

3. Praktyka polskich przedsiębiorstw w zakresie zarządzania majątkiem obrotowym i jego wpływu na proces kreowania wartości przedsiębiorstwa

Informacje zebrane w trakcie badań posłużyły do analizy efektywności zarządzania majątkiem obrotowym i jego wpływu na proces kreowania wartości przedsiębiorstwa. Umożliwiły również zdiagnozowanie, jakie cele chce osiągnąć kadra zarządzająca w procesie zarządzania majątkiem obrotowym oraz czy w swych decyzjach kieruje się motywem powiększania wartości przedsiębiorstwa. Wnioski płynące z dociekań posłużyły do określenia niezbędnych korekt, wytycznych, które tak usprawnią zarządzanie majątkiem obrotowym, aby służyły procesowi kreowania wartości przedsiębiorstwa.

3.1. Charakterystyka próby oraz metodyka badań

3.1.1. Przedmiot badań

Celem tego rozdziału jest empiryczna weryfikacja wpływu zarządzania majątkiem obrotowym na „lukę wartości” oraz identyfikacja błędów popełnianych przez polskie przedsiębiorstwa w tym obszarze. W rozdziale będzie poszukiwana odpowiedź na następujące pytania:

1. Jak przedsiębiorstwa zarządzają majątkiem obrotowym?
2. Jak działania w obszarze majątku obrotowego wpływają na kreowaną przez przedsiębiorstwo wartość?
3. Jakie błędy pojawiają się w tym obszarze?
4. Jakie rezerwy tkwią w zarządzaniu majątkiem obrotowym z punktu widzenia kreowania wartości przedsiębiorstwa?
5. Czy przedsiębiorstwa zwiększają swoją wartość?

Odpowiedzi na powyższe pytania pozwolą zweryfikować dwie z czterech hipotez pracy:

III. Potencjał tkwiący w zarządzaniu majątkiem obrotowym w zakresie kreacji wartości nie jest w wystarczającym stopniu wykorzystywany przez polskie przedsiębiorstwa.

IV. Duża część polskich przedsiębiorstw nie zwiększa swojej wartości.

Pierwsza z dwóch hipotez, która została poddana weryfikacji za pomocą badań empirycznych, dotyczy niewykorzystywania potencjału majątku obrotowego (do kreowania większej wartości przedsiębiorstwa). Zdaniem autora, w związku z tym, że przedsiębiorstwa realizują określone strategie zarządzania majątkiem obrotowym w sposób mniej lub bardziej świadomy (często mają charakter chaotyczny), to podejmowane w ramach tych strategii decyzje sprzyjają powstawaniu „luki wartości”, czyli różnicy między kreowaną wartością przedsiębiorstwa a wartością wyższą, którą mogłyby uzyskać. W celu weryfikacji głównych hipotez dowodzone będą następujące hipotezy pomocnicze:

1. Zwiększanie swojej wartości nie jest głównym celem większości przedsiębiorstw.
2. Kapitał obrotowy netto jest istotnym źródłem finansowania majątku obrotowego.
3. Większość przedsiębiorstw nie szacuje kosztu kapitału własnego.
4. Większość przedsiębiorstw nie wykorzystuje kosztu kapitału własnego w zarządzaniu majątkiem obrotowym.
5. Większość przedsiębiorstw żywi przekonanie, że kapitał własny jest jednym z najtańszych źródeł finansowania działalności.
6. Większość przedsiębiorstw nie stosuje żadnych metod zarządzania majątkiem obrotowym.
7. Dominujące strategie zarządzania majątkiem obrotowym, realizowane przez przedsiębiorstwa, sprzyjają powstawaniu luki wartości.
8. Dominujące strategie zarządzania źródłami finansowania majątku obrotowego, realizowane przez przedsiębiorstwa, sprzyjają powstawaniu luki wartości.

Hipotezy pomocnicze zostaną pozytywnie zweryfikowane, jeżeli potwierdzi je więcej niż 50% obserwacji lub odpowiedzi z przeprowadzonych badań ankietowych.

Druga hipoteza główna zostanie uznana za pozytywnie zweryfikowaną, jeżeli zostaną spełnione jednocześnie dwa warunki:

1. Częstość występowania ujemnych i równych zero wartości trzech z czterech parametrów (*EVA*, *CVA*, *SVA* i *CFROI*)²⁴⁷, liczonych dla poszczególnych przedsiębiorstw, będzie większa niż 40% w badanym okresie.
2. Częstość występowania ujemnych skumulowanych, realnych wartości dwóch z trzech parametrów (*EVA*, *CVA* i *SVA*), liczonych dla poszczególnych przedsiębiorstw, będzie większa niż 40% w badanym okresie.

Hipotezy te zostaną zweryfikowane drogą badań ankietowych oraz analizy sprawozdań finansowych przedsiębiorstw.

3.1.2. Charakterystyka próby badawczej

Po to, aby osiągnąć założone cele pracy, przebadano 191 przedsiębiorstw prywatnych istniejących w latach 1991-2003. Przy doborze przedsiębiorstw wykorzystano internetowe bazy danych: „Teleadreson” (www.teleadreson.com.pl) oraz Polskie Książki Telefoniczne (www.pkt.com.pl). Zastosowano przy tym następujące kryteria:

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

W trakcie kolejnych etapów badania pojawiło się jeszcze jedno kryterium: dostępność sprawozdań finansowych w Krajowym Rejestrze Sądowym (KRS).

Zastosowane zostały następujące metody badawcze:

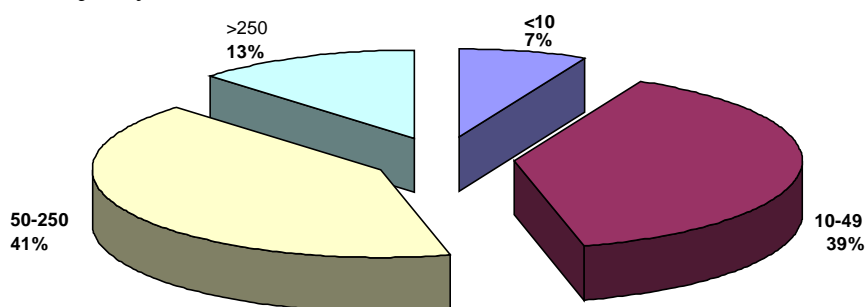
1. Ankiety kierowane do przedsiębiorstw.
2. Wywiady z przedstawicielami przedsiębiorstw.
3. Zbieranie sprawozdań finansowych przedsiębiorstw z KRS.
4. Zbieranie danych porównawczych z GUS.

Główny trzon badań został oparty na danych zawartych w sprawozdaniach finansowych i odpowiedziach na ankiety. Subiektywnie określono minimalną wielkość próby: 180 przedsiębiorstw, od których zostały zebrane sprawozdania finansowe. Nieokreślona została natomiast wielkość próby w obszarze badań ankietowych. Oczywiście idealna byłaby sytuacja, gdyby liczba zebranych ankiet odpowiadała wielkości próby w obszarze badań sprawozdań finansowych, lecz zdawano sobie sprawę, że będzie to niezwykle trudne

²⁴⁷ W przypadku *CFROI* brana będzie pod uwagę różnica między wartością *CFROI* i *WACC*.

z powodu niskiej zwrotności ankiet. W związku z tym, o wzięcie udziału w badaniu za pośrednictwem ankiety zwrócono się do 700 przedsiębiorstw. Ankiety wysyłano w dwóch turach po około 350 sztuk. Początkowo zwrotność oscylowała na poziomie około 5-6%, po monitach wielkość ta podwoiła się, osiągając blisko 12%. W efekcie zebrano 82 ankiety i 1734 sprawozdania finansowe od 191 przedsiębiorstw. Starano się, aby liczba przedsiębiorstw w poszczególnych województwach była porównywalna oraz aby przedsiębiorstwa były zróżnicowane branżowo. W sytuacjach wątpliwych informacje zebrane z ankiety uzupełniono, przeprowadzając wywiady z przedstawicielami badanych przedsiębiorstw. W analizie danych skorzystano także z informacji Głównego Urzędu Statystycznego.

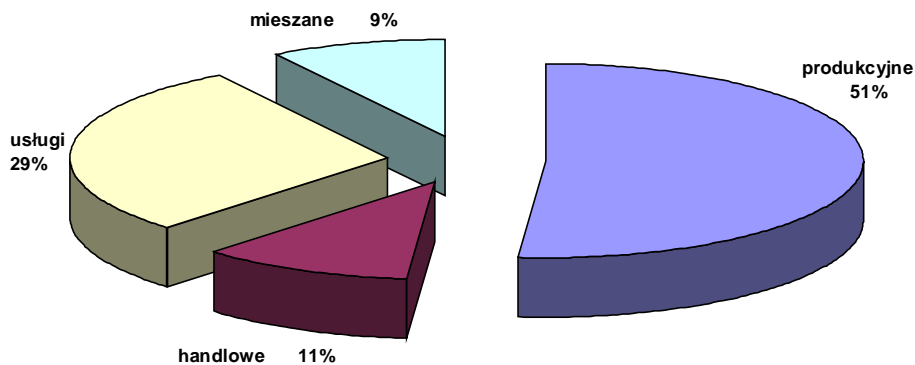
Badaniem objęto 191 przedsiębiorstw prywatnych, w których przeważały spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, niewielką zaś część stanowiły spółki akcyjne. Ze względu na liczbę zatrudnionych badane przedsiębiorstwa podzielono na następujące kategorie używane w statystyce publicznej (GUS): do 9 zatrudnionych, 10-49 zatrudnionych i powyżej 50 zatrudnionych. Podział ten uzupełniono o dodatkową kategorię przedsiębiorstw, zatrudniających powyżej 250 osób. Udział procentowy przedsiębiorstw w poszczególnych kategoriach ilustruje wykres 3.1.



Wykres 3.1. Klasyfikacja badanych przedsiębiorstw ze względu na liczbę zatrudnionych. Źródło: opracowanie własne

Z wykresu tego wynika, że w badanej populacji najwięcej było przedsiębiorstw zatrudniających od 50 do 250 pracowników (41%), niewiele mniej było zatrudniających od 10 do 49 osób (39%), następne w kolejności były przedsiębiorstwa zatrudniające powyżej 250 pracowników (13%) i zatrudniające poniżej 10 pracowników (7%). Przedsiębiorstwa te ogółem zatrudniają około 27000 osób. Są to więc przedsiębiorstwa, które wyszły z fazy inkubacji i są obecnie w fazie rozwoju, dojrzałości lub schyłku. Badane przedsiębiorstwa reprezentują następujące rodzaje działalności: produkcja, usługi, handel i mieszane. Udział badanych przedsiębiorstw w poszczególnych rodzajach działalności przedstawiono na

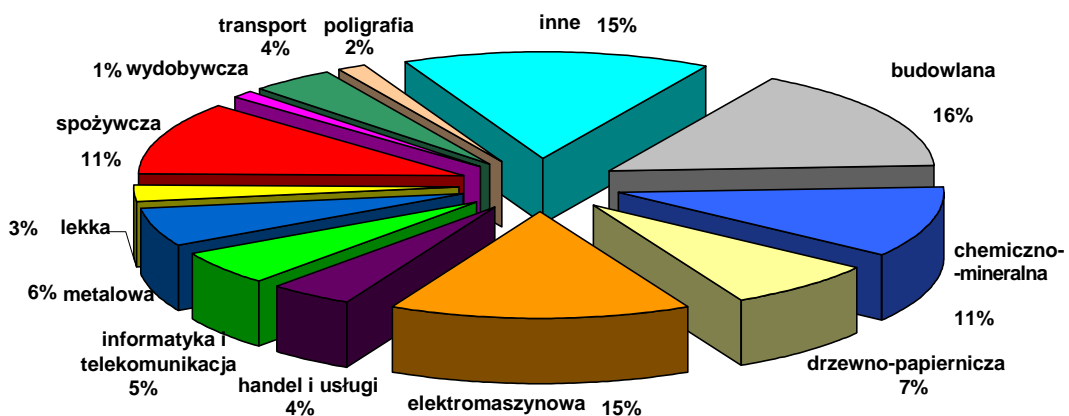
wykresie 3.2. Wykres ten pokazuje, że w badanej próbie najczęściej jest przedsiębiorstw produkcyjnych 51%, w dalszej kolejności są przedsiębiorstwa usługowe 29%, handlowe 11% i mieszane 9%.



Wykres 3.2. Klasyfikacja badanych przedsiębiorstw ze względu na rodzaj działalności. Źródło: opracowanie własne

Kolejną kategorią, według której zostały poklasyfikowane badane przedsiębiorstwa, jest branża (wykres 3.3). Z wykresu widać, że najczęściej przedsiębiorstw objętych badaniem prowadzi działalność w ramach branży budowlanej (16%), następne w kolejności są przedsiębiorstwa z branż: elektromaszynowej (15%), chemiczno-mineralnej i spożywczej (po 11%), drzewno-papierniczej (7%), metalowej (6%) i informatyczno-telekomunikacyjnej (5%).

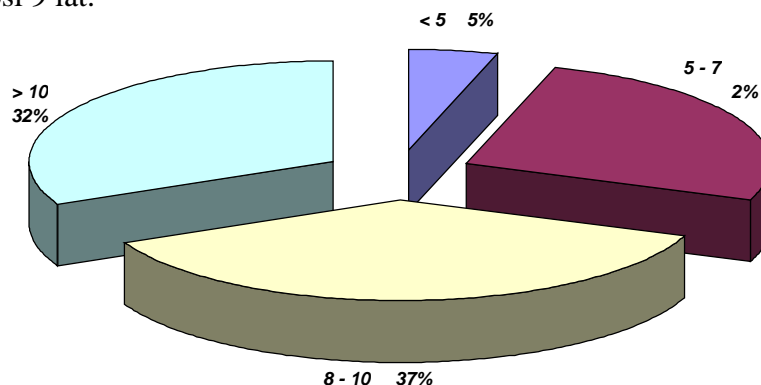
Próba ma charakter losowy, a jej struktura jest wypadkową następujących czynników: struktury baz danych, z których pobierane były dane adresowe o przedsiębiorstwach, dostępności akt przedsiębiorstw w Krajowym Rejestrze Sądowym oraz zawartości akt (wypełnianie obowiązków informacyjnych przez przedsiębiorstwa).



Wykres 3.3. Klasyfikacja badanych przedsiębiorstw ze względu na branżę. Źródło: opracowanie własne

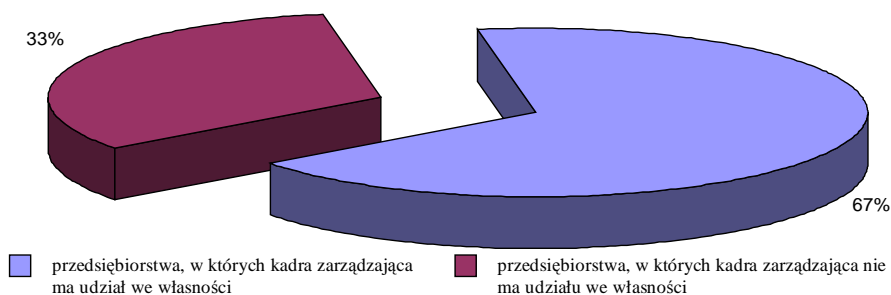
Ze względu na fakt, iż badania były przeprowadzone na terenie województw: dolnośląskiego, lubuskiego, opolskiego i wielkopolskiego, wszystkie przedsiębiorstwa mają siedziby na terenie tychże województw (po 22-26% przedsiębiorstw w każdym województwie).

Badaną populację przedsiębiorstw można uszeregować według czasu istnienia. Z wykresu 3.4 wynika, że najwięcej było przedsiębiorstw funkcjonujących 8-10 lat (37%), następnie działających ponad 10 lat (32%), dalej w kolejności 5-7 lat (27%) i najmniej działających krócej niż 5 lat (5%). Średni okres funkcjonowania przedsiębiorstw w badanej populacji wyniósł 9 lat.²⁴⁸



Wykres 3.4. Klasyfikacja badanych przedsiębiorstw wg czasu funkcjonowania. Źródło: opracowanie własne

Badane przedsiębiorstwa można również podzielić na te, których kadra zarządzająca ma udziały we własności, i te gdzie te, dwie role są rozdzielone (wykres 3.5). Dominują przedsiębiorstwa z grupy pierwszej.²⁴⁹



Wykres 3.5. Klasyfikacja badanych przedsiębiorstw ze względu na udział kadry zarządzającej we własności. Źródło: opracowanie własne

²⁴⁸ Pod uwagę brano funkcjonowanie przedsiębiorstwa w formie spółki z o.o. lub akcyjnej. Niewątpliwie część z tych przedsiębiorstw funkcjonowała wcześniej w innych formach prawno-organizacyjnych.

²⁴⁹ Klasyfikacja oparta na badaniach ankietowych, którymi objęto 82 przedsiębiorstwa.

3.1.3. Metodyka badań

Informacje były zbierane w czterech etapach. W pierwszym etapie rozesłano ankiety do 700 przedsiębiorstw z: Dolnośląskiego, Lubuskiego, Opolskiego i Wielkopolskiego. Ankieta była skierowana w miarę możliwości imiennie do prezesów zarządu, jednak z rozmów telefonicznych wynikało, że wypełniali je również główni księgowi lub dyrektorzy finansowi. Ankieta składała się z 25 pytań, z których 23 ma charakter zamknięty, a 2 – otwarty (tabela 3.2). Wśród pytań zamkniętych w 12 przypadkach respondenci mieli za zadanie wybór jednej z wielu odpowiedzi. W 5 pytaniach zamkniętych można było zaznaczyć kilka odpowiedzi, a także dopisać brakującą inną. W pozostałych 6 pytaniach należało uszeregować wybrane odpowiedzi według podanego w pytaniu kryterium. Celem tej części badań było zdobycie wiedzy o przesłankach, jakimi kierują się przedsiębiorstwa, zarządzając zapasami, należnościami oraz środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami. Dzięki tej ankiecie można było także identyfikować bieżące, deklarowane strategie zarządzania składnikami majątku obrotowego. Badania ankietowe miały umożliwić uzyskanie odpowiedzi na pytanie: Jaki jest stan wiedzy na temat badanej koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa oraz czy jest ona realizowana, a jeśli tak, to w jakim stopniu?

Kolejnym krokiem było przeprowadzenie wywiadów z tymi przedsiębiorstwami, które udzieliły odpowiedzi na ankietę. Tą drogą zebrane zostały informacje uzupełniające na temat bieżących celów w obszarze zarządzania majątkiem obrotowym przedsiębiorstwa oraz zarządzania wartością przedsiębiorstwa. Wywiady miały charakter pomocniczy, umożliwiły również rozstrzygnięcie wątpliwości przy wypełnianiu ankiet. Przeprowadzone wywiady wykazały, że ankiety wypełniane były najczęściej przez:

- prezesów w przypadku przedsiębiorstw (zatrudniających do 10 osób),
- główne księgowe w przypadku małych przedsiębiorstw (zatrudniających 10-49 osób),
- główne księgowe lub dyrektorów finansowych (średnie i duże przedsiębiorstwa).

Wyniki badań ankietowych i wywiadów umożliwiły porównanie deklarowanych bieżących oraz realizowanych w przeszłości metod zarządzania składnikami majątku obrotowego, jak również zakładanych efektów z dotychczasowymi wynikami w tych obszarach, które wynikają ze sprawozdań finansowych.

W związku z podejrzeniami autora, że odpowiadają na ankietę te przedsiębiorstwa, które dobrze oceniają swoją sytuację rynkową i finansową, do kolejnego etapu badań, polegającego na zbieraniu z KRS dostępnych sprawozdań finansowych, włączono również część tych przedsiębiorstw, które nie chciały lub nie mogły wypełnić ankiety. Ta część badań

polegała na gromadzeniu danych ze sprawozdań finansowych, przedsiębiorstw umieszczonych w KRS w czterech województwach: dolnośląskim, lubuskim, opolskim i wielkopolskim. Uzyskane dane miały na celu określić, jak przedsiębiorstwa w poszczególnych latach zarządzały majątkiem obrotowym, jakie strategie były realizowane w tym obszarze oraz czy w badanych okresach zwiększały swoją wartość.

Procedura pozyskiwania sprawozdań finansowych z KRS była następująca:

1. Złożenie zamówienia na dokumenty przedsiębiorstwa z listy przedsiębiorstw wstępnie zakwalifikowanych do badania.
2. Sprawdzenie, czy przedsiębiorstwo spełnia kryteria doboru.
3. Wprowadzenie danych do szablonu badawczego.

W tym etapie badań pozyskano **1734** sprawozdania finansowe z 191 przedsiębiorstw. Zebrane dane liczbowe posłużyły do obliczeń szeregu wskaźników, które umożliwiły identyfikację realizowanych strategii zarządzania majątkiem obrotowym. Informacje ze sprawozdań umożliwiły również obliczenie za lata 1991-2003 czterech parametrów *EVA*, *CVA*, *SVA* i *CFROI* stosowanych w koncepcji *VBM*. Szczegółowy opis zastosowanej metodyki obliczania tych wskaźników ujęto w tabeli 3.1.

Czwartym, niezależnym czasowo od pozostałych, etapem badań było pozyskanie syntetycznych danych statystycznych z wojewódzkich urzędów statystycznych o strukturze oraz zmianach aktywów i pasywów przedsiębiorstw w układzie branżowym, które w toku dalszej analizy zostały zestawione z informacjami zdobytymi w trzeciej części badań. W ten sposób zebrane informacje pozwoliły wychwycić część zjawisk niezależnych od badanych przedsiębiorstw oraz uchwycić specyfikę w obszarze majątku obrotowego wynikającą z przynależności do określonej branży.

W efekcie na podstawie zebranych sprawozdań finansowych od 191 przedsiębiorstw dokonano 1734 pomiarów w obszarze majątku obrotowego oraz tyle samo w obszarze wartości przedsiębiorstwa w latach 1991-2003.

Do obliczeń i analiz danych zgromadzonych w bazie został wykorzystany arkusz kalkulacyjny Excel. Zebrane dane i otrzymane wyniki zostały przeanalizowane w następujących przekrojach:

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

Metodyka obliczania parametrów wykorzystywanych do mierzenia efektu kreacji wartości przedsiębiorstwa oraz metodyka identyfikacji realizowanej strategii zarządzania majątkiem obrotowym

Tabela 3.1. Metodyka obliczania parametrów wykorzystywanych do mierzenia efektu kreacji wartości przedsiębiorstwa oraz metodyka identyfikacji realizowanej strategii zarządzania majątkiem obrotowym

Metodyka obliczania parametrów wykorzystywanych do mierzenia efektu kreacji wartości przedsiębiorstwa				
	EVA	CVA	SVA	CFROI
Wzór	$EVA_t = NOPAT_t^C - WACC_t \times C_{t-0,5}^C$	$CVA_t = GOPAT_t - (WACC \times BA_{t-0,5})$ $GOPAT_t = NOPAT_t + d_t$	$PVSVA = \frac{\Delta NOPAT}{WACC \times (1 + WACC)^n} - \left(\frac{\Delta I_{FA}}{(1 + WACC)^n} + \frac{\Delta I_{WC}}{(1 + WACC)^{n-t}} \right)$	$CFROI = k = \sum_{t=1}^n \frac{BCF_t}{(1+k)^t} + \frac{ANA_n}{(1+k)^n} = IB$
Opis symboli	NOPAT _t ^C – skorygowany zysk operacyjny netto po opodatkowaniu C ^C – skorygowany kapitał zainwestowany WACC _t – średni ważony koszt kapitału w okresie t	CVA _t – gotówkowa wartość dodana GOPAT _t – zysk operacyjny brutto po opodatkowaniu uzyskany za okres od t-1 do t BA _{t-0,5} – aktywa brutto przeciętne d _t – amortyzacja	I _{FA} – inwestycje w majątek trwały I _{WC} – inwestycje w majątek obrotowy	BCF _t – brutto cash flow ANA _n – aktywa nieamortyzowane IB – inwestycje brutto k – stopa dyskontowa
NOPAT	Na potrzeby pracy NOPAT wykorzystywany w miernikach koncepcji VBM obliczany został jako: Zysk/stratę na działalności operacyjnej z rachunku zysków i strat powiększony o: <ul style="list-style-type: none"> o utworzone w danym roku rezerwy na należności, o wartość sprzedanych składników majątku trwałego, o odsetki z działalności finansowej, o inne przychody finansowe, i pomniejszony o: <ul style="list-style-type: none"> o rozwiązane w danym roku rezerwy na należności, o wykorzystane rezerwy na należności, o przychody ze sprzedaży składników majątku trwałego o podatek obliczony na podstawie rzeczywistej stopy podatkowej (obliczonej jako relacja podatku dochodowego od osób prawnych i zysku brutto skorygowanego o zmianę poziomu rezerw) 			
WACC	Zastosowanym sposobem obliczenia kosztu kapitału własnego jest oparcie go na stopie dochodu z 52-tygodniowych bonów skarbowych powiększonej o premię za ryzyko. ^a W efekcie średni ważony koszt kapitału – WACC obliczono jako sumę procentowego kosztu kapitału własnego i procentowego kosztu kapitału obcego, ważonych udziałem w kapitale zainwestowanym. Koszt kapitału własnego w ujęciu procentowym obliczono na podstawie średniej rentowności w danym roku 52-tygodniowych bonów skarbowych powiększoną o premię za ryzyko, która została określona na poziomie 8% (podstawą była dyskusja prowadzona na ten temat w literaturze przedmiotu), podobny poziom uzyskano w ankietach zebranych od przedsiębiorstw. W związku, z tym, że respondenci wskazywali premie za ryzyko w przedziale od 2 do 20% przeprowadzono analizę wrażliwości obliczanych parametrów (EVA, CVA, SVA i CFROI) przy premii wynoszącej 6 i 10% (najwięcej wskazań w tym zakresie). <u>Wyjaśnienie:</u> Na podstawie analiz statystycznych prowadzonych w Stanach Zjednoczonych obejmujących okres 1926 – 1992 stwierdzono, że premia za ryzyko kształtuje się w zależności od przyjętych przez poszczególnych autorów badań założeń na poziomie 6% ^b lub 8,2% ^c . Wyniki badań uzyskane w Wielkiej Brytanii obejmujące lata 1919 – 1980 pokazały, że premia za ryzyko oscylowała wokół wartości 8%. Wg A. Damodarana dla rynku amerykańskiego przyszła premia za ryzyko oscyluje w granicach 3%. Jednakże wysokość tej premii dla krajów rozwijających się, do których zalicza się Polska powinna wynosić około 8,5% ^d . W praktyce większość biur maklerskich (np.: AmerBrokers, BDM, CDM, BRE) w Polsce przyjmuje w założeniach do publikowanych rekomendacji dla spółek GPW w Warszawie premie za ryzyko na poziomie około 5% ^e . Premię tą jednak należałoby zwiększyć w przypadku spółek niepublicznych.) Koszt długu obliczono jako iloczyn relacji odsetek wynikających z rachunku zysków i strat (ewentualnie z informacji dodatkowej) do średniego kapitału obcego odsetkowego oraz tarczy podatkowej ^f .			
Pozostałe parametry	Skorygowany kapitał zainwestowany (C ^C) obliczono jako sumę średniego kapitału własnego z początku i z końca roku oraz średniego kapitału obcego odsetkowego z początku i z końca roku. Za średni kapitał własny przyjęto średnią arytmetyczną wartości na początku i na końcu obliczanego okresu	Aktywa brutto przeciętne (BA) zostały wyliczone jako suma: + aktywów całkowitych przeciętnych równych przeciętnym aktywom z bilansu wyliczonym jako średnia arytmetyczna wielkości na początku i na końcu roku + skumulowanej amortyzacji, przy czym	Inwestycje w majątek trwały (I _{FA}) powyżej amortyzacji zostały określone na podstawie zmiany stanu majątku trwałego brutto w kolejnych latach pomniejszonego o wielkość amortyzacji wynikającą z rachunku zysków i strat.	Brutto cash flow (BCF) został obliczony jako suma: + zysku netto + strat nadzwyczajnych po opodatkowaniu + amortyzacja + wydatki odsetkowe po opodatkowaniu ^g pomniejszony o: - zyski nadzwyczajne po opodatkowaniu ^h

	<p>kapitału własnego obejmującego wszystkie pozycje w bilansie w ramach tego pojęcia z wyłączeniem wypracowanego w tym okresie wyniku finansowego.</p> <p>Do obliczenia średnich kapitałów obcych odsetkowych przyjęto średnią arytmetyczną wartości na początku i na końcu obliczanego okresu kapitałów obcych odsetkowych, do których zaliczono: długoterminowe zobowiązania i krótkoterminowe: pożyczki, obligacje, papiery wartościowe, zobowiązania wekslowe.</p>	<p>amortyzacja jest kumulowana jedynie przez przeciętny czas użytkowania rzeczowego majątku trwałego (obliczony na podstawie amortyzacji i wartości brutto tych składników majątku trwałego, które podlegają amortyzacji) pomniejszona o wielkość przeciętną zobowiązań bezodsetkowych</p> <p>Na potrzeby obliczania gotówkowego zysku operacyjnego GOPAT zsumowano NOPAT oraz amortyzację wynikającą z rachunku zysków i strat.</p>	<p>Inwestycje w majątek obrotowy (I_{WC}) zostały określone jako różnica między majątkiem obrotowym skorygowanym o utworzone, wykorzystane i rozwiązane rezerwy na należności a zobowiązaniami krótkoterminowymi bezodsetkowymi.</p>	<p>i skorygowany (+/-) o zysk/stratę na aktywach monetarnych.</p> <p>Zysk/strata na aktywach monetarnych jest obliczana jako iloczyn inflacji w danym roku i różnicy między: średnim stanem krótkoterminowych pasywów monetarnych i średnim stanem krótkoterminowych aktywów monetarnych.</p>
	<p>ciąg dalszy dla CFROI:</p> <p>Średnie krótkoterminowe aktywa monetarne zostały obliczone jako suma: + średniego stanu należności i roszczeń brutto (skorygowanych o utworzone, rozwiązane i wykorzystane rezerwy), + średniego stanu papierów wartościowych przeznaczonych do obrotu i + średniego stanu środków pieniężnych.</p> <p>Średnie krótkoterminowe pasywa monetarne zostały obliczone jako suma: + średniego stanu zobowiązań handlowych (z początku i końca roku) i + średniego stanu innych zobowiązań krótkoterminowych bezodsetkowych.</p> <p>Aktywa monetarne netto zostały obliczone jako różnica między: + średnim stanem krótkoterminowych aktywów monetarnych i + średnim stanem krótkoterminowych pasywów monetarnych.</p> <p>Aktywa brutto obliczono jako sumę: + aktywów nieamortyzowanych i + aktywów amortyzowanych.</p> <p>Aktywa nieamortyzowane zostały obliczone jako suma: + aktywów monetarnych netto + średnich zapasów (bez korekty inflacyjnej LIFO zapasów, w myśl założenia, że większość polskich przedsiębiorstw liczy zapasy według cen przeciętnych) + grunty (ujętej w aktywach bilansu) + korekty inflacyjnej grunty + inwestycji (środki trwałe w budowie + zaliczki na środki trwałe w budowie - ujęte w aktywach bilansu)</p>			
	<p>Aktywa amortyzowane zostały obliczone jako suma: + średnich rzeczowych środków trwałych brutto + korekty inflacyjnej rzeczowych środków trwałych + średniej wartości dzierżawionego (leasingowanego) majątku + średniej wartości niematerialnych i prawnych.</p> <p>Korekta inflacyjna rzeczowych środków trwałych w danym roku przy założeniach:</p> <ul style="list-style-type: none"> • czas korzystania z efektów każdej inwestycji realizowanej w przedsiębiorstwie równy jest średniemu w badanym okresie czasowi użytkowania rzeczowych środków trwałych (obliczonemu na podstawie amortyzacji i wartości brutto rzeczowego majątku trwałego), za stopę dyskonta przyjęto średnioroczną inflację, <p>została obliczona jako: różnica między sumą bieżących wartości przyrostów rzeczowych środków trwałych brutto obliczanych na koniec każdego roku (w tym celu aby doprowadzić do porównywalności przyrosty z różnych okresów posłużono się formułą na obliczanie wartości przyszłej), a sumą nominalnych przyrostów rzeczowych środków trwałych brutto obliczanych na koniec każdego roku.</p>			

Metodyka identyfikacji realizowanej strategii zarządzania majątkiem obrotowym				
		Strategie zarządzania strukturą finansowania majątku obrotowego		
		Defensywna	Umiarkowana	Ofensywna
Strategie zarządzania majątkiem obrotowym	Defensywna	<p>DD</p> <p>>od mediany obrotu zapasów w dniach oraz >od mediany obrotu należności w dniach</p> <p><średniej i mediany udziału zobowiązań krótkoterminowych w aktywach</p>	<p>DU</p> <p>>od mediany obrotu zapasów w dniach oraz >od mediany obrotu należności w dniach</p> <p>udziału zobowiązań krótkoterminowych w aktywach zawiera się między średnią i medianą lub między medianą i średnią</p>	<p>DO</p> <p>>od mediany obrotu zapasów w dniach oraz >od mediany obrotu należności w dniach</p> <p>> średniej i mediany udziału zobowiązań krótkoterminowych w aktywach</p>
	Umiarkowana	<p>UD</p> <p><od mediany obrotu zapasów w dniach oraz >od mediany obrotu należności w dniach lub</p> <p>>od mediany obrotu zapasów w dniach oraz <od mediany obrotu należności w dniach</p> <p><średniej i mediany udziału zobowiązań krótkoterminowych w aktywach</p>	<p>UU</p> <p><od mediany obrotu zapasów w dniach oraz >od mediany obrotu należności w dniach lub</p> <p>>od mediany obrotu zapasów w dniach oraz <od mediany obrotu należności w dniach</p> <p>udziału zobowiązań krótkoterminowych w aktywach zawiera się między średnią i medianą lub między medianą i średnią</p>	<p>UO</p> <p><od mediany obrotu zapasów w dniach oraz >od mediany obrotu należności w dniach lub</p> <p>>od mediany obrotu zapasów w dniach oraz <od mediany obrotu należności w dniach</p> <p>> średniej i mediany udziału zobowiązań krótkoterminowych w aktywach</p>
	Ofensywna	<p>OD</p> <p><od mediany obrotu zapasów w dniach oraz <od mediany obrotu należności w dniach</p> <p><średniej i mediany udziału zobowiązań krótkoterminowych w aktywach</p>	<p>OU</p> <p><od mediany obrotu zapasów w dniach oraz <od mediany obrotu należności w dniach</p> <p>udziału zobowiązań krótkoterminowych w aktywach zawiera się między średnią i medianą lub między medianą i średnią</p>	<p>OO</p> <p><od mediany obrotu zapasów w dniach oraz <od mediany obrotu należności w dniach</p> <p>> średniej i mediany udziału zobowiązań krótkoterminowych w aktywach</p>

Legenda::

- Jednym z alternatywnych sposobów może być przyjęcie rentowności obligacji państwowych.
- A. Cwynar, W. Cwynar, *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej. Koncepcje Systemy Narzędzia*, Fundacja rozwoju rachunkowości w Polsce, Warszawa 2002, s. 416.
- A. Buckley, *Inwestycje zagraniczne, Składniki wartości i ocena. Wykorzystanie teorii opcji rzeczywistych*. Wydawnictwo PWN, Warszawa 2002, s. 73.
- A. Damodaran, *Estimating Equity Risk Premiums*, www.stern.nyu.edu, za A. Cwynar, W. Cwynar, *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej. Koncepcje Systemy Narzędzia*, Fundacja rozwoju rachunkowości w Polsce, Warszawa 2002, s. 417- 420.
- S. Napiórkowski, *Ocena parametrów wycen dokonanych metodą DCF na przykładzie polskiego rynku kapitałowego*, [w:] *Zarządzanie finansami, mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw*, praca zbiorowa pod redakcją: D. Zarzeckiego, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2003, t. 1, s.337-348.
- Jednym z alternatywnych sposobów może być przyjęcie średniego oprocentowania kredytów w kolejnych latach publikowane przez NBP.
- Sumę tę można uzupełnić dodatkowo o: rezerwę na podatek dochodowy występujących w bilansie na koniec roku, pozostałe rezerwy występujące w bilansie na koniec roku, rozliczenia międzyokresowe kosztów czynne i inne występujące w bilansie na koniec roku, rozliczenia międzyokresowe kosztów biernych występujące w bilansie na koniec roku, przychodów przyszłych okresów występujących w bilansie na koniec roku.
- Można uzupełnić dodatkowo, odejmując:
 - rezerwy na podatek dochodowy występujące w bilansie na początku roku,
 - pozostałe rezerw występujące w bilansie na początku roku,
 - rozliczenia międzyokresowe kosztów czynnych i inne występujące w bilansie na początku roku,
 - rozliczenia międzyokresowe kosztów biernych występujące w bilansie na początku roku,
 - przychody przyszłych okresów występujące w bilansie na początku roku.

Źródło: opracowanie własne