansowe) osiągnięto w 2013 r. ponad 4 grosze zysku po opodatkowaniu.

Do oceny zyskowności sprzedaży wykorzystuje się również wskaźniki rentowności netto, inaczej zwane wskaźnikami rentowności kosztów. Wskaźniki te wykazywały tendencje zbliżone do tych, które zaobserwowano w przypadku wskaźników rentowności obrotu. Rentowność kosztów sprzedanych produktów, towarów i materiałów na poziomie 24,1% wskazuje, że z każdej złotówki tej grupy kosztów osiągnięto 24 grosze zysku brutto ze sprzedaży. Wyraźnie niższą rentowność (ok. 7%) zauważono dla kosztów własnych sprzedanej produkcji oraz kosztów operacyjnych. Poziom ten oznacza, że z każdej złotówki kosztów własnych sprzedanej produkcji osiągnięto ponad 7 groszy zysku ze sprzedaży, a z każdej złotówki kosztów operacyjnych zrealizowano 7 groszy zysku z działalności operacyjnej. Niższa rentowność (5,7%) była udziałem kosztów ogółem. Poziom 5,7% oznacza, że na każdą złotówkę kosztów ogółem przypadało w 2013 r. niecałe 6 groszy zysku z działalności gospodarczej.

Trzecią grupę wskaźników rentowności sprzedaży stanowią wskaźniki poziomu kosztów. Poziomy tych wskaźników oscylowały w przedziale od ok. 80% do ok. 95%. Wskaźnik poziomu kosztów sprzedanych produktów osiągnął wartość 80,6%. Oznacza to, że na pokrycie tej grupy kosztów przeznaczonych zostało blisko 81% przychodów ze sprzedaży. Natomiast na pokrycie kosztów własnych sprzedanej produkcji, będących sumą kosztów sprzedanych produktów, kosztów sprzedaży i kosztów ogólnego zarządu, przeznaczono ponad 93% przychodów ze sprzedaży. Niemal identyczną wartość zanotowano w przypadku wskaźnika poziomu kosztów operacyjnych. Wyższy poziom (94,6%) zaobserwowano dla wskaźnika kosztów ogółem, co wskazuje, że na pokrycie kosztów ogółem spółka przeznaczyła w 2013 r. blisko 95% przychodów ogółem. Wzrastające wartości wskaźników poziomu kosztów są zjawiskiem niepożądanym, wskazującym na pogarszającą się rentowność sprzedaży oraz świadczącą o konieczności przeznaczania coraz większej części przychodów na pokrycie kosztów. Dlatego w praktyce bardzo ważna przy ocenie rentowności sprzedaży jest analiza danych historycznych uzupełniona o poziomy branżowe.

Analiza rentowności przedsiębiorstwa obejmuje również ocenę rentowności kapitałów. W analizowanej spółce wskaźnik rentowności kapitału własnego w 2013 r. ukształtował się na poziomie 12,7%. Oznacza to, że z każdej złotówki kapitału własnego osiągnięto ponad 12,5 grosza zysku netto. Wartość ta była znacznie wyższa od rentowności instrumentów wolnych od ryzyka (papierów skarbowych). Właściciele spółki zrealizowali w badanym roku wysoką premię za ryzyko. Wyraźnie niższa (7,1%) była natomiast rentowność majątku. Oznacza to, że z każdej złotówki kapitału zaangażowanego w majątek spółki osiągnięto ok. 7 groszy zysku operacyjnego netto. Konsekwencją wyższego poziomu ROE niż ROA jest dodatni efekt dźwigni finansowej (EDF), który w analizowanym podmiocie wyniósł 5,7%. Dodatni efekt wskazuje na korzystne wykorzystanie kapitałów obcych, dzięki którym następuje zwiększenie rentowności kapitału własnego. W badanej jednostce korzystne zadłużenie spowodowało wzrost generowanej stopy zwrotu z kapitału własnego o 5,7 p. proc. Dla przedsiębiorstw stosujących przemyślaną strategię kształtowania struktury kapitału dodatni efekt dźwigni finansowej jest prze-

slanką do finansowania nowych projektów inwestycyjnych z większym zaangażowaniem finansowania dłużnego.

Formułując diagnozę opłacalności prowadzonej działalności gospodarczej podkreślić należy wzrost rentowności sprzedaży w badanym okresie. Poziom tej rentowności zapewnił relatywnie wysoką rentowność kapitałów ogółem. Była ona znacząco wyższa od rentowności obligacji skarbowych zapewniając przedsiębiorstwu premię za ryzyko gospodarcze. Spółka prowadziła opłacalną politykę korzystania z kapitałów obcych, co znalazło odzwierciedlenie w dodatnim efekcie dźwigni finansowej. Dzięki niemu wzrosła rentowność kapitałów własnych, co przysporzyło właścicielom dodatkowych korzyści. Osiągnięty poziom rentowności można uznać za mocną stronę kondycji finansowej przedsiębiorstwa.

7.4. Diagnoza płynności finansowej

Warunkiem koniecznym sprawnego funkcjonowania przedsiębiorstw jest zachowanie zdolności do terminowego regulowania zobowiązań. Utrata tej zdolności zagraża ciągłości prowadzonej działalności (grozi upadłością), bez względu na poziom rentowności. Zysk nie chroni przed upadłością, jeżeli podmiot gospodarczy będzie niewypłacalny. Wartości wskaźników tworzących syndrom płynności podano w tabeli 7.11.

Tabela 7.11. Syndrom płynności finansowej i aktywności gospodarczej spółki

Lp.	Wyszczególnienie	31.12.2012	31.12.2013
1.	Wskaźnik bieżącej płynności	1,24	1,34
2.	Wskaźnik szybkiej płynności	0,86	0,95
3.	Wskaźnik błyskawicznej płynności	0,16	0,20
4.	Wskaźnik struktury gotówki operacyjnej	0,61	0,44
5.	Wskaźnik wydajności gotówkowej sprzedaży	0,04	0,07
6.	Wskaźnik wydajności gotówkowej zysku ze sprzedaży	0,73	1,03
7.	Wskaźnik wydajności gotówkowej majątku	0,05	0,09
8.	Wskaźnik reinwestycji gotówki operacyjnej	2,09	1,19
9.	Wskaźnik pokrycia zobowiązań ogółem gotówką operacyjną	0,09	0,15
10.	Wskaźnik pokrycia zobowiązań krótkoterminowych gotówką operacyjną	0,16	0,26
11.	Obrotowość aktywów ogółem	1,32	1,29
12.	Rotacja zapasów w dniach	34	36
13.	Rotacja należności w dniach	61	67
14.	Rotacja zobowiązań w dniach	90	92
15.	Cykl operacyjny w dniach	95	103
16.	Cykl konwersji gotówki	5	11

Uwaga: przy kalkulacji wskaźników zamieszczonych w tabeli przyjęto metodykę „zachodnią” bazująca na MSR i GAAP, w świetle której jako zobowiązania krótkoterminowe przyjmuje się ogół kapitałów obcych krótkoterminowych. W przypadku przyjęcia metodyki opartej na UoR wskaźniki płynności przyjęłyby wyższe wartości.

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych umownych

Oceniając wartość wskaźników płynności zauważa się, że badany podmiot jest zdolny do terminowego regulowania zobowiązań krótkoterminowych. Wskaźniki bieżącej, szybkiej i błyskawicznej płynności przyjmują wartości z wzorcowych przedziałów. Zastrzeżenia można mieć jedynie w odniesieniu do wskaźnika bieżącej płynności, który w firmach przemysłowych powinien przyjmować wartości oscylujące wokół 1,5–2,0. Warto jednak zaznaczyć, że analizowana spółka prowadzi również działalność handlową, co niejako usprawiedliwia nieco niższy poziom tego wskaźnika.

Ocenę płynności warto uzupełnić o analizę rachunku przepływów pieniężnych w obszarze działalności operacyjnej jednostki. Przepływy z tego segmentu w badanej spółce kształtowane były pod wpływem osiąganego zysku netto oraz korekt, spośród których wysoki udział miały koszty amortyzacji. Z jednej złotówki przychodów ze sprzedaży analizowana spółka w 2013 r. generowała 7 groszy gotówki z działalności operacyjnej, zaś na każdą złotówkę zysku ze sprzedaży przypadało w tym czasie 1 złoty i 3 grosze gotówki operacyjnej. Wskaźnik wydajności gotówkowej majątku w wysokości 0,09 wskazuje, że na każdą złotówkę kapitału zaangażowanego w majątek spółki przypadało 9 groszy strumieni z działalności operacyjnej. Wyjątkowo ważnym, z punktu widzenia procesów inwestycyjnych jest wskaźnik reinwestycji gotówki operacyjnej. W analizowanej spółce wskaźnik ten ukształtował się na poziomie 1,19, co oznacza, że całość wydatków inwestycyjnych można było pokryć gotówką wypracowaną na działalności podstawowej. Poziom tego wskaźnika przekraczający 1 świadczy o wysokiej opłacalności prowadzonej działalności i samowystarczalności inwestycyjnej. Wskaźniki wydajności gotówkowej w analizowanej spółce są na zadowalającym poziomie.

Istotnym elementem oceny płynności finansowej przedsiębiorstwa jest ocena wskaźników wystarczalności gotówkowej, w szczególności wskaźnik pokrycia zobowiązań krótkoterminowych. W badanej spółce wskaźnik ten osiągnął poziom 0,26, co wskazuje, że gotówką wypracowaną na działalności operacyjnej można uregulować 26% zaciągniętych zobowiązań bieżących. Wartość ta nie jest zbyt wysoka, jednakże zachowanie zdolności do terminowego regulowania zobowiązań zależy w dużej mierze od stopnia zharmonizowania terminów wpływów z terminami obligatoryjnych płatności. Dlatego postawienie diagnozy w zakresie płynności finansowej wymaga oceny struktury i cykli rotacyjnych majątku obrotowego i zobowiązań krótkoterminowych.

Z oceny (analizy) tej wynika, że w 2013 r. w badanej spółce zapasy były odnawiane średnio po 36 dniach, środki z tytułu należności były ściągane średnio po 67 dniach, zaś zobowiązania krótkoterminowe regulowane były średnio po 92 dniach. Zatem, od momentu dostarczenia do spółki zapasów materiałów i towarów do momentu odzyskania pieniędzy za sprzedane produkty i towary upływały średnio 103 dni. Cykl operacyjny w 2013 r. był zatem dłuższy od cyklu rotacji zobowiązań o 11 dni – tyle wynosił cykl konwersji gotówki. Oznacza to, że w trakcie każdego cyklu operacyjnego, średnio przez 11 dni badany podmiot musiał finansować swoją działalność podstawową upłynniając posiadane nadwyżki gotówki, bądź też pozyskiwać dodatkowe środki od

kredyto- i pożyczkodawców. Z punktu widzenia przedsiębiorstwa korzystne jest wykorzystywanie kredytu kupieckiego do finansowania majątku obrotowego w możliwie najszerszym zakresie, pod warunkiem że jest to kredyt nieoprocentowany lub nisko oprocentowany i nie jest wymuszony nieterminową regulacją zaciąganych zobowiązań wobec dostawców. W przeciwnym przypadku przedsiębiorstwo traci wiarygodność u swoich kontrahentów i naraża się wnioski sądowe o ogłoszenie jego upadłości. Wymuszanie wydłużonych terminów płatności może wynikać z wykorzystywania uprzywilejowanej pozycji rynkowej i świadczyć o nieetycznym zachowaniu. Takie zachowanie jest sprzeczne z zasadami społecznej odpowiedzialności biznesu.

Diagnoza sytuacji płatniczej badanej spółki jest mniej optymistyczna od jej rentowności. Zagrożeniem dla niej jest długi okres korzystania z kredytu kupieckiego. Jest on znacznie dłuższy od cyklu kredytowania odbiorców. Można przypuszczać, że przedsiębiorstwo wykorzystuje swoją pozycję rynkową. W warunkach rosnącej społecznej odpowiedzialności biznesu taka sytuacja wskazuje na konieczność zmiany strategii finansowania majątku obrotowego. Jej skutkiem powinno być skrócenie okresu kredytowania odbiorców i regulowania zobowiązań krótkoterminowych.

7.5. Ocena zagrożenia upadłością

Podsumowaniem diagnozy sytuacji finansowej jest ocena zagrożenia upadłością na podstawie modeli dyskryminacyjnych. Do tej oceny wykorzystano 5 modeli opracowanych przez polskich autorów i dostosowanych do warunków gospodarki polskiej zaprezentowano je w tabeli 7.12.

Wyniki otrzymane w czterech z wykorzystanych modeli (z wyjątkiem modelu Gajdki i Stosa) wskazują na brak zagrożenia dla kontynuowania działalności gospodarczej przez badane przedsiębiorstwo. W przypadku modelu Gajdki i Stosa wynik nie jest jednoznaczny. Wskazuje on na możliwość pojawienia się trudności w dalszym niezakłóconym funkcjonowaniu spółki.

Biorąc pod uwagę, że każdy z modeli ma swoje ograniczenia, oraz uwzględniając wyniki diagnozy poszczególnych obszarów finansów badanej firmy można stwierdzić konieczność przeprowadzenia analizy rozliczeniowej pozwalającej na poznanie szczegółowych przyczyn obecnej sytuacji. Dotyczy to w szczególności płynności finansowej. Chodzi o poznanie przyczyn długich okresów kredytowania odbiorców i jeszcze dłuższych okresów regulowania zobowiązań krótkoterminowych. Istnieje wysokie prawdopodobieństwo, że te ostatnie są wymuszone przez badane przedsiębiorstwo. Sytuacja byłaby wyjątkowo niekorzystna, gdyby długie cykle rotacyjne zobowiązań bieżących wynikały z niedotrzymywania umownych terminów płatności. Zagrożenie to można jednak potraktować jako czysto hipotetyczne biorąc pod uwagę to, iż w kosztach finansowych spółki nie odnotowano żadnych odsetek z tytułu zobowiązań przeterminowanych. Długie okresy korzystania z kredytu kupieckiego są zatem rezultatem wykorzystywania uprzywilejowanej pozycji firmy wobec jej dostawców.

Tabela 7.12. Modele dyskryminacyjne zagrożenia upadłością oszacowane dla spółki

Lp.	Wyszczególnienie	Waga	Wartość	Suma
I.	Model Gajdki i Stosa V			0,403917
1.	Wynik finansowy netto/Aktywa ogółem	2,055200	0,054026	0,111035
2.	Wynik finansowy brutto/Przychody netto ze sprzedaży	1,726000	0,053533	0,092398
3.	Zobowiązania krótkoterminowe/Koszty sprzedanych produktów	-0,000500	0,313023	-0,000157
4.	Aktywa ogółem/Zobowiązania ogółem	0,115500	1,737151	0,200641
5.	Wyraz wolny	0,000000		0,000000
II.	Model Mączyńskiej VII			1,889702
1.	Wynik operacyjny/Aktywa ogółem	9,498000	0,083903	0,796907
2.	Kapitał własny/Aktywa ogółem	3,566000	0,424345	1,513214
3.	(Zysk netto + Amortyzacja)/Zobowiązania ogółem	2,903000	0,161905	0,470011
4.	Aktywa obrotowe/Zobowiązania krótkoterminowe	0,452000	1,344183	0,607571
5.	Wyraz wolny	-1,498000		0,000000
III.	Model Wędzkiego VIII			-3,251076
1.	Aktywa obrotowe/Zobowiązania krótkoterminowe	-4,000000	1,344183	-5,376734
2.	Odsetki/(Wynik z działalności gospodarczej + odsetki)	-2,000000	0,230207	-0,460413
3.	Zobowiązania ogółem/Aktywa ogółem	11,441000	0,575655	6,586071
4.	Wyraz wolny	-4,000000		0,000000
IV.	Model Hołdy			1,496370
1.	Aktywa obrotowe/Zobowiązania krótkoterminowe	0,671000	1,344183	0,901947
2.	Zobowiązania ogółem/Aktywa ogółem	-0,019600	0,575655	-0,011283
3.	Wynik finansowy netto/Aktywa ogółem	0,009690	0,054026	0,000524
4.	Zobowiązania krótkoterminowe/Koszt własny sprzedanej produkcji	0,000672	0,270448	0,000182
5.	Przychody ogółem/Aktywa ogółem	0,157000	1,289281	0,202417
6.	Wyraz wolny	0,605000		0,000000
V.	Model Hamrola, Czajki i Piechockiego			4,909526
1.	Wynik finansowy netto/Aktywa ogółem	3,562000	0,054026	0,192442
2.	(Aktywa obrotowe - zapasy)/Zobowiązania krótkoterminowe	1,588000	0,949364	1,507590
3.	Kapitały stałe/Aktywa trwałe	4,288000	1,195624	5,126837
4.	Zysk ze sprzedaży/Przychody ze sprzedaży	6,719000	0,067072	0,450657
5.	Wyraz wolny	-2,368000		0,000000

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych umownych

Literatura

Monografie i artykuły

- ALTMAN E.I., HOTCHKISS E., *Trudności finansowe a upadłość firm*, CeDeWu, Warszawa 2007.
- ARNOLD G., *Inwestowanie w wartość*, PWN, Warszawa 2010.
- BĄK J., STACH P., *Zadowolenie klienta z jakości obsługi w urzędzie – propozycja i ocena skali pomiarowej*, „Organizacja i Kierowanie” 2008, nr 4.
- BEDNARSKI L., *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 2007
- BEDNARSKI L., I IN., *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstwa*, A.E. we Wrocławiu, Wrocław 1996.
- BENINGA S. Z., SARIG O. H., *Finanse przedsiębiorstwa. Metody wyceny*, WIG-Press, Warszawa 2000.
- BIELAWSKA A. (RED), *Nowoczesne zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, C. H. Beck, Warszawa 2009.
- BLACK A., WRIGHT P., BACHMAN J. E., *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2000.
- BOGDANIENKO J. (RED), *Firma w otoczeniu globalnym*, Dom Organizatora, Toruń 2006.
- BOROWIECKI R. (RED), *Pomiar i ocena procesów kreowania wartości w badaniu efektywności przedsiębiorstwa*, wyd. UE w Krakowie, Kraków 2009.
- BOROWIECKI R., WYSŁOCKA E., *Analiza ekonomiczna i ocena ekspercka w procesie restrukturyzacji przedsiębiorstw*, Difin, Warszawa 2012.
- BOSSAK J.W., BIENKOWSKI W., *Międzynarodowa zdolność konkurencyjna kraju i przedsiębiorstwa. Wyzwania dla Polski na progu XXI wieku*, wyd. SGH, Warszawa 2004.
- BOULTON R. E. S., LIBERT B. D., SAMEK S. M., *Odczytując koszt wartości. Jak formy tworzą wartość w nowej gospodarce*, Warszawa 2001.
- CICIRKO T., *Efektywne zarządzanie kapitałem banku komercyjnego w Polsce w świetle standardów adekwatności kapitałowej*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2012.
- CWYNAR A., CWYNAR W., *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej. Koncepcje, systemy, narzędzia*, wyd. FRR w Polsce, Warszawa 2002.
- DAMODARAN A., *Value Creation and Enhancement: Back to the Future*, www.dammodaran.com, z dnia 15.11.2005.
- DAVIES D., *Sztuka zarządzania finansami*, PWN, Warszawa- Londyn 1993.
- DĘBSKI W., *Teoretyczne i praktyczne aspekty zarządzania finansami przedsiębiorstwa*, PWN, Warszawa 2005.
- DITTMAN P., I IN., *Prognozowanie w zarządzaniu sprzedażą i finansami przedsiębiorstwa*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa 2011.
- DOBIEGAŁA-KORONA B., *Wartość klienta a wartość dla klienta*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie” 2006, nr 1.

- D.P. DOYLE, *Kontrola kosztów. Element zarządzania strategicznego*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006.
- DREWNOWSKI R., *Rozwój przedsiębiorstwa poprzez alians strategiczny. Cele i uwarunkowania w praktyce polskiej*, Dom Organizatora, Toruń 2004.
- DRUCKER P. F., *Innowacja i przedsiębiorczość. Praktyka i zasady*, PWE, Warszawa 1992.
- DRUCKER P. F., *Praktyka zarządzania*, wyd. A.E. w Krakowie, Kraków 1994.
- DUDYCZ T., *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2005.
- DULINIEC A., *Finansowanie przedsiębiorstwa. Strategie i instrumenty*, PWE, Warszawa 2011.
- DURAJ J., *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 1993.
- DURAJ J., *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, Łódź 1996.
- EHRBAR A., EVA. *Strategia tworzenia wartości przedsiębiorstwa*, WIG-Press, Warszawa 2000.
- ENGELHARDT J., *Typologia przedsiębiorstw*, CeDeWu, Warszawa 2009.
- FAMULSKA T., NOWAKOWSKI J., *Kontrowersje wokół finansów*, Difin, Warszawa 2011.
- FLAK O., GŁÓD G., *Konkurencyjni przetrwają*. Difin, Warszawa 2012.
- FROEB L.M., MCCANN B.T., *Ekonomia menedżerska*, PWE, Warszawa 2012.
- GABRUSEWICZ W., *Analiza finansowa przedsiębiorstwa. Teoria i zastosowanie*, PWE, Warszawa 2014.
- GABRUSEWICZ W., *Podstawy analizy finansowej*, PWE, Warszawa 2005
- GABRUSEWICZ W., KOŁACZYK Y., *Bilans. Wartość poznawcza i analityczna*, Difin, Warszawa 2005.
- GĄSIORKIEWICZ L., *Analiza ekonomiczno-finansowa przedsiębiorstw*, Oficyna Wydawnicza P. W., Warszawa 2011.
- GIERSZEWSKA G., *Analiza strategiczna przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2007
- GIERSZEWSKA G., ROMANOWSKA M., *Analiza strategiczna przedsiębiorstwa*, PWE. Warszawa 2013.
- GMYTRASIEWICZ M., KARMAŃSKA A., *Rachunkowość finansowa*, wyd. 2, Difin, Warszawa 2006.
- GOŁĘBIEWSKI G., TŁACZAŁA A., *Analiza finansowa w teorii i w praktyce*, Difin, Warszawa 2009.
- GOS W., BILANS. *Znaczenie. Koncepcje sporządzania. Formy prezentacji*, PWE, Warszawa 2011.
- GRABOWSKA M., *Zarządzanie płynnością finansową przedsiębiorstw*, CeDeWu, Warszawa 2011.
- GRANT R.M., *Współczesna analiza strategii*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa 2011.
- GRZENKOWICZ N., I IN., *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe W.Z U.W., Warszawa 2007.
- GRZYWACZ J., *Zarządzanie majątkiem obrotowym przedsiębiorstwie. Wybrane problemy*, wyd. SGH, Warszawa 2006.

- HAMROL M., CZAJKA B., PIECHOCKI M., *Upadłość przedsiębiorstwa – model analizy dyskryminacyjnej*, „Przegląd Organizacji” 2004, nr 6.
- HANNAN M., FREEMAN J., *The Population Ecology of Organizations*, “American Journal of Sociology” 1997, nr 82.
- HAWAWINI G., VIALLET C., *Finanse menedżerskie*, PWE, Warszawa 2007.
- HUFF A.S., I IN. *Zarządzanie strategiczne. Podejście zasobowe*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa 2011.
- HOŁDA A., *Prognozowanie bankructwa jednostki w warunkach gospodarki polskiej z wykorzystaniem funkcji dyskryminacyjnej* ZH, „Rachunkowość” 2001.
- IWIN-GARZYŃSKA J., *Kapitał amortyzacyjny w zarządzaniu finansami*, PWE, Warszawa 2005.
- JANASZ K., *Kapitał w finansowaniu działalności innowacyjnej przedsiębiorstw w Polsce*, Difin, Warszawa 2010.
- JANIK W., *Sprawozdawczość finansowa jako źródło informacji o wiarygodności małych przedsiębiorstw*, w: Turyna J., Szczęsny W., *Finansowe uwarunkowania rozwoju organizacji gospodarczych*, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania U.W., Warszawa 2007.
- JANIK W., *Zarządzanie finansami firmy*, WSPiA, Lublin 2002.
- JANIK W., PAŹDZIÓR A., *Zarządzanie finansowe w przedsiębiorstwie*, Politechnika Lubelska, Lublin 2011.
- JANIK W., PAŹDZIÓR M., *Rachunkowość zarządcza i controlling*, Politechnika Lubelska, Lublin 2012.
- JERZEMOWSKA M. (RED), *Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 2006.
- JOHNSON H., *Koszt kapitału. Klucz do wartości firmy*, Liber, Warszawa 2000.
- KAPLAN K.S., COOPER R., *Zarządzanie kosztami i efektywnością*, wyd. ABC, Warszawa 2000.
- Klasyfikacja środków trwałych*, wyd. oddk Gdańsk 2007.
- KLINIEWICZ K., *Problemy w relacjach przedsiębiorstwa z interesariuszami*, w: Bernatta M., Bogdanienko J., Skoczny T., *Spółeczna odpowiedzialność biznesu. Krytyczna analiza*, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania U.W., Warszawa 2011.
- KOŁCZYŃSKI J., *Zarządzanie relacjami z klientami na przykładzie banku*, w: Szablewski A., Tuzimek R., *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, Poltext, Warszawa 2005.
- KOMOROWSKI J., *Planowanie finansowe w przedsiębiorstwie. Teoria i praktyka*, wyd. ODDK, Gdańsk 2002.
- KOROL T., *Nowe podejście do analizy wskaźnikowej w przedsiębiorstwie*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa 2013.
- KOROL T., *Przyczyny upadłości firm w zależności od fazy kryzysu i rodzaju bankructwa*, w: Bernaś B., *Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka*, Prace naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 48, Wrocław 2009.

- KOROL T., *Systemy ostrzegania przedsiębiorstw przed ryzykiem upadłości*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa 2010.
- KRAWIEC F., *Transformacja firmy w nowej gospodarce. Koncepcje, strategie, struktury i technologie w zarządzaniu*, Difin, Warszawa 2005.
- KREZMAŃSKA-GIGOL K. (RED), *Aktywne zarządzanie płynnością finansową przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2010.
- KREIKEBAUM H., *Strategie planowania w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa 1996.
- KUC B.R., *Kontroling dla menedżerów*, Helion, Gliwice 2011.
- KUCIŃSKI K. (RED), *Polskie przedsiębiorstwa wobec standardów europejskich, Prace Instytutu Funkcjonowania Gospodarki Narodowej*, t. 81, SGH, Warszawa 2003.
- KURTYS E., *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstw przemysłowych*, PWN, Warszawa–Poznań 1988.
- KUTERA M., HOŁDA A., SURDYKOWSKA S. T., *Oszustwa księgowo. Teoria i praktyka*, Difin, Warszawa 2006.
- LICHNIAK I. (RED), *Nauka o przedsiębiorstwie. Wybrane zagadnienia*, SGH, Warszawa 2009.
- ŁADA M., *Wartość dla klienta w rachunkowości zarządczej* „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” 2009, nr 48.
- MACKOWIAK E., *Ekonomiczna wartość dodana*, PWE, Warszawa 2009.
- MALINOWSKA U., *Wycena przedsiębiorstwa w warunkach polskich*, Difin, Warszawa 2001.
- MAĆZYŃSKA E., *Globalizacja rynkowa a systemy wczesnego ostrzegania przed upadłością przedsiębiorstw*, Zeszyty Naukowe A.E. w Poznaniu, nr 49, Poznań 2004.
- MICHALSKI G., *Płynność finansowa w małych i średnich przedsiębiorstwach*, PWN, Warszawa 2005.
- MICHERDA B. (RED), *Podstawy rachunkowości. Aspekty teoretyczne i praktyczne*, PWN, Warszawa 2005.
- MICHERDA B., *Problemy wiarygodności sprawozdania finansowego*, Difin, Warszawa 2006.
- MILLS R. W., *Dynamika wartości przedsiębiorstwa dla udziałowców. Zasady i praktyka analizy wartości strategicznej*, wyd. ODDK, Gdańsk 2005.
- MOSZKIEWICZ M. (RED), *Zarządzanie strategiczne. Systemowa koncepcja biznesu*, PWE, Warszawa 2005.
- NOGALSKI B., RONKOWSKI R., *Współczesne przedsiębiorstw. Problemy funkcjonowania i zatrudnienia*, Dom Organizatora, Toruń 2007.
- NOWAK E., *Rachunek wyników*, Difin, Warszawa 2004.
- NOWAK J., ZARZECKI D., *Perspektywa finansowa restrukturyzacji z elementami prognozowania upadłości przedsiębiorstw*, Difin, Warszawa 2012.
- OLCHOWICZ I., TŁACZAŁA A., *Sprawozdawczość finansowa według krajowych i międzynarodowych standardów*, DIFIN 2008.
- OSTASZEWSKI J., *Finanse*, Difin, Warszawa 2013.

- PASIECZNY L., WIĘCKOWSKI J., *Ekonomika i analiza działalności przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 1987.
- PAŹDZIOR A. (RED), *Finansowanie rozwoju źródeł wytwórczych w krajowym systemie elektroenergetycznym*, CeDeWu, Warszawa 2013.
- PAŹDZIOR A., *Kryzys finansowy i jego skutki dla gospodarki Polski i świata*, Difin Warszawa 2013.
- PAŹDZIOR A., *Wycena wartości przedsiębiorstwa w warunkach destabilizacji rynków finansowych*, Difin, Warszawa 2013.
- PFAFF J., MESSNER Z. (RED), *Rachunkowość finansowa z uwzględnieniem MSSF*, PWN, Warszawa 2011.
- PHILLIPS T., *Spektakularne upadki wielkich firm*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa 2013.
- PRUSAK B. (RED), *Ekonomiczne i prawne aspekty upadłości przedsiębiorstw*, Difin, Warszawa 2007.
- PRUSAK B., *Nowoczesne metody prognozowania zagrożenia finansowego przedsiębiorstw*, Difin, Warszawa 2005.
- PRZYBYCIŃSKI T., *Konkurencja i ład rynkowy – przyczynek do teorii i polityki konkurencji*, SGH, Warszawa 2005.
- RAPPAPORT A., *Wartość dla akcjonariuszy*, WIG-Press, Warszawa 1999.
- ROKITA J., *Zarządzanie strategiczne. Tworzenie i utrzymywanie przewagi konkurencyjnej*, PWE, Warszawa 2005.
- ROMANOWSKA M., *Planowanie strategiczne w przedsiębiorstwie*, wyd. Difin, Warszawa 2009.
- ROZWADOWSKA B., *Fuzje i przejęcia. Dlaczego kończą się (nie)powodzeniem*, Studio Emka, Warszawa 2012.
- RUTKOWSKA J., *Model ekonomiczny przedsiębiorstwa zagrożonego upadłością*, w: Karpus P. (red), *Finanse przedsiębiorstwa*, UMCS, Lublin 2006
- SAWICKA B., *Zarządzanie wartością dla akcjonariuszy w okresie transformacji gospodarczej w Polsce*, wyd. PL., Lublin 2005.
- SIMON H., *Zarządzanie cenami*, wyd. PWN, Warszawa 1996.
- SIERPIŃSKA M., JACHNA T., *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, PWN, Warszawa 2006.
- SKOCZYŁAS W. (RED), *Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2007.
- SKOWRON S., *Klient w sieci organizacyjnej*, Difin, Warszawa 2013.
- SKOWRONEK-MIELCZAREK A., LESZCZYŃSKI Z., *Analiza działalności i rozwoju przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2008.
- Słownik języka polskiego*, PWN, Warszawa 1983.
- Słownik wyrazów obcych*, PWN, Warszawa 1971.
- I. SOH/BAŃSKA (RED), *Rachunek kosztów. Podejście operacyjne i strategiczne*, C. H. BECK, Warszawa 2009.
- STABRYAŁA A., *Zarządzanie projektami ekonomicznymi i organizacyjnymi*, PWN, Warszawa 2006.

- STANKIEWICZ M. J., *Konkurencyjność przedsiębiorstwa. Budowanie konkurencyjności przedsiębiorstwa w warunkach globalizacji*, wyd. Dom Organizatora, Toruń 2002.
- STEFAŃSKI A., *Analiza dyskryminacyjna na przykładzie wybranych modeli polskich i zagranicznych*, w: Dylewski M. (red.), *Rozwój lokalny i regionalny. Innowacyjność i rozwój przedsiębiorczości*, Zeszyty Naukowe WSB w Poznaniu nr 27, Poznań 2010.
- STRADOMSKI M., *Finanse obce firm rodzinnych na rynku niedoskonałym*, wyd. PWE, Warszawa 2010.
- SUSZYŃSKI C., *Przedsiębiorstwo. Wartość. Zarządzanie*, PWE, Warszawa 2007.
- SUSZYŃSKI C., *Restrukturyzacja, konsolidacja, globalizacja przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2003.
- SZCZĘSNY W. (RED), *Finanse firmy. Jak zarządzać kapitałem*, C.H. Beck, Warszawa 2012.
- SZCZĘSNY W., ŚLIWA J., *Budżetowanie operacyjne, finansowe i kapitałowe w przedsiębiorstwie*, C.H. Beck, Warszawa 2010.
- SZUMIELEWICZ W., *Cash management w grupach kapitałowych. Diagnozowanie, kształtowanie, ocena*, Difin, Warszawa 2009.
- ŚLIWA J., *Zarządzanie finansami w złożonych organizacjach gospodarczych*, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania U.W., Warszawa 2007.
- ŚPIEWAK T., *Zarządzanie środkami pieniężnymi w przedsiębiorstwie. Teoria i praktyka*, wyd. U.Rz., Rzeszów 2008.
- G.K.ŚWIDERSKA (RED), *Controlling kosztów i rachunkowość zarządcza*, Difin, Warszawa 2010.
- Tajniki finansów – praktyczny przewodnik po fundamentach i arkanach finansów*, wyd. K.E. Liber, Warszawa 2000.
- TROCKI M., *Grupy kapitałowe. Tworzenie i funkcjonowanie*, PWN, Warszawa 2004.
- WIECZERYŃSKA B., *Kryzys w przedsiębiorstwie*, CeDeWu, Warszawa 2009.
- WEREDA-KOLASIŃSKA M., *Wpływ ryzyka strategicznego na wartość firmy dla akcjonariuszy*, CeDeWu, Warszawa 2011.
- WĘDZKI D., *Analiza wskaźnikowa sprawozdania finansowego*, Wolters Kluwer Polska, Kraków 2009.
- WIERZBICKI K., *Kryteria systemu informacyjnego dla potrzeb controllingu*, „*Ekonomika i organizacja przedsiębiorstw*” 1996, nr 1.
- WIĘCKOWSKI J., *Planowanie i diagnostyka ekonomiczna w przedsiębiorstwach przemysłowych*, PWE, Warszawa 1983.
- WOŹNIAK-SOBCZAK B., *Łańcuch tworzenia wartości dodanej przedsiębiorstwa*, wyd. A.E. w Katowicach, Katowice 2007.
- VARIAN H.R., *Mikroekonomia*, PWN, Warszawa 2002.
- WĄSOWSKI W., *Kreatywna rachunkowość. Fałszowanie sprawozdań finansowych*, Difin, Warszawa 2010.
- ZADORA H., *Fuzje i przejęcia na rynku kapitałowym. Motywy, okoliczności i warunki oraz procedury, procesy i struktury*, wyd. U.E., Katowice 2011.

- ZALESKA M., *Analiza ryzyka upadłości przedsiębiorstwa i banku. Systemy wczesnego ostrzegania*, Difin, Warszawa 2002.
- ZALESKA M., *Ocena kondycji finansowej przedsiębiorstwa przez analityka bankowego*, Oficyna Wydawnicza AGH, Warszawa 2012.
- ZARZECKI D., *Wskaźniki finansowe i ich użyteczność w zarządzaniu*, w: Krawczyk W., *Budżetowanie działalności jednostek gospodarczych. Teoria i praktyka*, cz. 5, Krakowskie Towarzystwo Edukacyjne, Kraków 2004.
- ZELEK A., GWAREK A., *Symptomy kryzysu organizacji*, „Firma i Rynek” 2000, nr 2.
- ZYZNARSKA-DWORCZAK B., *Jak zarządzać kosztami w przedsiębiorstwie*, Difin, Warszawa 2012.

Inne publikacje

- BIEĆ A., *Chemia jak polskie stocznie*, „Ekonomia & Rynek” nr 125, dodatek do „Rzeczpospolitej” z dnia 1 czerwca 2010.
- KACZYŃSKA D., *Przybywa bankrutów w branży budowlanej*, „Ekonomia & Rynek” nr 208, dodatek do „Rzeczpospolitej” z dnia 6 września 2010.
- MAZURKIEWICZ P., *Półkowe boje dostawców*, „Ekonomia & Rynek” nr 208, dodatek do „Rzeczpospolitej” z dnia 6 września 2010.
- Międzynarodowe standardy sprawozdawczości finansowej*, t. 1, (MSSF) 2004, SPwP, Warszawa 2004.
- Niedozwolona pomoc dla Azotów z Kędzierzyna?*, „Ekonomia & Rynek” nr 156, dodatek do „Rzeczpospolitej” z dnia 7 lipca 2010.
- Polacy znów rozkręcają chętnie swoje biznesy*, „Ekonomia & Rynek” nr 167, dodatek do „Rzeczpospolitej” z dnia 20 lipca 2010.
- Spółki PKP walczą o wsparcie*, „Ekonomia & Rynek” nr 147, dodatek do „Rzeczpospolitej” z dnia 26–27 czerwca 2010.
- WIĘCŁAW E., *Twórca sukcesu UnoCredit*, „Ekonomia & Rynek” nr 222, dodatek do „Rzeczpospolitej” z dnia 22 września 2010.
- Ustawa o rachunkowości z dnia 29 września 1994 r. z późniejszymi zmianami.