

Joanna Wyrobek

Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

BADANIA NAD WPLYWEM EKSPORTU NA SYTUACJĘ FINANSOWĄ PRZEDSIĘBIORSTWA NA PRZYKŁADZIE SPÓŁEK GPW W WARSZAWIE

Streszczenie: W artykule przedstawiono wyniki badań nad wpływem eksportu na wskaźniki rentowności i aktywności gospodarczej podmiotów gospodarczych. Badanie wpływu eksportu na sytuację spółek wykonano, porównując wspomniane wskaźniki pomiędzy eksporterami i nieeksporterami (porównania przeprowadzono za pomocą testu średnich opartego na statystyce *t*-Studenta), a także za pomocą regresji dla danych panelowych. Dane do badań pochodzą z bazy Notoria Service oraz z raportów SA-R i SA-RS dla 366 spółek notowanych na GPW w Warszawie w latach 2000-2009.

Słowa kluczowe: wpływ eksportu na sytuację finansową przedsiębiorstw.

1. Wstęp

Celem niniejszego opracowania była próba zbadania, jak działalność eksportowa wpływa na kondycję finansową przedsiębiorstwa. Wspomnianą kwestię sprowadzono do następujących tez badawczych, których weryfikacji podjęto się w niniejszym opracowaniu:

- 1) eksport powoduje wzrost rentowności działalności przedsiębiorstwa,
- 2) działalność eksportowa wiąże się z wolniejszym sływem gotówki i wyższymi wskaźnikami zadłużenia oraz koniecznością baczniejszego i rygorystycznego kontrolowania sływu należności i kontroli polityki kredytowania sprzedaży.

Badania przeprowadzono na 366 spółkach notowanych na GPW w Warszawie. Jeżeli dana spółka wchodziła w skład holdingu, to do badań wykorzystano zarówno dane jednostkowe, jak i skonsolidowane (ale osobno grupowano dane jednostkowe oraz dane dla holdingów; badano je także osobno). Ze względu na okresowe braki danych do właściwych badań wykorzystano ok. 120 sprawozdań jednostkowych (za okres 2000-2009) oraz ok. 70 sprawozdań skonsolidowanych – liczba spółek zmieniła się w zależności od wykorzystywanych do danego badania wskaźników. Chodziło o to, aby mieć pełny panel (brak luk w danych), konieczny ze względu na metodę obliczeniową, która nie dopuszczała takich braków.

2. Przegląd literatury

Tezy badawcze oparto na obserwacjach innych badaczy dotyczących zalet i wad eksportu. Wcześniejsze opracowania z jednej strony sugerowały, że eksport bardzo korzystnie wpływa na działalność podmiotu, podnosząc jego sprzedaż i wyniki, z drugiej strony jednak eksport wprowadzał sporo utrudnień dla codziennej działalności operacyjnej firmy i wydawał się znacząco podnosić ryzyko operacyjne. Stąd ostateczny wpływ eksportu na sytuację finansową podmiotów (w porównaniu do przedsiębiorstw działających wyłącznie na rynku krajowym) wydawał się nie do końca przesądzony.

2.1. Potencjalne korzyści ze sprzedaży eksportowej

Działalność eksportowa przedsiębiorstwa, jeżeli jest skuteczna i poprawnie prowadzona, jest źródłem wielu korzyści dla przedsiębiorstwa. Z punktu widzenia finansów można wyróżnić następujące korzyści:

- wzrost zysków, szczególnie jeżeli waluta danego kraju jest niedowartościowana na rynkach międzynarodowych [Neubelt 1990, s. 48],
- stabilniejsza sprzedaż i zyski firmy, częściowe uniezależnienie od dekonunktury rynkowej w kraju pochodzenia firmy eksportującej, a także dzięki opóźnieniom czasowym w przechodzeniu kryzysów i dekonunktury pomiędzy krajami na świecie, także częściowe uniezależnienie od ogólnoświatowych cykli gospodarczych (na przykład spółki wchodzące w skład indeksu SP500 uzyskały w 2007 r. 48% swoich przychodów ze sprzedaży z eksportu swoich produktów poza granice USA [Bennett 2007, s. 59],
- wzrost efektywności wykorzystania mocy produkcyjnych – aczkolwiek koszt surowców do produkcji rośnie wraz ze wzrostem dodatkowej produkcji, to koszty stałe pozostają zwykle niezmienione, co zwykle przekłada się na spadek jednostkowego kosztu produkcji, to z kolei podnosi konkurencyjność eksportera nie tylko na rynkach zagranicznych, ale także na rynku krajowym [Neubelt 1990, s. 48],
- podniesienie konkurencyjności – na świecie przez cały czas pojawiają się nowe firmy i nowe produkty, które wejdą także na rynek krajowy danego przedsiębiorstwa, stąd wysiłki czynione, aby sprostać konkurencji na rynkach międzynarodowych, przygotowują i uodparniają także firmę na przyszłą konkurencję na rynku krajowym [Neubelt 1990, s. 48],
- wydłużenie życia produktów – w wypadku eksportu produktów do krajów o niższym poziomie rozwoju technologicznego produkty relatywnie stare w kraju siedziby eksportera mogą być nowością w kraju, do którego następuje eksport, dzięki czemu można wydłużyć ich okres życia; strategia ta jest stosowana przez wiele międzynarodowych firm w celu wydłużenia cyklu życia produktów,

- korzyści podatkowe – zwykle eksporterzy korzystają z różnego rodzaju zwolnień podatkowych za sprzedawanie swoich produktów i towarów za granicę, firmy eksportujące mogą także liczyć na różne formy wsparcia, poczynając od gwarancji rządowych, przez dofinansowanie inwestycji, w końcu różnego rodzaju ułatwienia,
- podniesienie morale załogi [Janssen 1992, s. 52-56] – świadomość że produkty firmy są doceniane nie tylko w kraju, ale także na świecie pozytywnie wpływa na morale załogi i dumę z tego, co robią, co z kolei prowadzi do wzrostu wydajności i jakości produkcji.

Wszystkie te czynniki powinny prowadzić do wyższej rentowności firm-eksporterów, niż firm działających wyłącznie na rynku krajowym. Wyższa rentowność może być jednakże okupiona wyższym ryzykiem, traktowanym tutaj jako większa zmienność wyniku finansowego (wyższe odchylenie standardowe nie pozwoli przy teście średnich, opartym na statystyce *t*-Studenta zdecydować, że jedna średnia jest wyższa od drugiej – jeżeli wyższa rentowność jest okupiona wyższą zmiennością).

2.2. Ryzyko finansowe związane z prowadzeniem transakcji eksportowych

Do czynników ryzyka związanych z prowadzeniem działalności eksportowej można zaliczyć:

- znaczące wydłużenie spływu gotówki od klientów [Edwards 1989, s. 68], często również wydłużenie pozostałych cykli (zapasów, zobowiązań) będących wynikiem działalności w wielu krajach,
- konieczność redukcji kosztów przy niemożności zmian ceny (silna konkurencja na rynkach zagranicznych) [Edwards 1989, s. 68],
- ryzyko walutowe traktowane zarówno jako ekspozycja na zmiany kursu walutowego, jak i ryzyko kadrowe, wynikające z błędów systemu kontrolingu lub braku kwalifikacji kadry kierowniczej,
- ryzyko klienta i rynku, gdyż eksporter musi się liczyć z ryzykiem kraju, klienta i rynku dokąd wysła swój towar; oznacza to konieczność śledzenia gospodarek różnych krajów i całych regionów szczególnie pod kątem kryzysów zadłużenia i przemian politycznych, oferty ubezpieczeń eksportowych (które są niezmiernie drogie, można jednak liczyć zarówno na pomoc rządową, jak i szukać najkorzystniejszych ofert na wielu rynkach),
- ryzyko braku funduszy do finansowania eksportu będące skutkiem spowolnienia ściągania należności, wysokich kosztów badania odbiorców zagranicznych i monitorowania rynku.

3. Empiryczna weryfikacja hipotez badawczych postawionych w opracowaniu

Jak to już zostało wspomniane, badania empiryczne poświęcone czynnikom determinującym działalność eksportową polskich przedsiębiorstw prowadzono na grupie spółek notowanych na GPW (wybrane spółki, dla których posiadano dane na temat eksportu). Grupa badawcza obejmowała 366 jednostek.

W wypadku niewiarygodnych wyników (na przykład średnie roczne tempo wzrostu sprzedaży powyżej 100 procent dla sprawozdań jednostkowych) usuwano „odstające” obserwacje (dane do obliczeń, poza eksportem, ściągnięto z bazy Notoria Service za pomocą kwerendy).

3.1. Teza 1 – Eksport powoduje wzrost rentowności działalności przedsiębiorstwa

Do zweryfikowania tezy 1 wykorzystano następujące wskaźniki rentowności (użyto formuły wskaźników stosowane w bazie Notoria Service): marża zysku brutto na sprzedaży, marża zysku operacyjnego, marża zysku netto, stopa zwrotu z kapitału własnego, stopa zwrotu z aktywów. Najbardziej interesująca i ważna wydawała się zależność pomiędzy udziałem eksportu w sprzedaży a rentownością sprzedaży i aktywów.

Do zbadania zależności porównano rentowność jednostkowych nieeksporterów z jednostkowymi eksporterami (dla poszczególnych wskaźników), stosując test średnich, oparty na statystyce *t*-Studenta, następnie obliczono regresję liniową pomiędzy rentownością a eksportem, a na końcu stworzono model dla danych panelowych (stałe i zmienne efekty – test Hausmana wskazywał na efekty zmienne, ale modele są do siebie zbliżone). Aby wyeliminować ewentualny efekt specyfiki działalności gospodarczej danego podmiotu, obliczenia powtórzono z uwzględnieniem jako dodatkowej zmiennej (lub przez standaryzację) rodzaju działalności gospodarczej.

Tabela 1. Średnia rentowność eksporterów i nieeksporterów spółek GPW (średnie dla rocznych wskaźników za lata 1997-2009)

| Wyszczególnienie | MZBZS | MZO | MZB | MZN | ROE | ROA |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Jednostk. nieeksporter | 23,27% | 3,40% | 3,96% | 3,24% | 10,48% | 3,12% |
| Jednostk. eksporter | 21,39% | 5,40% | 4,53% | 3,64% | 7,98% | 3,65% |
| <i>Istotność t (jednostk.)</i> | <i>0,16</i> | <i>0,06</i> | <i>0,33</i> | <i>0,37</i> | <i>0,15</i> | <i>0,34</i> |
| Skonsolid. nieeksporter | 24,30% | 5,51% | 4,00% | 2,47% | 10,65% | 3,84% |
| Skonsolid. eksporter | 21,41% | 5,21% | 4,30% | 2,76% | 6,50% | 2,93% |
| <i>Istotność t (jednostk.)</i> | <i>0,11</i> | <i>0,43</i> | <i>0,43</i> | <i>0,44</i> | <i>0,08</i> | <i>0,24</i> |

Źródło: obliczenia własne na podstawie wskaźników rentowności z bazy danych Notoria Service.

W tabeli 1 pokazano porównanie rentowności na różnych poziomach pomiędzy eksporterami i nieeksporterami dla spółek GPW. Choć istotność statystyczna testu średnich nie wypadła najlepiej, wydaje się, że duże różnice zaobserwowano na poziomie rentowności brutto na sprzedaży oraz dla danych jednostkowych dla rentowności na działalności operacyjnej. Wyniki obliczeń przedstawione w tab. 1 sugerują wyższą rentowność na sprzedaży nieeksporterów i podejrzenie o nieco wyższą rentowność eksporterów na działalności operacyjnej, rentowności brutto i netto.

Rentowność aktywów i kapitału własnego była zmienna i nie dało się określić jakiegokolwiek stałej zależności pomiędzy eksporterami i nieeksporterami.

Tabela 2. Średnia rentowność eksporterów i nieeksporterów spółek GPW (średnie dla rocznych wskaźników za lata 199-2009, dane wystandaryzowane przez podzielenie przez średnie dla danej branży lub sekcji działalności gospodarczej)

| Wyszczególnienie | MZBZS | MZO | MZB | MZN | ROE | ROA |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Jednostk. nieeksporter | 99,00% | 75,62% | -37,55% | 80,11% | 104,45% | 250,27% |
| Jednostk. eksporter | 103,49% | 80,90% | 97,91% | 42,63% | 50,39% | 60,57% |
| <i>Istotność t (jednostk.)</i> | <i>0,26</i> | <i>0,09</i> | <i>0,07</i> | <i>0,3</i> | <i>0,13</i> | <i>0,08</i> |
| Skonsolid. nieeksporter | 103,17% | 121,92% | -139,81% | 62,91% | 34,14% | 344,34% |
| Skonsolid. eksporter | 108,87% | 127,13% | 250,46% | 107,30% | 15,00% | -27,76% |
| <i>Istotność t (jednostk.)</i> | <i>0,26</i> | <i>0,45</i> | <i>0,02</i> | <i>0,23</i> | <i>0,42</i> | <i>0,01</i> |

Źródło: obliczenia własne na podstawie wskaźników rentowności z bazy danych Notoria Service.

W tabeli 2 zaprezentowano wyniki testu średnich (hipoteza zerowa, że średnia rentowność dla eksporterów jest wyższa niż dla importerów) przy wskaźnikach rentowności wystandaryzowanych, czyli podzielonych przez średnie branżowe (średnie branżowe obliczono na podstawie próby). Choć idea uśredniania wskaźników po ich standaryzacji (w tym przypadku w celu zniwelowania efektu różnych optymalnych wartości branżowych i specyfiki branży) jest słuszna, warto zwrócić uwagę na to, że przypisywanie spółek objętych badaniem do danej branży czy sekcji działalności gospodarczej było niekiedy mało precyzyjne (nie było to grupowanie na podstawie czterech cyfr PKD czy EKD).

Standaryzacja odwróciła zależność pomiędzy rentownością na sprzedaży i operacyjną przewagą zyskali eksporterzy. Z kolei rentowność oparta na zysku netto stała się wyższa dla nieeksporterów. Ze względu jednak na problemy z klasyfikacją spółek do danej branży lub sekcji działalności oraz obliczenia średnich na podstawie danych z próby, wydaje się, że obliczenia oparte na średnich branżowych wymagałyby znacznie większej grupy badawczej i dokładnej selekcji grup, które są traktowane jako identyczna działalność.

Z powodu niedoskonałości metod badawczych (m.in. założenia testów statystycznych) podjęto próbę sprawdzenia zależności pomiędzy rentownością a udziałem eksportu także za pomocą innych prostych metod statystycznych. Jedną z nich

była analiza regresji pomiędzy danymi wskaźnikami rentowności a udziałem eksportu (jako zmienną niezależną). Ponieważ analizowane dane miały charakter wybitnie panelowy, podjęto próbę zbudowania na ich podstawie prostych modeli regresji dla danych panelowych (dla stałych i zmiennych efektów), zakładając, że nawet jeżeli zależność nie ma charakteru liniowego, to model powinien być stosunkowo

Tabela 3. Podstawowe parametry liniowych modeli (Re – stałe efekty, Fe – zmienne efekty) oszacowanych dla sprawozdań jednostkowych (nieskonsolidowanych); zmienną zależną były odpowiednio: marża zysku brutto na sprzedaży, marża zysku operacyjnego, marża zysku brutto, marża zysku netto, stopa zwrotu z kapitału własnego, stopa zwrotu z akcji, zmienną niezależną udział eksportu w sprzedaży (dane za lata 1997-2008), spółki GPW

| Zmienna | MZBZS | MZO | MZB | MZN | ROE | ROA |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Re R2 wewn. | 0,006 | 0,0085 | 0,0115 | 0,0102 | 0,0001 | 0,0003 |
| Re R2 pomiędzy | 0,0153 | 0,0027 | 0,0388 | 0,0651 | 0,0004 | 0,0053 |
| Re R2 ogólny | 0,0135 | 0,015 | 0,0384 | 0,0316 | 0,0005 | 0,0018 |
| Re Wald chi2 | 8,71 | 11,18 | 22,11 | 35,71 | 0,21 | 1,55 |
| <i>P</i> | 0,0032 | 0,0008 | 0,0000 | 0,000 | 0,6474 | 0,2128 |
| Re alfa | 0,0008 | 0,0013 | 0,024 | 0,0029 | 0,0003 | 0,005 |
| <i>P</i> | 0,03 | 0,001 | 0,000 | 0,000 | 0,647 | 0,213 |
| Re beta | 0,22 | 0,036 | 0,0364 | 0,035 | 0,086 | 0,037 |
| <i>p</i> | 0,000 | 0,002 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 |

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z Notoria Service i raportów rocznych spółek.

Tabela 4. Podstawowe parametry liniowych modeli (Re – stałe efekty, Fe – zmienne efekty) oszacowanych dla sprawozdań skonsolidowanych; zmienną zależną były odpowiednio: marża zysku brutto na sprzedaży, marża zysku operacyjnego, marża zysku brutto, marża zysku netto, stopa zwrotu z kapitału własnego, stopa zwrotu z akcji, zmienną niezależną udział eksportu w sprzedaży (dane za lata 1997-2008), spółki GPW

| Zmienna | MZBZS | MZO | MZB | MZN | ROE | ROA |
|----------------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Re R2 wewn. | 0,0007 | 0,0015 | 0,0008 | 0,0005 | 0,0000 | 0,0000 |
| Re R2 pomiędzy | 0,0004 | 0,0105 | 0,0158 | 0,0127 | 0,0043 | 0,0035 |
| Rre R2 ogólny | 0,0002 | 0,0032 | 0,0031 | 0,002 | 0,0007 | 0,0005 |
| Re Wald chi2 | 0,33 | -0,0004 | 1,95 | 1,4 | 0,36 | 0,31 |
| <i>p</i> | 0,5664 | 0,172 | 0,1628 | 0,2367 | 0,5473 | 0,5748 |
| Re alfa | 0,0002 | 0,05 | -0,0005 | -0,0005 | -0,0004 | -0,0002 |
| <i>p</i> | 0,566 | 0,000 | 0,163 | 0,237 | 0,547 | 0,575 |
| Re beta | 0,22 | 1,86 | 0,04 | 0,0244 | 0,06 | 0,025 |
| <i>p</i> | 0,000 | 0,1721 | 0,000 | 0,001 | 0,000 | 0,000 |

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z Notoria Service i raportów rocznych spółek.

Tabela 5. Zależność pomiędzy wybranymi wskaźnikami rentowności (marża zysku brutto na sprzedaży, marża zysku operacyjnego, marża zysku netto, rentowność aktywów) a branżą i udziałem eksportu w sprzedaży, modele zmiennych efektów dla danych panelowych, sprawozdania jednostkowe i osobno skonsolidowane, spółki GPW (różne branże), lata 1997-2009

| Zbiór | Zmienna zależna | Zmienna niezależna | R2 wewn grup [%] | R2 międz grup [%] | R2 ogólne [%] | Wald χ^2 | P [%] | alfa | P [%] | beta branża | P [%] | beta eksport | P [%] |
|----------------|-----------------|--------------------|------------------|-------------------|---------------|---------------|-------|------|-------|-------------|-------|--------------|-------|
| Jednostkowe | mzbn | branża, eksport % | 0,4 | 2,3 | 1,8 | 11,1 | 0,4 | 0,2 | 0,0 | 0,003 | 6,7 | -0,03 | 0,6 |
| Jednostkowe | mzo | branża, eksport % | 0,0 | 1,5 | 0,3 | 1,75 | 42 | 0,03 | 0,3 | 0,0008 | 43 | 0,02 | 28 |
| Jednostkowe | mzn | branża, eksport % | 0,6 | 0,0 | 0,0 | 0,65 | 72 | 0,03 | 3,2 | 0,0007 | 52 | -0,01 | 65 |
| Jednostkowe | roa | branża, eksport % | 0,0 | 0,4 | 0,1 | 0,13 | 94 | 0,03 | 1,2 | 0,0001 | 95 | 0,01 | 72 |
| Skonsolidowane | mzbn | branża, eksport % | 1,5 | 2,4 | 3,1 | 14,6 | 0,1 | 0,2 | 0,0 | 0,003 | 7,0 | -0,06 | 0,1 |
| Skonsolidowane | mzo | branża, eksport % | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,48 | 79 | 0,1 | 0,0 | -0,0007 | 57 | -0,01 | 67 |
| Skonsolidowane | mzn | branża, eksport % | 0,1 | 3,2 | 0,7 | 3,25 | 20 | 0,1 | 0,5 | -0,003 | 8,0 | -0,02 | 58 |
| Skonsolidowane | roa | branża, eksport % | 0,4 | 0,1 | 0,0 | 1,45 | 49 | 0,1 | 0,0 | -0,0006 | 54 | -0,02 | 28 |

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z bazy Notoria Service i eksportu z raportów SA-R i SA-RS.

dobrze dopasowany, jeżeli w rzeczywistości zachodziła zależność, że im wyższy udział eksportu w sprzedaży, tym wyższa rentowność jednostki. Wyniki zawarto w tab. 3 i 4 – ze względu na możliwość zachwiania zależności w wypadku holdingów (zmiany strukturalne, fuzje, przejęcia), osobno zbadano dane jednostkowe i skonsolidowane. Ponieważ test Hausmana sugerował lepsze dopasowanie modelu z efektami zmiennymi, w tabelach pokazano wyniki dla efektów zmiennych, tym niemniej zbliżone wyniki uzyskano także dla modeli ze stałymi efektami. W modelach zastosowano efekty indywidualne (dla każdej spółki) i nie korzystano z efektów czasowych.

Ze względu na przeświadczenie o istotnym wpływie branży na rentowność przedsiębiorstwa estymację modeli dla danych panelowych powtórzono, uwzględniając odmienny rodzaj działalności poszczególnych spółek.

W tabeli 5 przedstawiono wyniki drugiego badania dla danych panelowych z uwzględnieniem branży. Wyniki badań potwierdzają wyższą rentowność operacyjną nieeksporterów i mogą sugerować nieco wyższą rentowność operacyjną eksporterów (statystycznie istotne są jedynie wyniki dla mzbns).

3.2. Teza 2 – Działalność eksportowa wiąże się z wolniejszym sływem gotówki i wyższymi wskaźnikami zadłużenia oraz koniecznością bacznej i rygorystycznego kontrolowania sływu należności i kontroli polityki kredytowania sprzedaży

Aby zweryfikować tezę 2, ze względu na różne rodzaje działalności gospodarczej, najpierw porównano średnie (eksporterzy i nieeksporterzy) pomiędzy sobą bez uwzględniania różnic w rodzaju działalności gospodarczej, następnie dla wszystkich spółek GPW obliczono regresję dla danych panelowych pomiędzy wskaźnikami cykli a udziałem eksportu w sprzedaży i rodzajem działalności gospodarczej.

Z tabeli 6 wynika, że w sprawozdaniach jednostkowych wyraźnie dłuższe były dla eksporterów cykle: zapasów, należności, cykl operacyjny i gotówkowy. W wypadku grup kapitałowych różnice nie były tak widoczne, ale można zaryzykować twierdzenie, że eksporterzy posiadali nieco dłuższy cykl konwersji środków pieniężnych (gotówkowy), a nieeksporterzy mieli dłuższe cykle zobowiązań i należności. Ponieważ jednak grupy kapitałowe mogły wykorzystywać eksport i import innych spółek, czyli być eksporterami pośrednio, wydaje się, że bardziej wiarygodne są wyniki dla sprawozdań jednostkowych.

W tabeli 7 przedstawiono współczynniki modeli dla danych panelowych, w których zmienną zależną był wybrany wskaźnik cyklu (zapasów, należności, zobowiązań, gotówki, operacyjny), a zmiennymi niezależnymi były branża (rozumiana tutaj jako rodzaj działalności gospodarczej) oraz udział eksportu w sprzedaży.

Niestety, model dla cyklu gotówki dla sprawozdań jednostkowych nie był dobrze dopasowany ($p = 47\%$), jednak uzyskane parametry sugerowały wydłużanie cyklu gotówki wraz ze wzrostem udziału eksportu w sprzedaży. Eksport wydłużał

Tabela 6. Test średnich dla wskaźników cykli z podziałem na eksporterów i nieeksporterów, sprawozdania jednostkowe i skonsolidowane, lata 1997-2009, spółki GPW (z różnych branż)

| Zbiór | Wskaźnik | Obs. nieeksp. | Obs. eksp. | Średnia nieeksp. | Średnia eksp. | Odech. std nieeksp. | Odech. std eksp. | Różn. < 0 | Różn. <=> 0 | Różn. > 0 |
|----------------|-----------------|---------------|------------|------------------|---------------|---------------------|------------------|-----------|-------------|-----------|
| Jednostkowe | cykl zapasów | 1071 | 174 | 47 | 55 | 48,84 | 49,24 | 1% | 2% | 99% |
| Jednostkowe | cykl należności | 1094 | 178 | 84 | 91 | 67,35 | 74,96 | 12% | 24% | 88% |
| Jednostkowe | cykl zobowiązań | 1089 | 175 | 113 | 113 | 91,61 | 71,44 | 48% | 94% | 53% |
| Jednostkowe | cykl operacyjny | 1069 | 174 | 127 | 143 | 83,51 | 86,35 | 1% | 3% | 99% |
| Jednostkowe | cykl gotówki | 1061 | 173 | 14 | 29 | 84,37 | 84,45 | 1% | 3% | 99% |
| Skonsolidowane | cykl zapasów | 458 | 82 | 65 | 69 | 105,15 | 39,87 | 26% | 51% | 74% |
| Skonsolidowane | cykl należności | 486 | 83 | 82 | 75 | 75,71 | 68,56 | 94% | 12% | 6% |
| Skonsolidowane | cykl zobowiązań | 486 | 82 | 131 | 122 | 99,46 | 58,53 | 87% | 27% | 13% |
| Skonsolidowane | cykl operacyjny | 459 | 82 | 142 | 144 | 113,00 | 52,61 | 42% | 83% | 58% |
| Skonsolidowane | cykl gotówki | 483 | 82 | 16 | 22 | 92,58 | 48,85 | 19% | 38% | 81% |

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 7. Zależność pomiędzy wybranymi wskaźnikami cykli (cykl zapasów, należności, zobowiązań, operacyjny i gotówki) a branżą i udziałem eksportu w sprzedaży, modele zmiennych efektów dla danych panelowych, sprawozdania jednostkowe i osobno skonsolidowane, spółki GPW (różne branże), lata 1997-2009

| Zbiór | Zmienna zależna | Zmienna niezależna | R2 wewn grup [%] | R2 międz grup [%] | R2 ogólne [%] | Wald χ^2 | P [%] | Alfa (stała) [%] | P [%] | Beta branża [%] | P [%] | beta eksport | P [%] |
|----------------|-----------------|--------------------|------------------|-------------------|---------------|---------------|-------|------------------|-------|-----------------|-------|--------------|-------|
| Jednostkowe | cykl zapasów | branża, eksport_% | 0,2 | 1,0 | 1,1 | 4,09 | 13 | 41,2 | 0 | 0,84 | 9 | -3,89 | 28 |
| Jednostkowe | cykl należności | branża, eksport_% | 0,5 | 0,5 | 0,6 | 8,39 | 2 | 87,4 | 0 | -0,76 | 15 | 13,4 | 1 |
| Jednostkowe | cykl zobowiązań | branża, eksport_% | 0,3 | 0,0 | 0,1 | 3,89 | 14 | 109 | 0 | 0,19 | 83 | 16,6 | 5 |
| Jednostkowe | cykl operacyjny | branża, eksport_% | 0,1 | 0,3 | 0,1 | 1,86 | 39 | 127 | 0 | -0,03 | 97 | 9,02 | 17 |
| Jednostkowe | cykl gotówki | branża, eksport_% | 0,2 | 0,0 | 0,0 | 1,52 | 47 | 20 | 1 | -0,35 | 62 | -9,4 | 25 |
| Skonsolidowane | cykl zapasów | branża, eksport_% | 0,0 | 1,1 | 0,3 | 0,62 | 73 | 72 | 0 | -0,1 | 94 | -8,74 | 43 |
| Skonsolidowane | cykl należności | branża, eksport_% | 0,8 | 0,1 | 0,0 | 5,35 | 7 | 76 | 0 | 0,18 | 82 | 21,4 | 2 |
| Skonsolidowane | cykl zobowiązań | branża, eksport_% | 1,5 | 0,1 | 0,0 | 9,92 | 1 | 115 | 0 | 1,13 | 42 | 45,2 | 0 |
| Skonsolidowane | cykl operacyjny | branża, eksport_% | 0,2 | 0,1 | 0,8 | 1,87 | 39 | 153 | 0 | -1,07 | 43 | 15 | 28 |
| Skonsolidowane | cykl gotówki | branża, eksport_% | 0,8 | 0,5 | 1,0 | 6,87 | 3 | 32 | 2 | -0,98 | 39 | -32,8 | 1 |

Źródło: opracowanie własne.

także (dla sprawozdań jednostkowych) cykl należności i zobowiązań oraz cykl operacyjny, skracał cykl zapasów.

Dla sprawozdań skonsolidowanych eksport skracał cykl zapasów i gotówki, wydłużał cykl należności, zobowiązań i operacyjny.

4. Podsumowanie i wnioski końcowe

Przeprowadzone w niniejszym opracowaniu badania miały na celu zweryfikowanie wybranych tez, dotyczących wpływu eksportu na wyniki finansowe przedsiębiorstw. W szczególności w wyniku przeprowadzonych analiz i obliczeń zweryfikowano tezy postawione na początku pracy.

Teza 1 – Eksport zwiększa przychody ze sprzedaży podmiotu gospodarczego, co powinno zwiększać jego zyski [Neubelt 1990, s. 48].

Uzyskane wyniki sugerują słabą dodatnią zależność pomiędzy udziałem eksportu w sprzedaży a rentownością, szczególnie mierzoną jako marża zysku brutto ze sprzedaży. Inne wskaźniki rentowności (roa, mzo, mzn) także wydają się pozytywnie skorelowane z eksportem, ale testy statystyczne nie dają jednoznacznego potwierdzenia tej zależności.

Teza 2 – Działalność eksportowa wiąże się z wolniejszym sływem gotówki i wyższymi wskaźnikami zadłużenia oraz koniecznością bacznej i rygorystycznego kontrolowania sływu należności i kontroli polityki kredytowania sprzedaży

Podsumowując rozważania nad wpływem eksportu na wskaźniki aktywności działania należy stwierdzić, że przeanalizowane dane finansowe sugerowały, że rzeczywiście spółki eksportujące mogły oczekiwać dłuższego cyklu: należności, zobowiązań, operacyjnego. W wypadku cyklu konwersji środków pieniężnych zależność nie była jednoznaczna, cykl zapasów zaś wydawał się ulegać skróceniu wraz z prowadzeniem działalności eksportowej.

Literatura

- Bennett J., *A world of profits, booming business overseas is driving U.S. firms*, „Barron's” 2007, 14 maja, s. 59.
- Bilkey W., *Variables associated with export profitability*, „Journal of International Business Studies” 1982, jesień, s. 39-55.
- Janssen R., *The rewards of exporting*, „International Business” 1992, listopad, vol. 5, no.11, s. 52-56.
- Edwards B., *How to make money out of exports*, „Director” 1989, czerwiec, vol. 42, no. 13, s. 66-70.
- Five steps to business profits*, „Business America” 1990, 7 maja, vol. 111, no. 9, s. 12.
- Neubelt P., *Exporting opportunities for small and mid-sized companies*, „The CPA Journal” 1990, luty, vol. 60, no. 2, s. 48.
- O'leary P., *Business must direct emphasis to exports*, „Industry Week” 1983, 5 września, s. 8.
- Kutz R., *To export profitability*, „Inc” 2003, czerwiec, vol. 25, no. 6, s. 30.
- Liouville J., *Under what conditions can exports exert a positive influence on profitability?*, „Management International Review” 1992, vol. 32, no. 1, s. 41-55.

- Seideman T., *Making net export profits*, „International Business” 1995, sierpień, s. 47.
Starting down the road to success, „Profit”, grudzień 2007/styczeń 2008, vol. 26, no. 6, s. 27-30.
Ten keys to export success, „Business America” 1993, vol. 113, no. 9, s. 14.
Waring S., *Export experts*, „Dairy Industries International” 2004, wrzesień, vol. 69, no. 9, s. 20.

IMPACT OF EXPORT ACTIVITIES ON FINANCIAL SITUATION OF COMPANIES LISTED ON THE WARSAW STOCK EXCHANGE IN POLAND

Summary: The purpose of the paper is to investigate the impact of export activities on profitability and activity ratios of 366 companies listed on the Warsaw Stock Exchange in the years 2000-2009. In order to measure an impact of export activities on profitability and activity of companies, the author applied a *t*-test to compare above mentioned ratios for exporters and non-exporters. To confirm the *t*-test findings, panel data models were estimated between financial ratios and export share in sales and industry type. Data used in the research came from the Notoria Service database and annual Warsaw Stock Exchange reports SA-R and SA-RS (annual financial report of a publicly traded company and consolidated annual financial report of a publicly traded company).