

Piotr Szymański

Akademia Ekonomiczna we Wrocławiu

ZARZĄDZANIE NALEŻNOŚCIAMI W PROCESIE KREOWANIA WARTOŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA – WYNIKI BADAŃ

1. Wstęp

W ostatnich latach w długotrwałą dyskusję o nadrzędnym celu funkcjonowania przedsiębiorstwa wpisała się koncepcja zarządzania wartością – VBM (*value based management*), która za podstawowy cel istnienia przedsiębiorstwa stawia tworzenie wartości dla jego właścicieli. W Polsce dyskusja w środowisku naukowym nad koncepcją zarządzania wartością zaowocowała szeregiem prac o charakterze teoretycznym i praktycznym (m.in. takich autorów, jak: A. Cwynar, W. Cwynar, T. Dudycz, W. Majdzik, M. Marcinkowska, E. Mączyńska, M. Michalski, L. Pietrewicz, A. Rutkowski, M. Siudak, W. Skoczylas, R. Stepnowski, A. Szablewski, T. Waśniewski, D. Wędzki, M. Zawadzki). Generalny wniosek płynący z dotychczasowych badań przeprowadzonych w Polsce jest następujący: przebadane spółki marnotrawią zainwestowany kapitał, co nie gwarantuje im stabilnego, długoterminowego rozwoju. Marnotrawienie kapitału jest skutkiem realizowania inwestycji o ujemnych NPV (*net present value*). Wyniki badań wskazywały również, iż zarządy polskich przedsiębiorstw nie przywiązują należytej wagi do wartości rynkowej swoich firm i zarządzania wartością. Większość przedsiębiorstw nie zapewnia wartości udziałowcom lub akcjonariuszom, a zarządy oraz właściciele spółek nadmierną uwagę przywiązują do wskaźników opartych na zysku, przez co alokacja kapitału w przedsiębiorstwach jest mało efektywna.

Istotą zarządzania wartością jest takie podejmowanie działań strategicznych i operacyjnych, w wyniku, których kapitał wykorzystywany do finansowania aktywów przedsiębiorstwa osiąga jak najwyższą wartość rynkową. Jednym z głównych obszarów tworzących zapotrzebowanie na kapitał jest potrzeba finansowania aktywów obrotowych. Wielu autorów uważa, że zarządzanie aktywami operacyjnymi ma bardzo duży wpływ na zapotrzebowanie na kapitał, a tym samym na wzrost wartości

przedsiębiorstwa, np. według Finegana [Finegan 1999] składniki majątku obrotowego (aktywów obrotowych) należą do czynników o największym wpływie na wartość. Także Rapaport [Rapaport 2000, s. 65] inwestycje w aktywa obrotowe uważa za jeden z istotniejszych czynników kształtowania wartości przedsiębiorstwa.

Pojawienie się koncepcji VBM jest dobrym momentem, aby ponownie przyjrzeć się zarządzaniu należnościami. Podstawowym celem tego artykułu jest zdiagnozowanie stanu zarządzania należnościami oraz pokazanie wpływu decyzji podejmowanych w tym obszarze na „lukę wartości”¹. Artykuł prezentuje wyniki badań nad zarządzaniem należnościami i zarządzaniem wartością przedsiębiorstwa. Wyniki te opierają się na informacjach z 82 ankiet i 1734 sprawozdań finansowych z lat 1991-2003 uzyskanych od 191 przedsiębiorstw z południowo-zachodniej Polski. Badania te dowodzą, że zbyt wiele przedsiębiorstw niszczy swoją wartość, a jedną z głównych przyczyn tego stanu rzeczy są trudności w zarządzaniu należnościami.

2. Charakterystyka próby badawczej

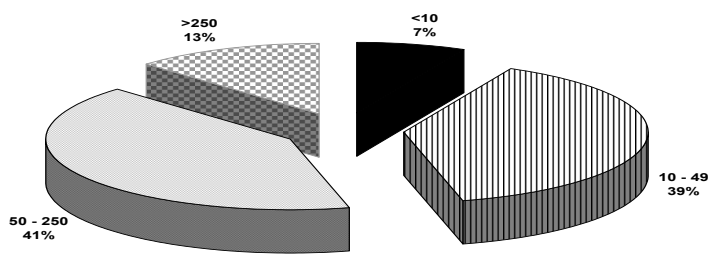
Przeprowadzonymi w roku 2004 badaniami objęto przedsiębiorstwa prywatne, istniejące w latach 1991-2003. Zastosowano przy tym następujące kryteria:

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

Główny trzon badań został oparty na danych zawartych w sprawozdaniach finansowych i odpowiedziach udzielonych w ankietach. O wzięcie udziału w badaniu za pośrednictwem ankiety zwrócono się do 700 przedsiębiorstw.

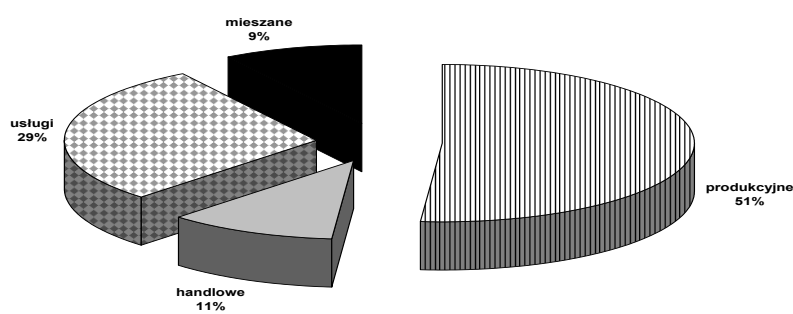
Wśród badanych firm przeważały spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, niewielką część stanowiły spółki akcyjne. Przedsiębiorstwa te ogółem zatrudniają ok. 27 000 osób. Ze względu na liczbę zatrudnionych wykorzystano podział na następujące kategorie używane w statystyce publicznej (GUS): do 9 zatrudnionych, 10-49 zatrudnionych i powyżej 50 zatrudnionych. Uzupełniono o dodatkową kategorię przedsiębiorstw zatrudniających powyżej 250 osób. Udział procentowy przedsiębiorstw w poszczególnych kategoriach ilustruje rys. 1. Dalsze rysunki (2-4) pokazują klasyfikację badanych przedsiębiorstw ze względu na rodzaj działalności, branżę i czas funkcjonowania.

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



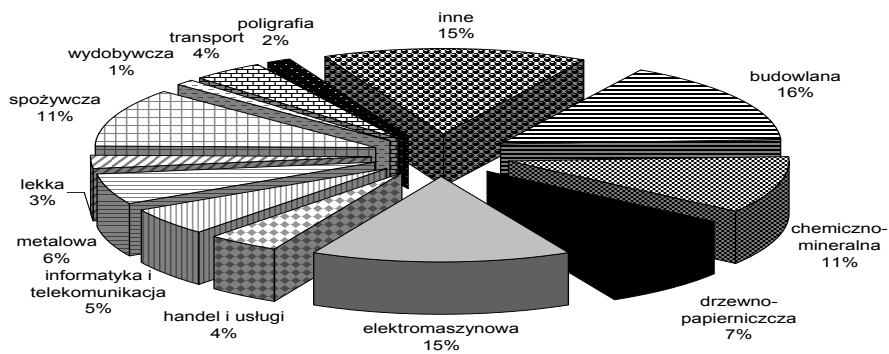
Rys. 1. Klasyfikacja badanych przedsiębiorstw ze względu na liczbę zatrudnionych

Źródło: opracowanie własne.



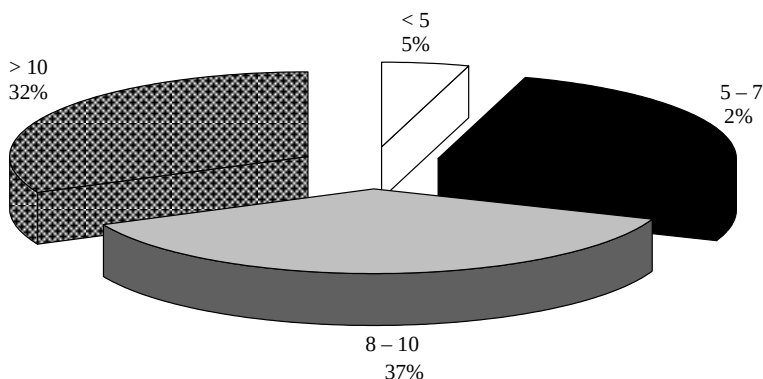
Rys. 2. Klasyfikacja badanych przedsiębiorstw ze względu na rodzaj działalności

Źródło: opracowanie własne.



Rys. 3. Klasyfikacja badanych przedsiębiorstw ze względu na branżę

Źródło: opracowanie własne.



Rys. 4. Klasyfikacja badanych przedsiębiorstw według czasu funkcjonowania

Źródło: opracowanie własne.

3. Wyniki uzyskane na podstawie badań ankietowych

Aby osiągnąć cel artykułu, zdiagnozowano stan zarządzania należnościami. Jednocześnie starano się określić, jakie nadrzędne zadanie/zadania realizują przedsiębiorstwa, którym podporządkowane jest zarządzanie należnościami. Dodatkowo podjęto próbę zdiagnozowania podejścia przedsiębiorstw do źródeł finansowania i związanych z nim kosztów. W efekcie wyniki ankiety zostaną omówione w następujących przekrojach: cel funkcjonowania przedsiębiorstwa, koszt kapitału własnego, zarządzanie należnościami.

3.1. Cel funkcjonowania przedsiębiorstwa

Pierwsze pytanie ankiety miało na celu zidentyfikowanie nadrzędnego celu istnienia badanych przedsiębiorstw. Odpowiedzi na nie dowodzą, że deklarowanym dominującym celem istnienia przedsiębiorstw jest maksymalizacja zysku księgowego (blisko 26%), bardzo często (22%) wskazywane jest zwiększanie sprzedaży i zwiększanie udziału w rynku, a 16% ankietowanych wybiera wzrost wartości przedsiębiorstwa. Na dalszych pozycjach znajdują się takie cele, jak: przetrwanie – 5,5%, satysfakcja klientów – 5,5%, rozwój – 5,5%, rentowność – 3,6% ankietowanych i miejsce pracy – 3,6%. Inne wskazuje 3,6% ankietowanych a 9% nie wie, jaki jest nadrzędny cel istnienia przedsiębiorstwa. Podobnie respondenci odpowiadali na pytanie, jakie ich zdaniem są oczekiwania właścicieli względem przedsiębiorstwa. 20% wskazywało wzrost zysku księgowego, 18% – dywidendę i wzrost wartości przedsiębiorstwa, 11% – rozwój, 9% wskazywało na wzrost udziału w rynku, 5% na rentowność, 4% na wydajność, a 7% na inne oczekiwania. Blisko jedna czwarta (24%) indagowanych nie umiała lub nie chciała odpowiedzieć, jakie ich zdaniem są oczekiwania właścicieli względem przedsiębiorstwa. Wyniki te dowodzą, że dla większości (84%) przedsiębiorstw zwiększanie swojej wartości nie jest głównym

zadaniem. W 65% przedsiębiorstw cel ten jest stawiany w dalszej kolejności. Nasuwa się przypuszczenie, że wynika to z oczekiwań właścicieli. Zarząd nie odczuwa ze strony właścicieli presji na kreowanie wartości, w związku z czym nie realizuje tego celu.

3.2. Koszt kapitału własnego

Kolejnym zagadnieniem poruszonym w ankiecie był koszt kapitału zaangażowanego w finansowanie przedsiębiorstwa. Z przeprowadzonych badań wynika, że koszt kapitału własnego jest parametrem wykorzystywanym w zarządzaniu przez ok. 40% przedsiębiorstw. Może to świadczyć o tym, że parametr ten jest ważny nie tylko dla przedsiębiorstw, które jako nadrzędny cel funkcjonowania przedsiębiorstwa zadeklarowały kreowanie jego wartości. Koszt kapitału własnego nie jest uwzględniany w zarządzaniu aktywami obrotowymi, mimo że w badanych przedsiębiorstwach jest istotnym źródłem finansowania majątku obrotowego. Średnio w badanych przedsiębiorstwach kapitał obrotowy netto wynosi 33% aktywów (mediana 30%). Częstość występowania udziału kapitału obrotowego netto większego niż 10% w strukturze źródeł finansowania majątku obrotowego wynosi 74%.

W badaniach ankietowych istnieje problem rzetelności odpowiedzi. Respondenci w sposób mniej lub bardziej świadomy mogą udzielać takich odpowiedzi, które stawiałyby ich w korzystnym świetle. Próba minimalizacji tego zjawiska było pytanie, w którym ankietowani szeregowali źródła finansowania działalności od najdroższych do najtańszych. Odpowiedzi na to pytanie nasuwają wątpliwość, czy rzeczywiście aż 40% przedsiębiorstw szacuje koszt kapitału własnego i wykorzystuje go w zarządzaniu. Okazało się bowiem, że zdaniem ankietowanych najdroższymi źródłami finansowania działalności przedsiębiorstw są według kolejności:

- 1) kredyty krótkoterminowe,
- 2) zobowiązania wobec dostawców,
- 3) kredyty długoterminowe,
- 4) kapitał własny przedsiębiorstwa (w tym kapitał udziałowy/akcyjny),
- 5) inne zobowiązania (np. wobec US, ZUS),
- 6) obligacje.

Pozycja kredytów bankowych w tym rankingu można być zrozumiała, lecz zaskakuje druga pozycja na liście zobowiązań wobec dostawców. Zobowiązania wobec dostawców są w literaturze przedmiotu uznawane za bezpłatne w terminie wymagającym zapłaty (chyba że dostawca oferuje upust za płatność przed terminem). Jednak, jak pokazuje ankiet, ta forma nie jest powszechnie proponowana badanym przedsiębiorstwom (53% nie styka się z tą propozycją). A zatem to nie oferta wcześniejszej płatności przekonuje przedsiębiorstwo o tym, iż jest to jedno z najdroższych źródeł finansowania, gdyż jedynie 11% przedsiębiorstw korzysta z tej formy bardzo często lub często, 24% korzysta z niej rzadko lub bardzo rzadko, a pozostałe 65% nie korzysta z tej formy płatności. Wysoka pozycja zobowiązań wobec dostawców

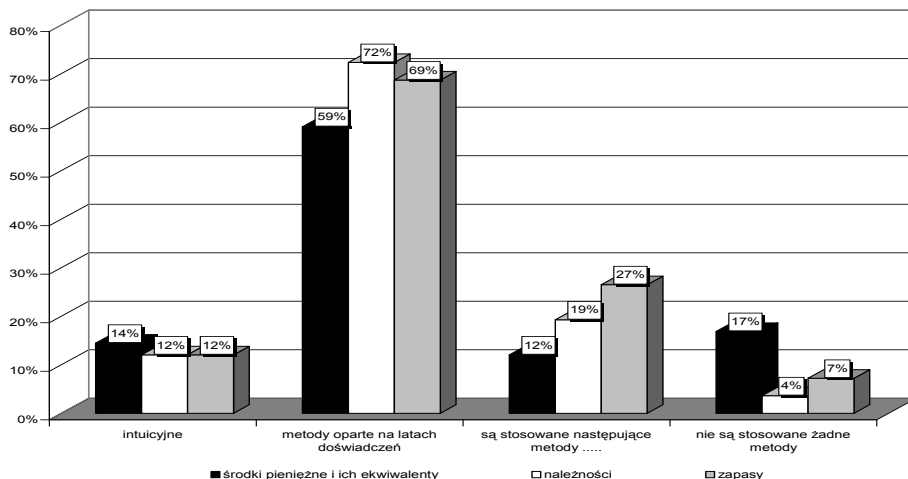
w rankingu źródeł finansowania może nasuwać przypuszczenie, że wynika ona z naliczania odsetek od nieterminowego regulowania płatności, co pośrednio potwierdzają wskaźniki rotacji zobowiązań. Wyniki badań wskazują, że kapitał właściciela jest jednym z najtańszych źródeł finansowania działalności, tańszym niż kredyty czy też zobowiązania wobec dostawców. Znamienne jest, że uważa tak aż 80% ankietowanych, również ci, którzy w dwóch innych pytaniach wskazują, że szacują koszt kapitału własnego i wykorzystują go w zarządzaniu przedsiębiorstwem (tak odpowiedziało 82% tych, którzy deklarują szacowanie kosztu kapitału własnego). Jedynie dla 11% kapitał ten jest najdroższym źródłem finansowania aktywów. Może to wynikać z tego, że zarządy większości przedsiębiorstw uważają, iż mimo że według teoretyków kapitał własny jest najdroższym źródłem finansowania działalności, to w polskiej praktyce jest inaczej. Tego przekonania nie potwierdzają odpowiedzi na 23 pytanie ankiety. Wynika z nich, że dla 33% tych, którzy udzielili odpowiedzi, satysfakcjonująca roczna stopa zwrotu z kapitału własnego dla właściciela przedsiębiorstwa kształtuje się w przedziale 13-15%. Jednocześnie dla 100% odpowiadających na to pytanie (czyli 78% uczestników ankiety) koszt kapitału własnego kształtuje się na poziomie wyższym niż 7%. Dla porównania średnie oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw w 2003 r. wynosiło 9,22%², lecz jeśli uwzględnić tarczę podatkową dla podatku w 2003 r., rzeczywisty średni koszt kredytu to 6,73%. Z zestawienia wielkości oszacowanych przez ankietowanych z kosztem kredytu wynika, że deklarowany koszt kapitału własnego jest w rzeczywistości dla wszystkich ankietowanych, którzy odpowiedzieli na to pytanie, wyższy od kosztu kredytu, a dla 60% odpowiadających przeszło dwukrotnie wyższy. Spośród 40% przedsiębiorstw, które zadeklarowały, że obliczają i wykorzystują koszt kapitału własnego w zarządzaniu przedsiębiorstwem, 82% było jednocześnie zdania, że jest to najtańsze źródło finansowania. Wśród tych z kolei przedsiębiorstw 100% oszacowało średni roczny koszt tego kapitału na poziomie wyższym od kosztu kredytu obliczonego na podstawie średniego oprocentowania kredytów w 2003 r. i tarczy podatkowej. Wynika stąd, że nie w 40%, ale w nie więcej niż w 7% przedsiębiorstw szacuje się i wykorzystuje koszt kapitału własnego na potrzeby zarządzania.

3.3. Zarządzanie należnościami

Wyniki ankiety pokazują, że 24% przedsiębiorstw deklaruje stosowanie znanych z literatury metod zarządzania należnościami, 69% deklaruje stosowanie metod wypracowanych w wyniku własnych doświadczeń, a 13% kieruje się intuicją (rys. 5). Większość, bo aż 58% przedsiębiorstw, ocenia efekty zarządzania należnościami jako dobre, 29% jako dostateczne, 9% jako bardzo dobre, a 4% jako słabe (rys. 6).

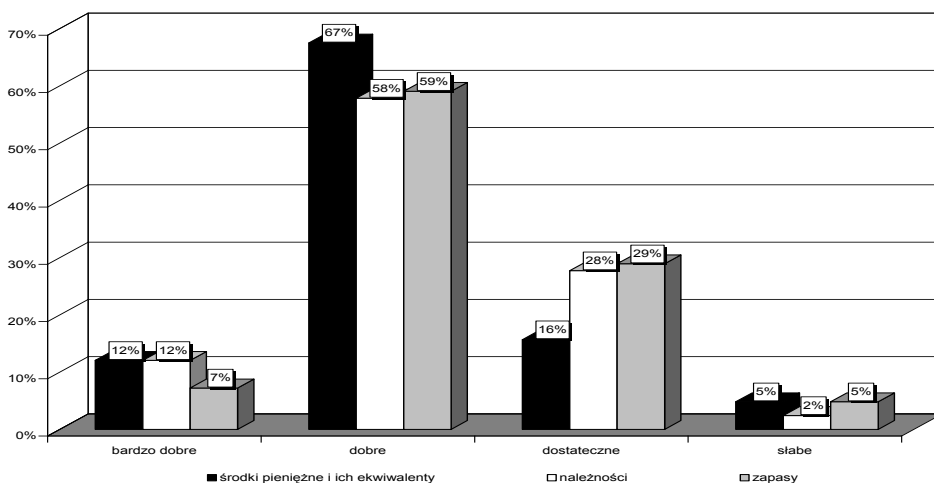
² Obliczone na podstawie średniego ważonego oprocentowania kredytów (począwszy od kredytów w rachunku bieżącym, a skończywszy na kredytach udzielanych na okres powyżej 5 lat) dla przedsiębiorstw ogółem w polskim systemie bankowym z kolejnych miesięcy 2003 r. Źródło: www.mf.gov.pl.

To zadowolenie z efektów powoduje, że 67% przedsiębiorstw widzi niewielkie możliwości usprawnienia zarządzania należnościami, 27% uznaje, że mogą być one znaczne, a 5% jest przekonanych, iż nie ma możliwości poprawy w tym zakresie (rys. 7).



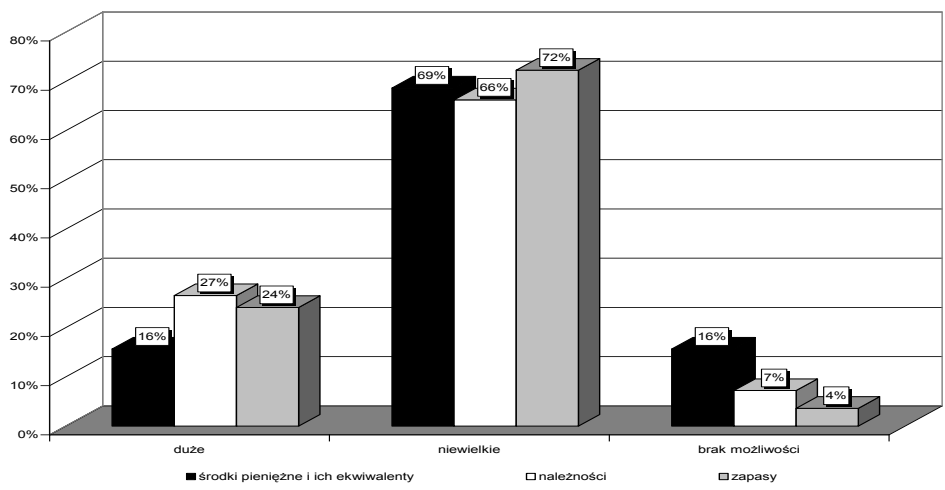
Rys. 5. Deklarowane sposoby zarządzania składnikami majątku obrotowego w badanych przedsiębiorstwach

Źródło: opracowanie własne.



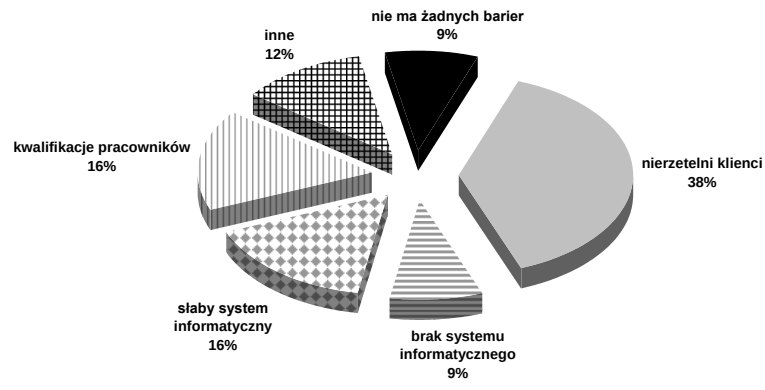
Rys. 6. Ocena efektywności zarządzania składnikami majątku obrotowego przez badane przedsiębiorstwa

Źródło: opracowanie własne.



Rys. 7. Ocena możliwości poprawy efektywności zarządzania składnikami majątku obrotowego przez badane przedsiębiorstwa

Źródło: opracowanie własne.



Rys. 8. Deklarowane bariery w poprawie efektywności zarządzania należnościami w badanych przedsiębiorstwach

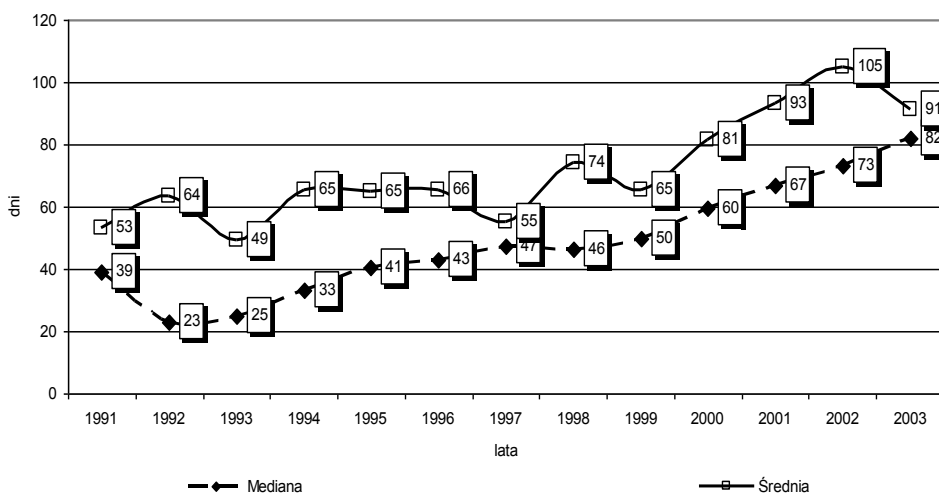
Źródło: opracowanie własne.

Główną barierą poprawy zarządzania należnościami są, zdaniem ankietowanych, nierzetelni klienci. Rzadziej wymieniane są: kwalifikacje pracowników, słabości systemu informatycznego i inne czynniki (rys. 8). Zaznaczyć należy jednak, iż 11% indagowanych przedsiębiorstw nie posiada systemu komputerowego do zarządzania należnościami, a dalsze 31% zdradza niezadowolenie z wykorzystywanych syste-

mów. Można przypuszczać, że większą satysfakcję z efektów zarządzania należnościami przedsiębiorstwa uzyskałyby, rozbudowując system upustów. Wyniki ankiety pokazują, bowiem że 22% przedsiębiorstw nie stosuje żadnych upustów, 24% stosuje zaledwie jedną z form upustu, reszta (54%) stosuje 2-4 różnych upustów. Istotne jest również to, że najpopularniejszymi formami upustu są upusty za lojalność 55% i za ilość 51%. Upusty te nie zachęcają jednak do regulowania należności w terminie. Rolę taką odgrywają upusty za płatność przed terminem, ale te oferuje jedynie 33% przedsiębiorstw; w mniejszym zakresie odgrywa ją upust za płatność gotówkową, stosowany przez 31% przedsiębiorstw.

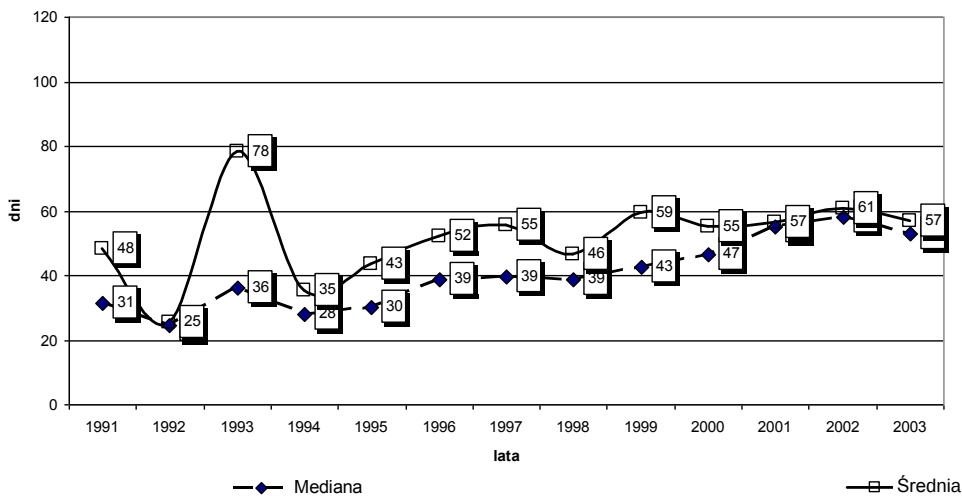
4. Efektywność zarządzania należnościami

Wykorzystując wartości skumulowane parametrów EVA, CVA i SVA, podzielono badaną populację przedsiębiorstw na trzy grupy. Do pierwszej zaliczono te przedsiębiorstwa, które nie powiększają swojej wartości (85 przedsiębiorstw), do drugiej te, które swą wartość zwiększają (44 przedsiębiorstwa), a do trzeciej zaliczono te przedsiębiorstwa, co do których trudno jednoznacznie stwierdzić, czy kreują, czy niszczą wartość (62 przedsiębiorstwa). Jednocześnie należy zaznaczyć, że przedsiębiorstwa w tych trzech grupach wykazują podobne zróżnicowanie branżowe. Podział ten posłużył do sprawdzenia, czy występują istotne różnice w obszarze zarządzania należnościami oraz źródłami jego finansowania między przedsiębiorstwami z pierwszej i drugiej grupy.



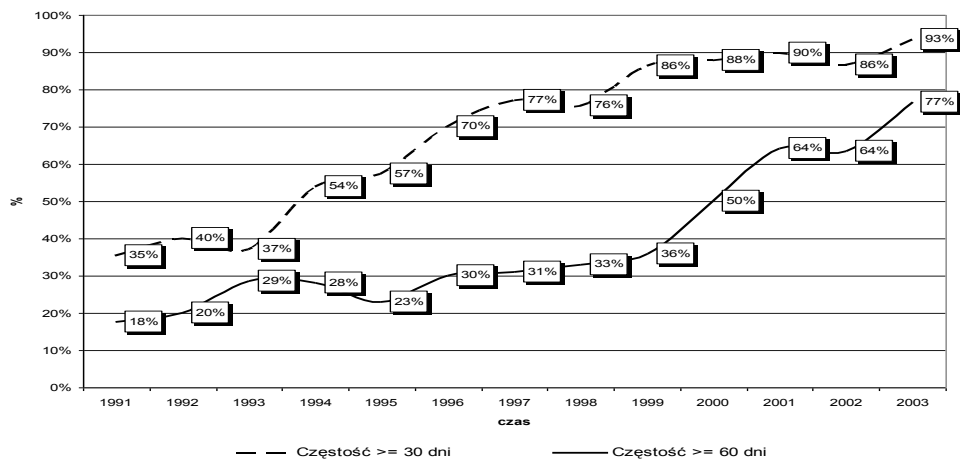
Rys. 9. Obrót należnościami w przedsiębiorstwach niegenerujących wartości

Źródło: opracowanie własne.



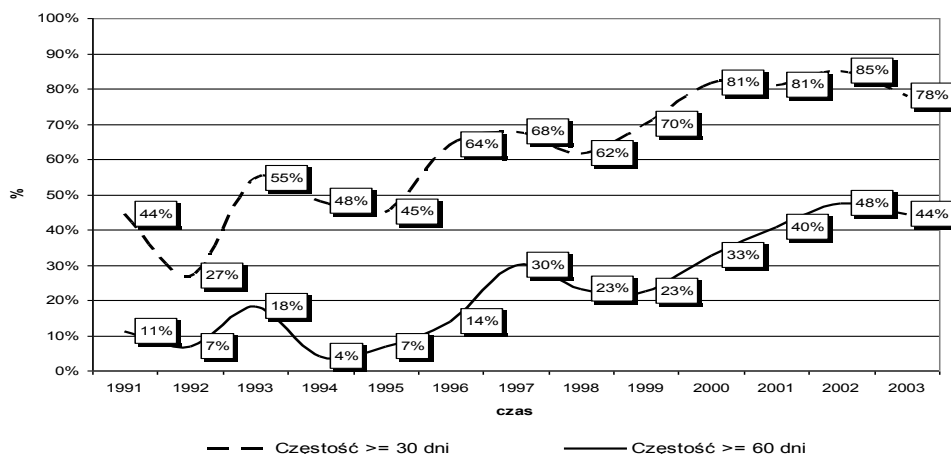
Rys. 10. Obrót należnościami w przedsiębiorstwach generujących wartość

Źródło: opracowanie własne.



Rys. 11. Częstość występowania obrotu należnościami (≥ 30 i ≥ 60 dniom) w przedsiębiorstwach niegenerujących wartości

Źródło: opracowanie własne.

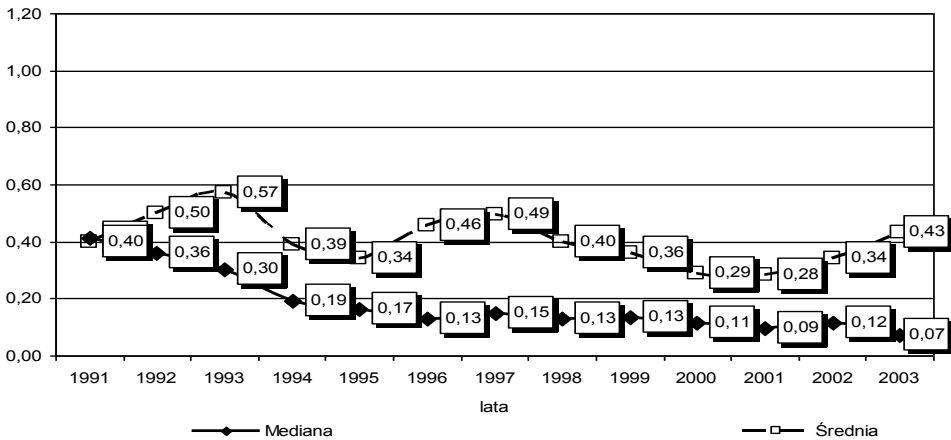


Rys. 12. Częstość występowania obrotu należnościami (≥ 30 i 60 dniom) w przedsiębiorstwach generujących wartość

Źródło: opracowanie własne.

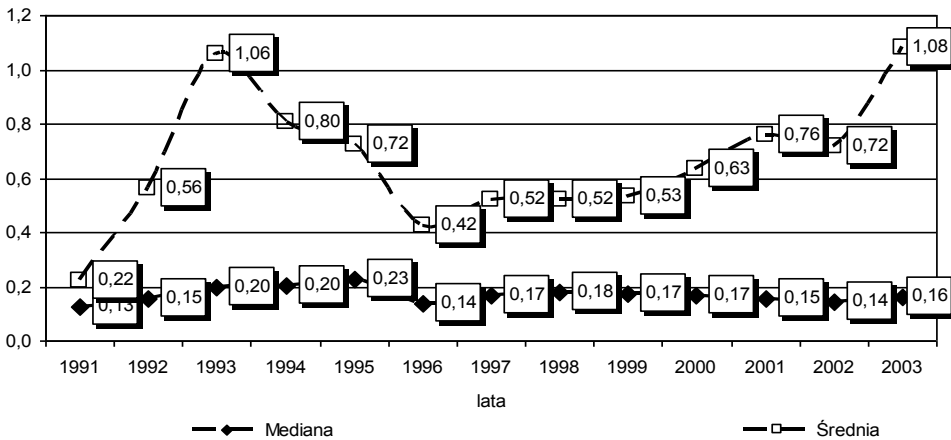
Tworzenie wartości przedsiębiorstwa jest wypadkową wielu czynników. Jednym z nich jest zarządzanie należnościami i źródłami jego finansowania. Przeprowadzona analiza wskazuje, że w pierwszej grupie przedsiębiorstw efekty zarządzania należnościami pogłębiają kłopoty tych firm w obszarze kreowania wartości. Szereg wskaźników wykazuje, bowiem wartości istotnie słabsze niż średnie i mediany w drugiej grupie przedsiębiorstw. Na przykład średni okres obrotu należnościami brutto (w dniach) w przedsiębiorstwach, które nie tworzą wartości, wynosił 71 dni (jest wyższy niż w całej populacji – 63 dni) i był znacznie wyższy niż w przedsiębiorstwach, które powiększają swoją wartość (52 dni). Z rys. 9 i 10 wynika, że wydłużenie okresu obrotu należnościami występuje w obu grupach od roku 1994 r., z tym że w przedsiębiorstwach, które kreują swoją wartości w ostatnich trzech latach, nastąpiło wyraźne wyhamowanie tej tendencji zarówno w przypadku średniej, jak i mediany. Kolejne wyniki (rys. 11 i 12) potwierdzają dotychczasowe wnioski. Porównanie obu grup przedsiębiorstw wskazuje, że w drugiej grupie jest znacznie mniej tych, które czekają na uregulowanie należności przez okres co najmniej 30 dni (średnio 62%, w pierwszej grupie 68%), oraz znacznie mniej tych, które czekają co najmniej 60 dni (średnio 23%; w pierwszej grupie 39%).

Zarządzanie należnościami oraz źródłami ich finansowania w istotny sposób wpływa na cykl operacyjny oraz na płynność finansową. W przedsiębiorstwach niepowiększających swojej wartości średnia płynności I stopnia (rys. 13-14) jest o blisko 40% niższa niż w drugiej grupie (mediana w obu grupach przeciętnie kształtuje się na podobnym poziomie).



Rys. 13. Wskaźnik płynności I stopnia w przedsiębiorstwach niegenerujących wartości

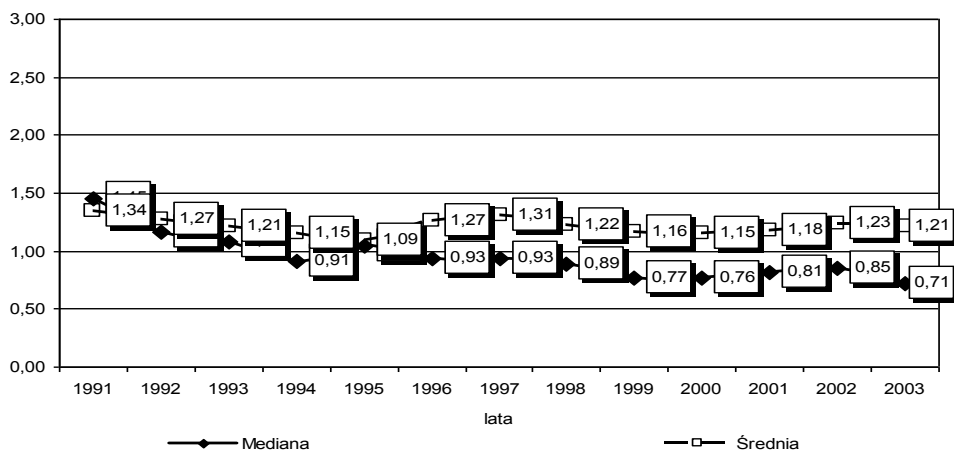
Źródło: opracowanie własne.



Rys. 14. Wskaźnik płynności I stopnia w przedsiębiorstwach generujących wartości

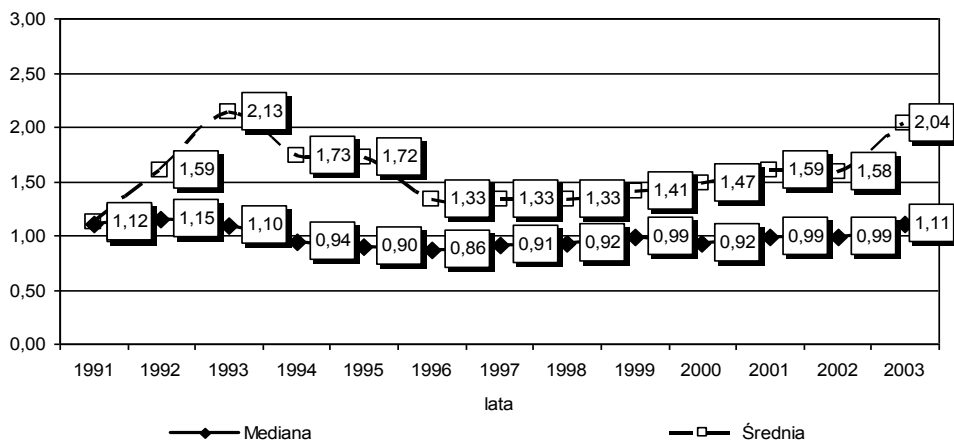
Źródło: opracowanie własne.

Płynność II stopnia w pierwszej grupie przedsiębiorstw jest niższa o 22%, a płynność III stopnia o 9% niższa niż w drugiej grupie, co koresponduje z dotychczasowymi wnioskami (rys.15-16).



Rys. 15. Wskaźnik płynności II stopnia w przedsiębiorstwach niegenerujących wartości

Źródło: opracowanie własne.

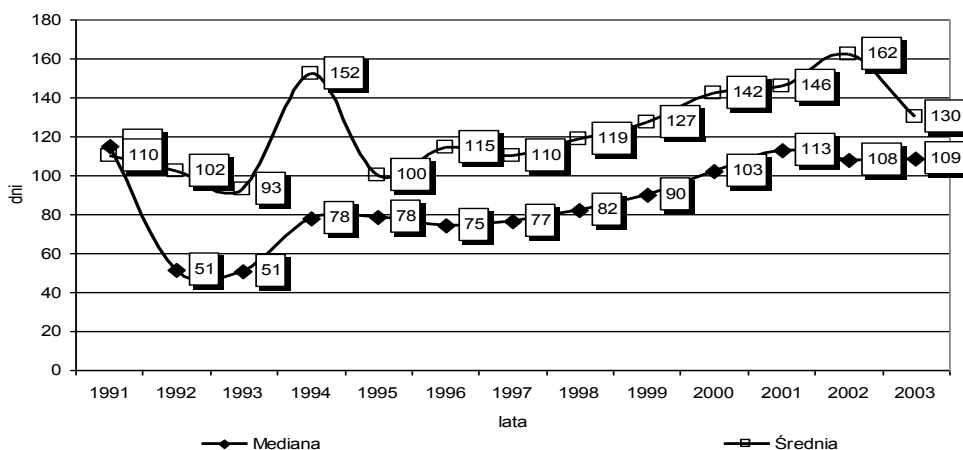


Rys. 16. Wskaźnik płynności II stopnia w przedsiębiorstwach generujących wartość

Źródło: opracowanie własne.

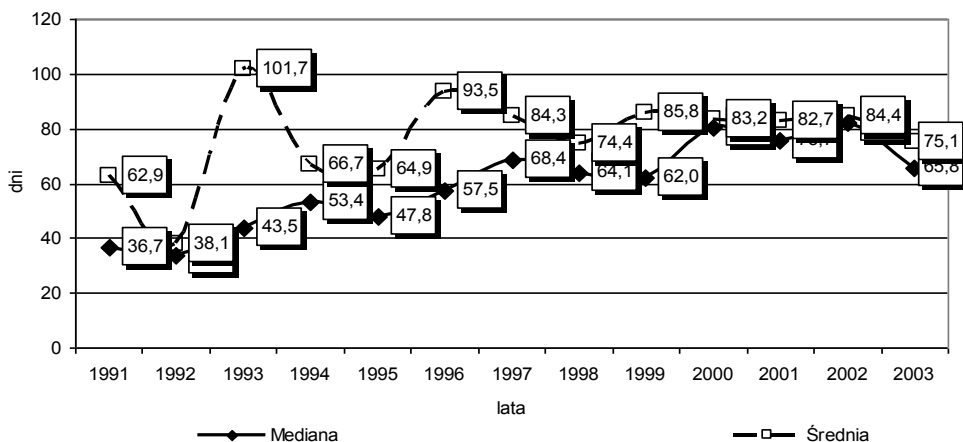
Przedsiębiorstwa nietworzące wartości mają dłuższy cykl operacyjny niż przedsiębiorstwa, które powiększają swoją wartość (rys.17-18). W przedsiębiorstwach z pierwszej grupy średni czas trwania cyklu operacyjnego wynosi 124 dni i jest o 61% dłuższy niż w drugiej grupie (77 dni). W najgorszym – 2002 r., przedsiębiorstwa niegenerujące wartości potrzebowały średnio aż pół roku, aby odzyskać środki za-

inwestowane w zapasy i należności. Przebieg mediany prezentuje się lepiej niż przebieg średniej, lecz i tak przeciętna mediana w pierwszej grupie przedsiębiorstw jest o miesiąc dłuższa niż w grupie drugiej.



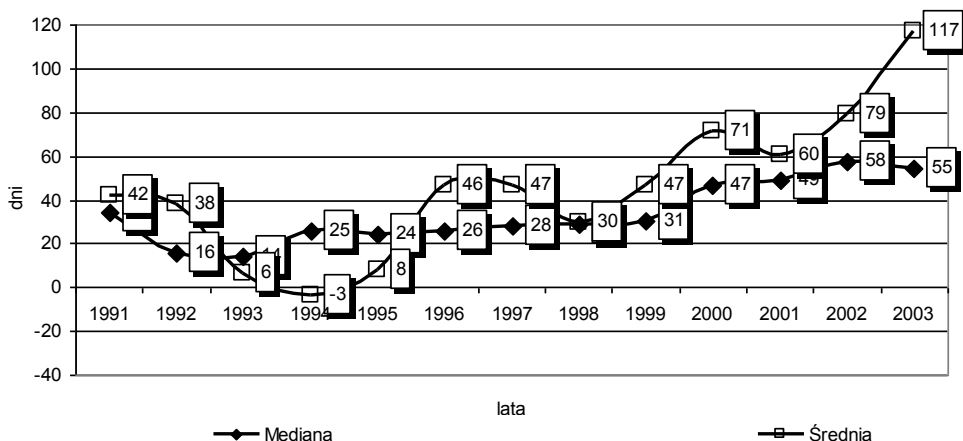
Rys. 17. Wskaźnik cyklu operacyjnego w przedsiębiorstwach niegenerujących wartości

Źródło: opracowanie własne.



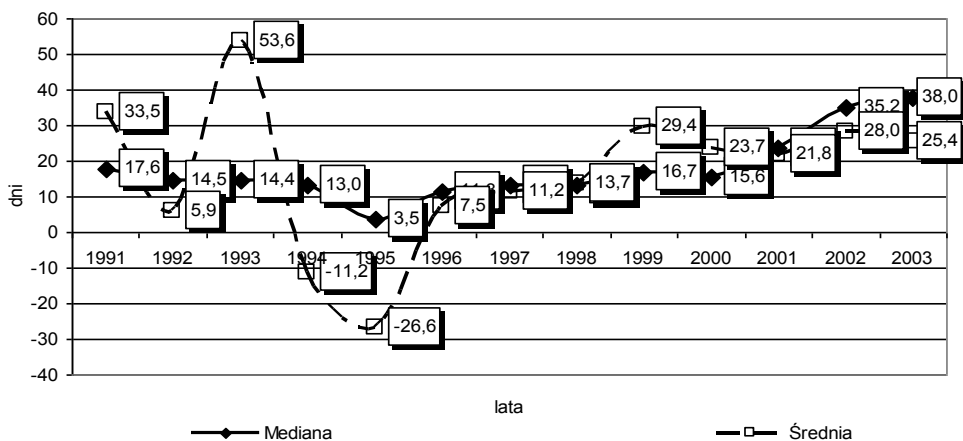
Rys. 18. Wskaźnik cyklu operacyjnego w przedsiębiorstwach generujących wartość

Źródło: opracowanie własne.



Rys. 19. Wskaźnik cyklu środków pieniężnych w przedsiębiorstwach niegenerujących wartości

Źródło: opracowanie własne.

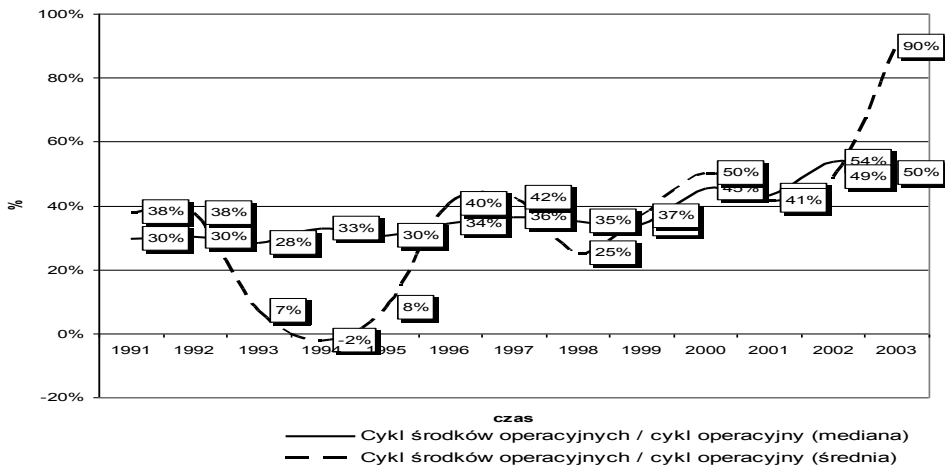


Rys. 20. Wskaźnik cyklu środków pieniężnych w przedsiębiorstwach generujących wartość

Źródło: opracowanie własne.

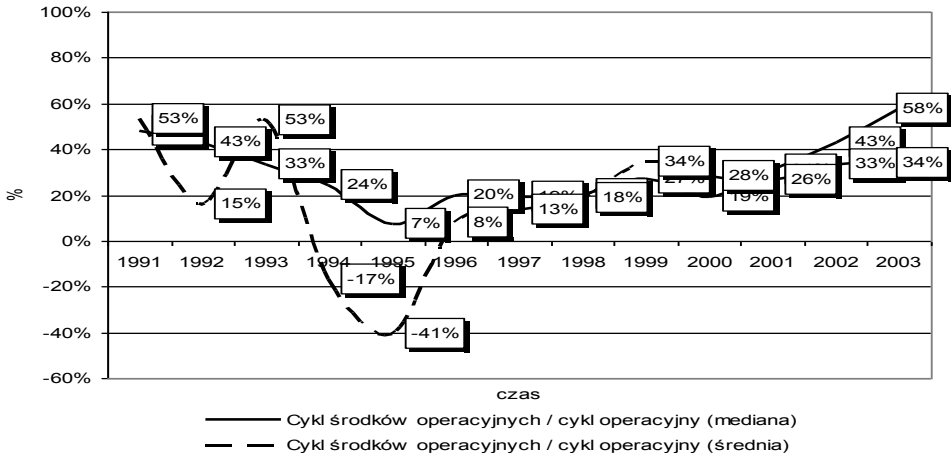
Także cykl środków pieniężnych prezentuje się mniej korzystnie w przedsiębiorstwach nietworzących wartości niż w przedsiębiorstwach, które powiększają swoją wartość (rys. 19-20). Średnia wartość cyklu środków pieniężnych wynosi 45 dni w pierwszej grupie i 17 dni w drugiej grupie. W najgorszym – 2003 r., środki zaangażowane w finansowanie zapasów i należności w pierwszej grupie były odyskiwane

po 117 dniach, czyli o 91 dni wolniej niż w drugiej grupie. Także przeciętny poziom mediany jest blisko dwukrotnie dłuższy w pierwszej grupie.



Rys. 21. Cykl środków pieniężnych w relacji do cyklu operacyjnego w przedsiębiorstwach niegenerujących wartości

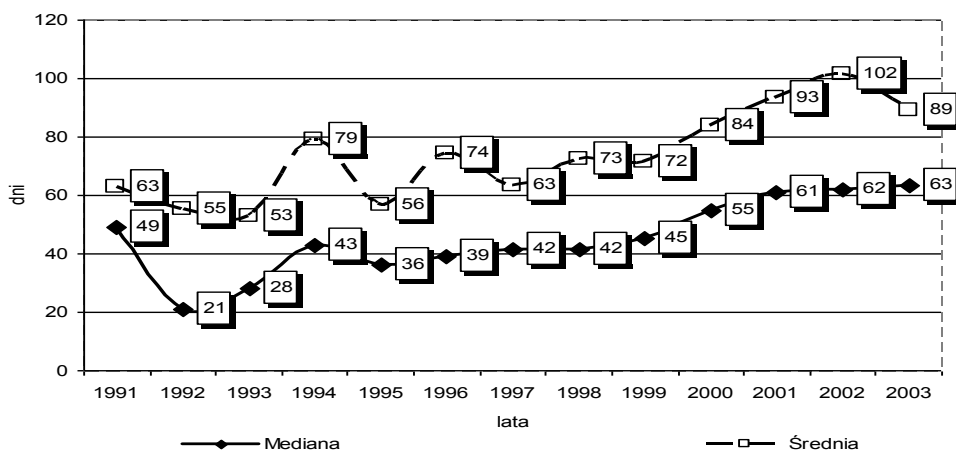
Źródło: opracowanie własne.



Rys. 22. Cykl środków pieniężnych w relacji do cyklu operacyjnego w przedsiębiorstwach generujących wartość

Źródło: opracowanie własne.

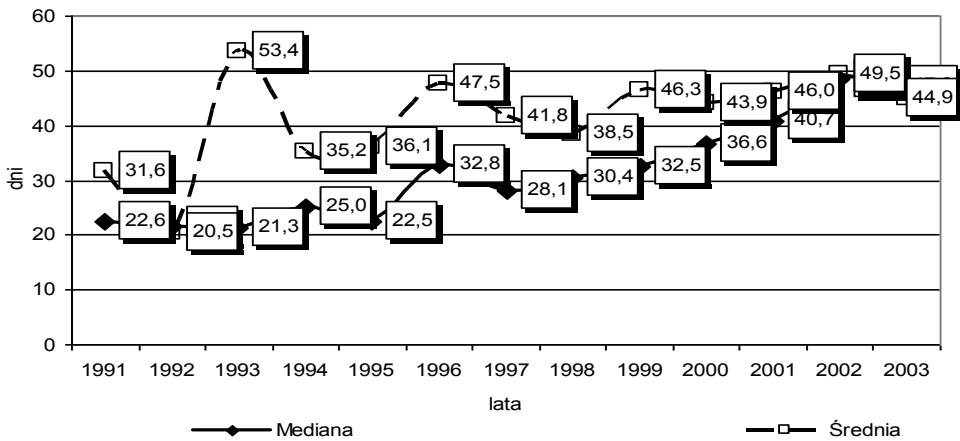
Jeśli porównać średnie oraz mediany wielkości cyklu środków pieniężnych i cyklu operacyjnego, można stwierdzić, że w latach 1991-2003, w przedsiębiorstwach niegenerujących wartości, czas cyklu operacyjnego finansowanego z zobowiązań z tytułu dostaw i usług był średnio krótszy niż w przypadku przedsiębiorstw tworzących wartość (rys. 21-22). Jak wynika przebiegu mediany w pierwszej grupie przedsiębiorstw, na początku lat dziewięćdziesiątych ok. 70% czasu cyklu operacyjnego przerzucano na dostawców, w latach 1996-1999 65% tego czasu obciążało dostawców, a w latach 2001-2003 już tylko ok. 50%. Świadczyć to może o coraz mniejszych możliwościach przerzucenia wydłużającego się czasu oczekiwania na gotówkę z tytułu cyklu operacyjnego na dostawców. Analiza przebiegu mediany w drugiej grupie przedsiębiorstw od początku dekady do 1995 r. wskazuje, że coraz większa część czasu cyklu operacyjnego była przerzucana na dostawców (wzrost z 52 do 93%); w kolejnych latach nastąpiło odwrócenie tendencji, udział ten systematycznie malał, osiągając najniższą wartość w 2003 r. (42%). Z porównania obu grup przedsiębiorstw wynika, że cykl operacyjny musi być finansowany w większym zakresie z droższych źródeł w przypadku pierwszej grupy (średnio w latach 1991-2003 w 36%) niż w drugiej grupie przedsiębiorstw (średnio w latach 1991-2003 w 20%). Dłuższy cykl operacyjny i mniej korzystna struktura jego finansowania negatywnie wpływają na kreację wartości przedsiębiorstw z pierwszej grupy.



Rys. 23. Wskaźnik upłynnienia w przedsiębiorstwach niegenerujących wartości

Źródło: opracowanie własne.

Potwierdzeniem dotychczasowych wniosków są średnia oraz mediana wskaźnika upłynnienia, które wykazują wyższe wartości w przedsiębiorstwach niegenerujących wartości niż w przedsiębiorstwach powiększających swoją wartość (rys. 23-24).



Rys. 24. Wskaźnik upłynnienia w przedsiębiorstwach generujących wartość

Źródło: opracowanie własne.

Wyniki wskazują na konieczność angażowania większych środków na finansowanie aktywów obrotowych w przedsiębiorstwach niegenerujących wartości.

5. Podsumowanie

Powyższa analiza wskazuje, że potencjał tkwiący w zarządzaniu należnościami w zakresie kreacji wartości nie jest wykorzystywany przez polskie przedsiębiorstwa. Wiele z przebadanych firm mogłoby osiągnąć większą wartość przez lepsze, metodyczne zarządzanie należnościami i źródłami jego finansowania.

Problem kreowania wartości przedsiębiorstwa staje się coraz istotniejszy ze względu na to, że polskie przedsiębiorstwa stają się uczestnikami globalnego rynku. Integracja z UE oraz postępująca globalizacja stawiają przed przedsiębiorstwami nowe wyzwania i wymagania. Po okresie spontanicznego kapitalizmu nadchodzi era profesjonalizmu w zarządzaniu. Skończyły się już łatwe rynki, łatwy kapitał, łatwi klienci. Narasta konkurencja, coraz trudniej znaleźć niszę rynkową. Przedsiębiorstwa muszą sięgnąć do wewnętrznych rezerw, aby poszukiwać możliwości poprawy swojej efektywności. Jednym z takich obszarów rezerw jest zarządzanie należnościami.

Literatura

Cwynar A., Cwynar W., *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej – koncepcje, systemy, narzędzia*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2002.

- Dudycz T., Szymański P., *Integratywny charakter koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, [w:] *Nowe kierunki w zarządzaniu przedsiębiorstwem. Integracja i dezintegracja*, red. H. Jagoda, J. Lichtarski, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej nr 928, AE, Wrocław 2002.
- Dudycz T., Szymański P., *Korygowanie informacji księgowych na potrzeby szacowania ekonomicznej wartości dodanej*, [w:] *Efektywność – rozważania nad istotą i pomiarem*, red. T. Dudycz, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej nr 1060, AE, Wrocław 2005.
- Dudycz T., Szymański P., *Pomiar wartości dodanej dla akcjonariuszy*, [w:] *Inwestycje i ubezpieczenia – tendencje światowe a polski rynek*, red. K. Jajuga, W. Ronka-Chmielowiec, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej nr 991, AE, Wrocław 2003.
- Dudycz T., Szymański P., *Pomiar wartości dodanej dla akcjonariuszy – SVA*, [w:] *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*, t. IV, red. J. Duraj, Materiały konferencji naukowej Uniwersytetu Łódzkiego i Szkoły Wyższej w Płocku, Wydawnictwo Naukowe Novum sp. z o.o., Płock-Łódź 2003.
- Dudycz T., Szymański P., *Praktyczne problemy stosowania koncepcji zarządzania wartością – VBM*, [w:] *Nowe kierunki w zarządzaniu przedsiębiorstwem – między teorią a praktyką*, red. H. Jagoda, J. Lichtarski, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej nr 1014, AE, Wrocław 2004.
- Dudycz T., Szymański P., *Propozycje w zakresie metodyki obliczania parametrów stosowanych w koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, red. J. Duraj, Materiały konferencji naukowej Uniwersytetu Łódzkiego i Szkoły Wyższej w Płocku, Wydawnictwo Naukowe Novum sp. z o.o., Płock-Łódź 2005.
- Dudycz T., Szymański P., *Wpływ jakości zarządzania kapitałem pracującym na ekonomiczną wartość dodaną – badania empiryczne*, [w:] *Zarządzanie finansami, mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw*, red. D. Zarzecki, Materiały konferencji naukowej Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2005.
- Finegan P., *Demystifying EVA and EVA Implementation*, Finegan & Company LLC, Icelandic Management Association Conference on EVA®, November 16 1999.
- Majdzik W.A., *Ewa czy Mewa: kapitał też kosztuje*, „Rzeczpospolita” 1996, nr 243.
- Maczyńska E., Pietrewicz L., *Zarządzanie wartością przedsiębiorstw – aspekty własnościowe (wyniki badań)*, [w:] *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a struktura akcjonariatu*, CeDeWu, Warszawa 2001.
- Rapaport P., *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menedżera i inwestora*, WIG-Press, Warszawa 2000.
- Siudak M., *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Oficyna Wydawnicza Politechniki Warszawskiej, Warszawa 2001.
- Skoczylas W., *Ocena przydatności dotychczas stosowanych mierników w zarządzaniu wartością firmy*, [w:] *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, red. J. Duraj, materiały konferencyjne, Uniwersytet Łódzki, Łódź 1997.
- Skoczylas W., Niemiec A., *Nowe mierniki w ocenie bieżącej rentowności przedsiębiorstw*, [w:] *Czas na pieniądź. Zarządzanie finansami. Mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw*, t. I., red. D. Zarzecki, Materiały konferencyjne, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2003.
- Wędzki D., *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa – przepływy pieniężne a wartość dla właścicieli*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2002.

TRADE RECEIVABLES MANAGEMENT AS A PROCESS OF CREATING ENTERPRISE VALUE – RESULTS OF RESEARCH

Summary

The article contains survey results for current trade receivables management and value based management in 191 enterprises from south-western Poland. This research consists of 82 questionnaires and 1734 financial statements from 1991 until 2003. The study proves that too many Polish enterprises destroy their value. One of the main reasons is weakness of current trade receivables management. In this study the companies were divided in three groups. The first group involved enterprises which created value for shareholders, the second group included enterprises which destroyed value for shareholders and the third one involved enterprises about which it was difficult to say if they created or destroyed value for shareholders. The comparison shows that enterprises from the first group better manage current trade receivables than other groups.