

Ekonomia

Determinanty efektywności ekonomicznej aktywów obrotowych przemysłowych spółek giełdowych

Michał Comporek



WYDAWNICTWO
UNIWERSYTETU
ŁÓDZKIEGO

**Determinanty
efektywności
ekonomicznej
aktywów obrotowych
przemysłowych spółek
giełdowych**



WYDAWNICTWO
UNIwersytetu
ŁÓDZKIEGO

[Kup książkę](#)

Ekonomia

Determinanty efektywności ekonomicznej aktywów obrotowych przemysłowych spółek giełdowych

Michał Comporek



WYDAWNICTWO
UNIwersYTETU
ŁÓDZKIEGO

ŁÓDŹ 2016

[Kup książkę](#)

Michał Comporek – Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny
Katedra Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa, 90-214 Łódź, ul. Rewolucji 1905 r. nr 41/43

RECENZENT

Paweł Kosin

REDAKTOR INICJUJĄCY

Monika Borowczyk

OPRACOWANIE REDAKCYJNE

Hanna Opala

SKŁAD I ŁAMANIE

AGENT PR

PROJEKT OKŁADKI

Stämpfli Polska Sp. z o.o.

Zdjęcie wykorzystane na okładce: © Shutterstock.com

© Copyright by Michał Comporek, Łódź 2016

© Copyright for this edition by Uniwersytet Łódzki, Łódź 2016

Wydane przez Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego
Wydanie I. W.07809.16.0.M

Ark. wyd. 13,0; ark. druk. 14,125

ISBN 978-83-8088-534-9
e-ISBN 978-83-8088-535-6

Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego
90-131 Łódź, ul. Lindleya 8
www.wydawnictwo.uni.lodz.pl
e-mail: ksiegarnia@uni.lodz.pl
tel. (42) 665 58 63

[Kup książkę](#)

Spis treści

Wprowadzenie	7
Rozdział 1	
Pojęcie i wymiary analityczne ekonomicznej efektywności aktywów obrotowych przedsiębiorstw przemysłowych	15
1.1. Pojęcie i właściwości aktywów obrotowych przedsiębiorstw przemysłowych	15
1.2. Relacje między majątkowym i własnościowym wymiarem charakterystyki aktywów obrotowych przedsiębiorstwa	19
1.3. Cykl operacyjny przedsiębiorstwa jako wyznacznik efektywności ekonomicznej aktywów obrotowych	27
Rozdział 2	
Charakterystyka gospodarowania aktywami obrotowymi przez przemysłowe spółki notowane na GPW w Warszawie	49
2.1. Charakterystyka działalności gospodarczej przemysłowych spółek notowanych na GWP w Warszawie	49
2.2. Elastyczność przychodowa aktywów obrotowych giełdowych spółek przemysłowych	52
2.3. Identyfikacja strategii gospodarowania aktywami obrotowymi giełdowych spółek przemysłowych w Polsce	62
2.4. Strategie gospodarowania zapasami oraz ich relacje z przychodowością i rentownością przemysłowych spółek giełdowych notowanych na GWP w Warszawie	71
Rozdział 3	
Gospodarowanie aktywami obrotowymi a zrównoważony wzrost przedsiębiorstwa – podstawowe modele i refleksja empiryczna	85
3.1. Podstawy teoretyczne i metodyczne oceny zrównoważonego wzrostu przedsiębiorstwa	85
3.2. Egzemplifikacja modelu zrównoważonego wzrostu przedsiębiorstwa przemysłowego	96
3.3. Dwuwymiarowa ocena związków efektywności ekonomicznej gospodarowania aktywami obrotowymi ze zrównoważonym wzrostem przemysłowych spółek giełdowych	100

Spis treści

Rozdział 4

Efektywność gospodarowania aktywami obrotowymi a kształtowanie wartości rynkowej przemysłowych publicznych spółek akcyjnych 113

- 4.1. Relacje gospodarowania aktywami obrotowymi z kształtowaniem wartości przedsiębiorstwa 113
- 4.2. Wyniki badań empirycznych wpływu efektywności ekonomicznej gospodarowania aktywami obrotowymi na kształtowanie wartości rynkowej spółek przemysłowych 119
- 4.3. Strategie gospodarowania aktywami obrotowymi a korzyści dywidendowe publicznych przemysłowych spółek akcyjnych 125

Rozdział 5

Wykorzystanie memoriałowych korekt zysku netto do oceny efektywności gospodarowania aktywami obrotowymi publicznych przemysłowych spółek akcyjnych 137

- 5.1. Propozycja metodologiczna oceny urealnionych korzyści finansowych przedsiębiorstwa i jej zastosowanie w analizie memoriałowych korekt zysku netto 137
- 5.2. Drogi i sposoby tworzenia urealnionych korzyści finansowych przez przemysłowe publiczne spółki akcyjne 144
- 5.3. Ocena związków efektywności ekonomicznej gospodarowania aktywami obrotowymi z memoriałowymi korektami zysku netto w giełdowych spółkach przemysłowych 152
- 5.4. Memoriałowe korekty zysku netto a czynniki determinujące cykl obrotowy netto i rentowność sprzedaży publicznych spółek przemysłowych 163

- Zakończenie 175
- Bibliografia 183
- Spis tabel 191
- Spis rysunków 195
- Załączniki 199

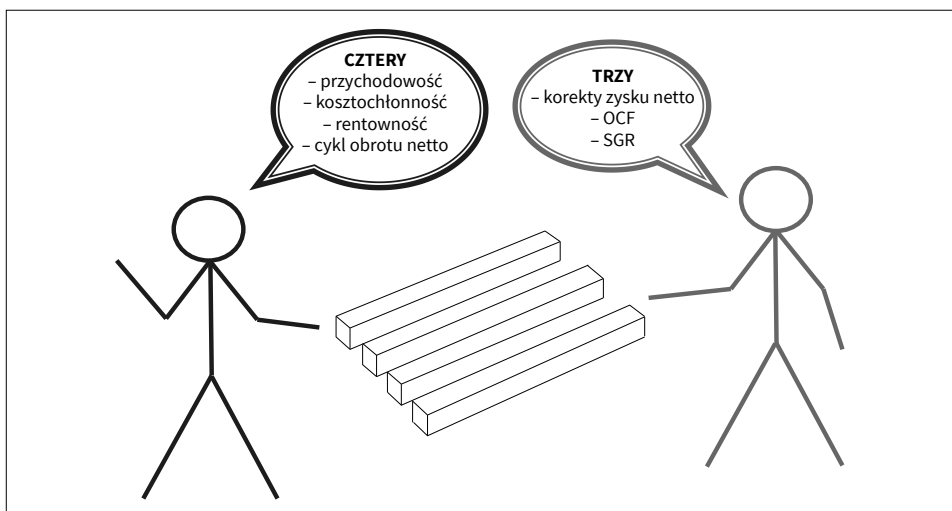
Wprowadzenie

Działalność gospodarcza jest niezmiernie zróżnicowanym i złożonym procesem pozyskiwania, gromadzenia i wykorzystywania majątku przez przedsiębiorstwo. Proces ten różnicuje się ze względu na charakter produkcji, rodzaj zaangażowanego majątku, czas życia rynkowego wyrobu, stosowany postęp techniczny, rozwiązania technologiczne oraz wielkość i rodzaj zaspokajanych potrzeb społecznych. O wielkości i charakterze zaangażowanego majątku przedsiębiorstwa decydują także wymagania stawiane procesom produkcyjnym i produktom ze strony klientów i ich otoczenia. Znamionną cechą działań gospodarczych jest stała obecność aktywów obrotowych w całym okresie funkcjonowania przedsiębiorstwa, co rodzi imperatyw takiego ich posiadania, które gwarantuje ciągłość i rytmiczność prowadzenia działalności gospodarczej z zapewnieniem minimalizacji kosztów ich nabycia, posiadania, przetworzenia i sprzedaży wraz z poszukiwaniem i wykorzystaniem możliwości ich sprzedaży po cenie umożliwiającej uzyskanie określonej korzyści finansowej.

Wszystkie składniki aktywów obrotowych zużywają się w jednym cyklu operacyjnym. Charakteryzuje je również krótki okres zamrożenia – „znajdowania się” w przedsiębiorstwie, a także relatywnie wysoka płynność i elastyczność zmian ich wielkości i struktury, wysokie finansowanie środkami pochodzącymi ze źródeł obcych oraz bezpośrednie uczestnictwo w generowaniu przychodów i wyników finansowych podmiotów gospodarczych. Cechą aktywów obrotowych jest ponadto fakt, że są one nabywane lub wytwarzane, a co za tym idzie, uzależnione od rynku sprzedaży i zakupu określonych czynników produkcji. Przenosząc zaś swoją wartość na wytwarzane i sprzedawane produkty w sposób jednorazowy, aktywa te w znaczący sposób kształtują korzyści ekonomiczne przedsiębiorstwa oraz jego wartość rynkową.

Istota procesu gospodarowania aktywami obrotowymi może być sprowadzona do takiego kształtowania wielkości i struktury majątku obrotowego, które zapewni wzrost wartości przychodów ze sprzedaży, minimalizację kosztów własnych sprzedaży oraz wzrost operacyjnych przepływów pieniężnych. Te trzy kategorie tworzą trójwymiarową perspektywę oceny ekonomicznej efektywności aktywów obrotowych, która nie ogranicza rozważań do wskazanych czynników, lecz obejmuje również problemy wzrostu przedsiębiorstwa, kształtowania jego wartości rynkowej oraz zarządzania wypracowanym zyskiem. Wskazane podejście do oceny efek-

tywności ekonomicznej aktywów obrotowych przemysłowych spółek giełdowych pozwala spojrzeć na kwestię zróżnicowania czynników na nią wpływających z perspektywy zarówno tzw. fundamentalnych podstaw tej efektywności, jak również z punktu widzenia kształtowania wartości rynkowej przedsiębiorstwa. Fundamentalne podstawy efektywności ekonomicznej aktywów obrotowych tkwią w sprawnych i efektywnych procesach produkcji i sprzedaży określonych produktów i usług, dla oceny których wykorzystane mogą być takie kryteria ewaluacji, jak: przychodowość, kosztochłonność i rentowność aktywów obrotowych oraz cykl obrotu netto (zob. rys. 1). Spojrzenie na efektywność ekonomiczną aktywów obrotowych giełdowych spółek przemysłowych z perspektywy wartości rynkowej przedsiębiorstwa, którą w opracowaniu uznaje się za zasadniczy cel jego działania, przybiera strategiczny wymiar oceny relacji efektywności tych aktywów z uwzględnieniem tworzenia i podziału zysku netto, operacyjnych przepływów pieniężnych (OCF) oraz zrównoważonego wzrostu przedsiębiorstwa (SGR). Nie ulega wątpliwości, że tego rodzaju podejście wydawać się może dyskusyjne, choćby z uwagi na możliwość odmiennego postrzegania samej złożoności problemu, jak i jego miejsca w procesach analizowania działalności przedsiębiorstwa.



Rysunek 1. Fundamentalna i wartościowa perspektywa oceny ekonomicznej efektywności aktywów obrotowych publicznych przemysłowych spółek akcyjnych

Źródło: opracowanie własne.

Powyższy rysunek potwierdzić może nierówność efektów analizy samej charakterystyki liczbowej danego przedmiotu – obiektu, przeprowadzanej przez dwie osoby fizyczne spoglądające na ten sam materialny obiekt z odmienną perspektywą. Ten sposób prezentacji dwóch perspektyw poznawczo-analitycznych w analizie czynników kształtujących efektywność ekonomiczną aktywów obrotowych jest jedynie formą graficzną ukazania zasadniczych problemów badawczych zawar-

tych w monografii i zarazem sposobem wywołującym wzrokowe złudzenie przestrzeni badawczej.

Zasadniczym celem opracowania jest wykazanie zróżnicowanego charakteru determinant kształtujących efektywność ekonomiczną aktywów obrotowych przemysłowych publicznych spółek akcyjnych notowanych na GPW w Warszawie.

W tak sformułowanym celu badawczym zawarte jest wysokie ryzyko jego realizacji. Wynika ono z samej istoty efektywności ekonomicznej aktywów obrotowych oraz znaczącego bogactwa i różnorodności czynników determinujących tę efektywność. Są to bowiem czynniki, które z jednej strony można uznać za przyczynę, z drugiej zaś za symptom efektywności aktywów obrotowych. Tworzą one integralną część każdego procesu gospodarowania, ale również pod każdym względem są zmiennym produktem interakcji z innymi procesami, stając się w łańcuchu zdarzeń przyczyną i efektem działania przedsiębiorstwa. Aktywa obrotowe w pewnym sensie zachowują się i „żyją” rytmem życia przedsiębiorstwa, będąc odzwierciedleniem efektów jego działania na rynku. W odzwierciedleniu tym zawierają się zmiany formy indywidualnej aktywów obrotowych, co z kolei oddaje sytuację i obrazuje warunki wewnętrznego i zewnętrznego otoczenia, w którym przedsiębiorstwo funkcjonuje. Dla stworzenia uporządkowanego zbioru problemów i zakresu analizy zróżnicowanego charakteru czynników kształtujących efektywność ekonomiczną aktywów obrotowych w opracowaniu przyjęto, że zbiór ten będzie wypełniony analizą przychodowej elastyczności aktywów obrotowych, cyklu obrotowego netto, przychodowości, kosztochłonności, rentowności i wydajności gotówkowej aktywów obrotowych, jak również wartości rynkowej przedsiębiorstwa, zrównoważonego wzrostu przedsiębiorstwa oraz memoriałowych korekt zysku netto.

Dla realizacji wskazanego celu badawczego sformułowana została następująca hipoteza główna: w przyjętym zbiorze czynników kształtujących ekonomiczną efektywność aktywów obrotowych występują zróżnicowane determinanty fundamentalnych podstaw tej efektywności oraz kształtowania wartości rynkowej przemysłowych spółek akcyjnych notowanych na GPW w Warszawie.

Hipoteza ta została zoperacjonalizowana postawieniem ośmiu następujących hipotez pomocniczych (HP), stwierdzających, że:

- HP 1: W przemysłowych spółkach giełdowych dominują strategie realizacji wzrostu średnich wartości współczynnika przychodowej elastyczności aktywów obrotowych w oparciu przede wszystkim o szybszy przyrost względny aktywów obrotowych aniżeli przyrost względny przychodów ze sprzedaży.
- HP 2: W przemysłowych publicznych spółkach akcyjnych ma miejsce występowanie silnego negatywnego związku korelacyjnego między absolutnymi i względnymi zmianami wartości zapasów a osiąganą przychodowością i rentownością przedsiębiorstwa.
- HP 3: W giełdowych spółkach przemysłowych istnieją zróżnicowane rodzajowo związki między efektywnością ekonomiczną aktywów obrotowych a tempem wzrostu samofinansującego, wyznaczanym przez księgową i gotówkową stopę zrównoważonego wzrostu.

- HP 4: W przemysłowych spółkach akcyjnych można mówić o występowaniu silnej pozytywnej relacji między ekonomiczną efektywnością gospodarowania aktywami obrotowymi a kształtowaniem wartości rynkowej.
- HP 5: W publicznych przemysłowych spółkach akcyjnych notuje się występowanie pozytywnej relacji między zmianami współczynnika przychodowości aktywów obrotowych i korzyściami dywidendowymi akcjonariuszy.
- HP 6: W większości badanych przedsiębiorstw przemysłowych ma miejsce występowanie dodatnich wartości współczynnika urealnionych korzyści finansowych, które odzwierciedlają realizację różnych koncepcji zarządzania aktywami obrotowymi.
- HP 7: Efektywność ekonomiczna gospodarowania aktywami obrotowymi jest w pozytywny sposób związana z wartościami operacyjnych korekt zysku netto przeprowadzanych przez przemysłowe publiczne spółki akcyjne.
- HP 8: Istnieją różnicowane rodzajowo zależności między czynnikami determinującymi długość cyklu kapitału obrotowego netto oraz rentownością sprzedaży netto a wartością całkowitych różnic memoriałowych wykazywanych w sprawozdaniach finansowych giełdowych przedsiębiorstw przemysłowych.

Ujęte w sformułowanym zasadniczym celu opracowania oraz postawionych hipotezach badawczych bogactwo różnorodnych problemów ekonomicznych efektywnego gospodarowania aktywami obrotowymi mieści w sobie kwestie częściowo rozpoznane i opisane w naukowej literaturze przedmiotu oraz zagadnienia relatywnie nowe, powstałe wskutek rozwoju koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa i ich implementacji, szczególnie przez giełdowe spółki przemysłowe.

Monografia składa się z wprowadzenia, pięciu rozdziałów, zakończenia, bibliografii oraz spisów rysunków i tabel wraz z załącznikami zawierającymi zasadnicze przetworzone dane liczbowe.

Rozdział pierwszy, zatytułowany *Pojęcie i wymiary analityczne ekonomicznej efektywności aktywów obrotowych przedsiębiorstw przemysłowych*, traktuje o właściwościach aktywów obrotowych, ich miejscu i roli w prowadzeniu działalności gospodarczej przez przedsiębiorstwa przemysłowe z jednoczesnym eksponowaniem w ich charakterystyce podejścia majątkowo-własnościowego. Za ważny wyznacznik i zarazem determinantę efektywności ekonomicznej aktywów obrotowych uznany został cykl obrotu tych aktywów, w którym skupiają się wszystkie bieżące i długookresowe czynniki kształtujące również efektywność ekonomiczną przedsiębiorstwa. Analiza długości, częstotliwości i struktury cyklu konwersji aktywów obrotowych umożliwia identyfikację i ocenę rodzajów prowadzonych przez przedsiębiorstwo strategii gospodarowania tymi aktywami.

W rozdziale drugim, zatytułowanym *Charakterystyka gospodarowania aktywami obrotowymi przez przemysłowe spółki notowane na GPW w Warszawie*, zawarte zostały cztery zasadnicze kwestie analityczne. Pierwszą z nich jest charakterystyka działalności gospodarczej przemysłowych spółek notowanych na GPW w Warszawie, z uwzględnieniem m.in. jej specyfiki oraz implementowanych rozwiązań technicznych i technologicznych. Drugim istotnym zagadnieniem jest przedsta-

wienie współczynnika elastyczności przychodowej aktywów obrotowych giełdowych spółek przemysłowych jako uniwersalnego miernika oceny ekonomicznej efektywności aktywów obrotowych przedsiębiorstwa. Przyjęto bowiem, że w zmieniających się wartościach tego współczynnika odnaleźć można wszystkie istotne efekty i warunki kontynuacji i rozwoju działalności przedsiębiorstwa. Trzecią rozpatrywaną kwestią jest wyznaczenie wdrażanych w przemysłowych spółkach giełdowych strategii gospodarowania aktywami obrotowymi. Klasyfikacja ta została opracowana z wykorzystaniem współczynnika przychodowości aktywów obrotowych. W części czwartej rozdziału szczególna uwaga została zwrócona na strategię gospodarowania zapasami, które w znaczący sposób mogą kształtować wielkość i strukturę aktywów przedsiębiorstw przemysłowych oraz produktywność, kosztochłonność i rentowność tych jednostek gospodarczych.

W rozdziale trzecim monografii pod tytułem *Gospodarowanie aktywami obrotowymi a zrównoważony wzrost przedsiębiorstwa – podstawowe modele i refleksja empiryczna* zostały przedstawione podstawowe założenia i modele tego wzrostu oraz efekty badań empirycznych zorientowane na identyfikację i diagnozę warunków działania przedsiębiorstw wymagających ostrożnego równoważenia przez nie celów marketingowych i sprzedażowych z operacyjną efektywnością i finansowymi zasobami. Podany przykład modelu zrównoważonego wzrostu spółki Grupa Azoty SA oraz zawarte rezultaty oceny związków efektywności ekonomicznej gospodarowania aktywami obrotowymi ze zrównoważonym wzrostem przemysłowych spółek giełdowych podkreślają ważność roli i znaczenia modeli zrównoważonego wzrostu przedsiębiorstwa w kształtowaniu ekonomicznej efektywności aktywów obrotowych oraz wypełniają istniejącą lukę w badaniach empirycznych nad czynnikami determinującymi tę efektywność.

W rozdziale czwartym *Efektywność gospodarowania aktywami obrotowymi a kształtowanie wartości rynkowej przemysłowych publicznych spółek akcyjnych* zawarte zostały wyniki badań nad podstawowymi relacjami określonych czynników efektywności ekonomicznej aktywów obrotowych z głównymi determinantami wartości rynkowej przedsiębiorstw wytwórczych notowanych na GPW w Warszawie. Do czynników tych zaliczono: przychodowość, kosztochłonność, rentowność oraz wydajność gotówkową aktywów obrotowych, jak również realizowany podział zysku netto. Intencją wyboru tego rodzaju czynników było skoncentrowanie uwagi także na identyfikacji i charakterystyce zależności między strategiami gospodarowania aktywami obrotowymi a realizowanymi wypłatami dywidendy, zaś uzasadnieniem tego wyboru jest twierdzenie o dążeniu przedsiębiorstw do maksymalizacji korzyści dla właścicieli w drodze osiągnięcia możliwie wysokiego dochodu z zainwestowanego kapitału przy akceptowanym poziomie ryzyka.

Rozdział piąty, zatytułowany *Wykorzystanie memoriałowych korekt zysku netto do oceny efektywności gospodarowania aktywami obrotowymi publicznych przemysłowych spółek akcyjnych*, jest próbą zwrócenia uwagi na zarządzanie zyskiem z perspektywy możliwości wykorzystania efektów gospodarowania aktywami obrotowymi w tzw. urealnionej ocenie efektywności działania przedsiębiorstw prze-

mysłowych. Zawarta propozycja metodologiczna oceny urealnionych korzyści finansowych i jej zastosowanie jest próbą spojrzenia na możliwość wykorzystania analizy memoriałowych korekt zysku netto do kształtowania czynników efektywnego gospodarowania aktywami obrotowymi. Ponadto przeprowadzone badania empiryczne nad drogami i sposobami tworzenia urealnionych korzyści finansowych przez przemysłowe publiczne spółki akcyjne wraz z oceną związków efektywności ekonomicznej gospodarowania aktywami obrotowymi z memoriałowymi korektami zysku netto w giełdowych spółkach przemysłowych tworzą sposobność podjęcia pełniejszej próby wykazania związków między gospodarowaniem aktywami obrotowymi i zarządzaniem wynikiem finansowym netto.

W zakończeniu monografii znajdują się podstawowe spostrzeżenia i zasadnicze wnioski wynikające z przeprowadzonych badań naukowych.

Postawiony cel główny oraz sformułowane hipotezy badawcze i ich weryfikacja empiryczna zdeterminowały potrzebę przywołania i zarazem wyselekcjonowania bogatej literatury przedmiotu oraz wykorzystania szeregu różnorodnych metod i technik badawczych, a także przyjęcia do badań empirycznych wszystkich publicznych przemysłowych spółek akcyjnych notowanych na GPW w Warszawie.

W monografii wykorzystane zostały:

- a) krytyczna analiza krajowej i zagranicznej literatury przedmiotu
- b) analiza porównawcza w czasie
- c) analiza międzysektorowa
- d) studium przypadku
- e) metody statystyczne (miary: tendencji centralnej, zróżnicowania, skośności, koncentracji rozkładu, zależności statystycznej oraz testy istotności statystycznej).

Badania empiryczne, zmierzające do wyodrębnienia czynników efektywności ekonomicznej gospodarowania aktywami obrotowymi, przeprowadzone zostały w oparciu o analizę:

- a) jednostkowych rocznych sprawozdań finansowych spółek giełdowych zaczerpniętych z bazy danych Notoria Serwis SA
- b) gotowych zbiorów danych w postaci roczników statystycznych (np. „Roczników Giełdowych” GPW w Warszawie).

Badania zostały zrealizowane wśród wspomnianych spółek publicznych należących do sektora przemysłu, notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2006–2014, których akcje były przedmiotem obrotu przez okres co najmniej pięciu lat. Dodatkowym kryterium wyboru przedsiębiorstw do badań była dostępność rocznych jednostkowych sprawozdań finansowych. Tak przyjęta próba badawcza pozwoliła na zakwalifikowanie do grupy podmiotów gospodarczych poddanych analizie łącznie 131 przemysłowych spółek giełdowych należących do dwunastu branż przemysłu. W ten sposób możliwe stało się wyodrębnienie przedsiębiorstw, które w założeniu w znaczący sposób różniły się: przedmiotami działań produkcyjnych, warunkami produkcji, charakterem rynku zaopatrzenia i zbytu, wyposażeniem technicznym itp.

Prezentowana monografia jest rezultatem owocnej współpracy z Panią Profesor Nataszą Duraj oraz całym Zespołem Zakładu Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa Uniwersytetu Łódzkiego. Na ostateczny kształt monografii wpłynęły także cenne i konstruktywne uwagi i sugestie wniesione przez Panią Profesor Magdalenę Jerzomowską z Uniwersytetu Gdańskiego, Pana Profesora Jerzego Gajdkę z Uniwersytetu Łódzkiego oraz Pana Profesora Pawła Kosinia z Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach. Szczególne podziękowania pragnę skierować w stronę Pana Profesora Jana Duraja – za pomoc okazaną na wielu płaszczyznach mojej naukowej aktywności oraz za okazane zaufanie.

Oddzielne podziękowania składam moim Najbliższym, którzy podczas tworzenia niniejszej monografii otaczali mnie aurą wsparcia i wykazali zrozumienie dla trudu pracy naukowej.

Michał Comporek

Rozdział 1

Pojęcie i wymiary analityczne ekonomicznej efektywności aktywów obrotowych przedsiębiorstw przemysłowych

1.1. Pojęcie i właściwości aktywów obrotowych przedsiębiorstw przemysłowych

Aktywa obrotowe są wyodrębnioną częścią aktywów całkowitych przedsiębiorstwa, które, będąc określonymi zasobami majątkowymi powstałymi w wyniku przeszłych zdarzeń, mają swoją wartość, znajdują się pod kontrolą jednostki, tworzą koszty i wydatki oraz rodzą nadzieję na osiągnięcie określonych korzyści przez przedsiębiorstwo w wyniku efektywnego ich wykorzystania. Są one jednocześnie tym składnikiem majątkowym, który przesądza o wykorzystaniu zdolności produkcyjnych aktywów trwałych, wytyczających ogólne ramy, w jakich może być prowadzona produkcja¹. Aktywa całkowite jako całość mogą być traktowane jako ważne instrumenty kształtujące warunki produkcyjne, organizacyjne i środowiskowe realizacji określonych zadań i celów produkcyjnych, stawiając zespołom kierowniczym i pracownikom skonkretyzowane wymagania kompetencyjne. Zmieniają się jednocześnie pod wpływem wielu czynników środowiskowych, postępu technicznego, rozwoju innowacyjności, wzrostu kompetencji itp. Nierozzerwalność związków między aktywami, kapitałem ludzkim i środowiskiem naturalnym przedsiębiorstwa znajduje wyraz w licznych koncepcjach i praktykach zrównoważonego rozwoju przedsiębiorstwa, co w coraz większym stopniu odzwierciedlane jest także w pozafinansowej sprawozdawczości podmiotów gospodarczych.

Cechą współczesnej sprawozdawczości finansowej i pozafinansowej przedsiębiorstwa jest bowiem rozwijająca się komplementarność informacji finansowych

1 Z. Gołaś, A. Bieniasz, D. Czerwińska-Kayzer, *Zarządzanie kapitałem obrotowym w przemyśle spożywczym*, „Zagadnienia Ekonomiki Rolnej”, nr 3, Warszawa 2009, s. 78.

i informacji pozafinansowych. Tego rodzaju zespolenie sprawozdawczości w jeden raport przedsiębiorstwa

[...] oznacza opracowanie pojedynczego dokumentu, który łączy finansową i opisową informację prezentowaną w ramach rocznego raportu oraz informację niefinansową (dotyczącą zagadnień środowiskowych, społecznych, z zakresu *corporate governance*) i opisową, którą można znaleźć w raporcie firmy z zakresu społecznej odpowiedzialności czy zrównoważonego rozwoju².

W tradycyjnej sprawozdawczości finansowej aktywa prezentują wartość ogółu składników majątkowych przedsiębiorstwa zawartych w bilansie przedsiębiorstwa³. Do komponentów tych należą aktywa trwałe i aktywa obrotowe. Jednocześnie, aby poszczególne składniki majątkowe podmiotu gospodarczego mogły być zakwalifikowane do aktywów bilansu, konieczne jest spełnienie następujących warunków:

1. Jednostka musi sprawować kontrolę nad składnikiem zasobów, który powstał w wyniku uprzednio zaistniałych zdarzeń.
2. Zasób ten dostarczy jednostce w przyszłości korzyści ekonomicznych.
3. Jednostka może w sposób wiarygodny określić wartość składnika zasobów⁴.

Należy również już w tym miejscu wskazać, że każda zmiana wartości aktywów całkowitych netto po wyłączeniu wszelkich wypłat na rzecz właścicieli i wkładów wniesionych przez właścicieli w danym okresie obrotowym odzwierciedla wartość łącznych dochodów wygenerowanych przez przedsiębiorstwo w danym okresie sprawozdawczym⁵.

Według ustawy o rachunkowości aktywa obrotowe obejmują cztery następujące składniki: aktywa rzeczowe, aktywa finansowe, należności krótkoterminowe oraz rozliczenia międzyokresowe. Każdy z tych składników aktywów obrotowych po-

2 R.G. Eccles, M.P. Krzus, *One Report. Integrated Reporting for a Sustainable Strategy*, John Wiley & Sons, Inc. New Jersey 2010, s. 10, za: J. Krasodomska, *Ewolucja sprawozdawczości finansowej w kierunku sprawozdawczości zintegrowanej na przykładzie spółek Novo Nordisk i Lotos*, [w:] B. Micherda (red.), *Kierunki ewolucji sprawozdawczości i rewizji finansowej*, Difin, Warszawa 2012, s. 77.

3 M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004, s. 50.

4 G. Świdarska, *Ustawa o rachunkowości po nowelizacji a Międzynarodowe Standardy Rachunkowości*, „Rachunkowość”, zeszyt specjalny 2001, nr 12, s. 12. Istnieją jednak także aktywa obrotowe, które spełniają poniższe warunki, lecz mimo to nie są ujmowane w bilansie. Można do nich zaliczyć np. należności, na które utworzono rezerwy zaliczone w ciężar pozostałych kosztów operacyjnych, czyli takie składniki majątku obrotowego, które nie zostały ujęte w aktywach bilansu, a jednocześnie o odpowiadającą im wielkość zostały pomniejszone pasywa za pośrednictwem wyniku finansowego (P. Szymański, *Zarządzanie majątkiem obrotowym w procesie kreowania wartości przedsiębiorstwa*, Petros, Łódź 2007, s. 64).

5 Szerzej: H. Buk, *Systematyka i analiza całkowitych dochodów ustalanych według MSSF*, [w:] A.N. Duraj, M. Papiernik-Wojdera (red.), *Paradygmaty i instrumenty kreowania wartości przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2013, s. 46–47.

siada swoje właściwości oraz specyficzne funkcje i miejsce w realizacji celów i zadań gospodarczych przez przedsiębiorstwo⁶. W sposób bardzo sprawozdawczy i zarazem niezbędny do wydobycia określonych właściwości tego rodzaju aktywów przedsiębiorstwa można powiedzieć, że:

1. Aktywa rzeczowe są przeznaczone do zużycia lub zbycia w ciągu 12 miesięcy od dnia bilansowego lub w ciągu normalnego cyklu operacyjnego właściwego dla danej działalności, jeżeli trwa on dłużej niż 12 miesięcy.
2. Aktywa finansowe są płatne i wymagalne lub przeznaczone do zbycia w ciągu 12 miesięcy od dnia bilansowego lub od daty ich założenia, wystawienia lub nabycia albo stanowią aktywa pieniężne.
3. Należności krótkoterminowe obejmują ogół należności z tytułu dostaw i usług oraz całość lub część należności z innych tytułów, niezaliczonych do aktywów finansowych, które stają się wymagalne w ciągu 12 miesięcy od dnia bilansowego.
4. Rozliczenia międzyokresowe są związane z przyszłymi okresami sprawozdawczymi i trwają nie dłużej niż 12 miesięcy od dnia bilansowego⁷.

Wyeksponowane kryterium czasu w powyższych charakterystykach składników aktywów obrotowych jest jednym z istotnych wyznaczników i cech tego rodzaju zasobów majątkowych, pozostających do dyspozycji przedsiębiorstwa. Są to bowiem takie składniki aktywów, które zużywają się w jednym cyklu operacyjnym i z tego względu charakteryzuje je: krótki okres zamrożenia – znajdowania się w przedsiębiorstwie, relatywnie wysoka płynność i elastyczność zmian ich wielkości i struktury, niskie ryzyko gospodarowania, możliwość wysokiego sfinansowania środkami pochodzącymi ze źródeł obcych oraz bezpośrednie uczestnictwo w generowaniu przychodów i wyników finansowych przedsiębiorstwa⁸. Ponadto są one nabywane lub wytwarzane i tym samym uzależnione od rynku sprzedaży i zakupu określonych czynników produkcji. Przenosząc swoją wartość na wytwarzane i sprzedawane produkty w sposób jednorazowy, aktywa te mogą w znaczący sposób przyczyniać się do osiągnięcia w przyszłości korzyści ekonomicznych przez przedsiębiorstwo, kształtując m.in. bieżące i przyszłe koszty wytworzenia oraz koszty sprzedaży dóbr i usług. Mogą wpływać także na rozmiary i strukturę sprzedaży produktów, które zależą zarówno od wielkości i charakteru zapasów, jak i zarządzania należnościami, inwestycjami krótkoterminowymi i zobowiązaniami.

6 G. Świdarska, *op. cit.*, s. 12.

7 Szerzej: przepisy *Ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości* (tekst jedn. Dz.U. 2013, poz. 330 z późn. zm.). Na marginesie warto wspomnieć, że pierwotna wersja Ustawy o rachunkowości z 1994 r. stanowiła, że majątek obrotowy przedsiębiorstwa tworzą: zapasy, należności i roszczenia, papiery wartościowe przeznaczone do obrotu oraz środki pieniężne. Znowelizowana Ustawa o rachunkowości, która weszła w życie w dniu 9 listopada 2000 r., zniósła bowiem stosowane dotychczas pojęcie majątku obrotowego i zastąpiła je pojęciem aktywów obrotowych.

8 W. Gabrusewicz, M. Remlein, *Sprawozdanie finansowe przedsiębiorstwa jednostkowe i skonsolidowane*, PWE, Warszawa 2011, s. 61 i nast.

Ten majątkowy wymiar generalnej charakterystyki aktywów obrotowych przedsiębiorstwa przedstawia jedną stronę analizy omawianych składników majątku przedsiębiorstwa. Druga strona aktywów obrotowych wskazuje zaś na właścicieli majątku i ich partycypację w finansowaniu aktywów całkowitych.

Wyodrębniane w bilansie przedsiębiorstwa pasywa informują bowiem nie tylko o tym, kto i w jakiej wysokości finansuje aktywa całkowite, lecz także wskazują na rodzaj stosunku cywilnoprawnego łączącego dłużnika z wierzycielem oraz na elementy stosunku zobowiązaniowego, zawierającego: relacje podmiotowe, treści zobowiązania oraz przedmiot zobowiązania. W ujęciu podmiotowym wyodrębnione zostają: podmiot uprzywilejowany i podmiot zobowiązany, uprawnienia wierzycieli i obowiązki dłużnika oraz określone postawy i zachowania dłużnika/dłużników, których spełnienia mogą oczekiwać i domagać się ich wierzyciele. W ujęciu tym zawiera się również integralność podejścia majątkowego i podejścia własnościowego w gospodarowaniu posiadanymi zasobami majątkowymi jednostek gospodarczych. To majątkowo-własnościowe podejście w wyrazniejszy sposób niż majątkowo-kapitałowe akcentuje pozycję właścicieli i wierzycieli w systemie sprawowania władzy, a ponadto uwrażliwia widzenie działalności przedsiębiorstwa (i tym samym procesu gospodarowania aktywami obrotowymi) w perspektywie realizacji celów głównych jego interesariuszy. Ta teoretyczna refleksja wraz z istniejącym priorytetem interesów właścicieli nad interesami wierzycieli nie przesłania nieodzowności kształtowania sytuacji majątkowo-finansowej przedsiębiorstwa w taki sposób, by swoją działalnością przyczyniało się do realizacji celów nie tylko właścicieli i wierzycieli, lecz także wszystkich pozostałych interesariuszy.

Generalnie biorąc, za kapitał przedsiębiorstwa uznaje się wszystkie długoterminowe źródła finansowania aktywów przedsiębiorstwa. Oznacza to, że krótkookresowe zobowiązania przedsiębiorstwa, jak i bierne rozliczenia międzyokresowe są wyłączone z pojęcia kapitału przedsiębiorstwa⁹. Przyjęcie takiego nazewnictwa w odniesieniu zwłaszcza do analizy aktywów obrotowych wydaje się uzasadnione ich zwyczajowym finansowaniem za pomocą obcych źródeł o charakterze krótkoterminowym. Zobowiązania bieżące odzwierciedlają bowiem tę część wartości

9 Za niewskazane uznaje się utożsamianie aktywów obrotowych z majątkiem obrotowym i kapitałem obrotowym, choć te terminy są ze sobą w sposób bezpośredni związane i zajmują ważne miejsce w epistemologicznym obrazie działalności przedsiębiorstwa. Sam termin „kapitał” jest raczej zarezerwowany dla charakterystyki długoterminowych źródeł finansowania przedsiębiorstwa i obejmuje: kapitał własny oraz zobowiązania długookresowe i rezerwy na te zobowiązania. Nie dotyczy on przeto zobowiązań krótkookresowych i biernych rozliczeń międzyokresowych, które są na ogół głównymi źródłami finansowania aktywów obrotowych. Argumentem przemawiającym za przyjęciem tego rodzaju założenia są również istniejące w teorii i stosowane w praktyce zarządzania metody obliczania wartości przedsiębiorstwa oraz obliczania kosztów kapitału własnego i obcego przedsiębiorstwa. Ponadto należy dodać, że w literaturze przedmiotu spotykamy się z przyjęciem oprocentowanych zobowiązań bieżących przedsiębiorstwa za składnik kosztu kapitału obcego. Ma to uzasadnienie szczególnie w przypadku występowania tzw. kredytu odnawialnego.

środków powierzonych przedsiębiorstwu przez wierzycieli dla rozpoczęcia i realizacji określonych zadań, która powinna zostać spłacona w ciągu roku. Z rozważań nad podejściem majątkowo-własnościowym nie należy jednak wykluczyć możliwości finansowania aktywów obrotowych kapitałem własnym oraz zobowiązaniami długoterminowymi. Ich obecność w strukturze finansowania aktywów obrotowych jest uzasadniona względami ekonomicznymi.

W węższym znaczeniu podejście własnościowe sprowadzone może być do obowiązku wykonywania przez przedsiębiorstwo bieżących i przyszłych świadczeń na rzecz jego wierzycieli i właścicieli. Na obowiązek ten wskazuje m.in. ustawa o rachunkowości, zgodnie z którą przez zobowiązania rozumie się implikowany przeszłymi zdarzeniami i działaniami obowiązek wykonania świadczeń o wiarygodnie określonej wartości, które spowodują wykorzystanie posiadanych i przyszłych aktywów przedsiębiorstwa. Tym samym gospodarowanie aktywami obrotowymi w praktyce gospodarczej nie wiąże się wyłącznie z decyzjami wpływającymi na wielkość i strukturę poszczególnych elementów aktywów obrotowych, ale także z zarządzaniem zobowiązaniami bieżącymi, które stanowią jedno z najważniejszych źródeł finansowania tychże aktywów.

1.2. Relacje między majątkowym i własnościowym wymiarem charakterystyki aktywów obrotowych przedsiębiorstwa

Istniejące związki między majątkowym i własnościowym wymiarem analizy aktywów obrotowych przedsiębiorstwa odzwierciedlone są zwykle w krótkookresowej sytuacji majątkowo-finansowej podmiotu gospodarczego, charakteryzowanej przede wszystkim z perspektywy oceny jego płynności finansowej. Płynność finansowa jest bowiem tym kryterium oceny przedsiębiorstwa, które dotyczy nie tylko zdolności do spłaty bieżących zobowiązań z posiadanego majątku obrotowego, lecz także obejmuje szybkość rotacji aktywów obrotowych oraz rynkową ocenę wartości aktywów obrotowych. Wszystkie te wymiary oceny są niezmiernie ważne z punktu widzenia konieczności zapewnienia bezpieczeństwa działalności produkcyjnej, ograniczenia ryzyka bankructwa wywołanego utratą płynności finansowej, jak również stworzenia odpowiednich warunków techniczno-produkcyjnych i rynkowych dla efektywnej kontynuacji działania przedsiębiorstwa.

Dominującym wymiarem oceny płynności finansowej przedsiębiorstwa jest tzw. podejście zobowiązaniowe, w którym na ogół wykorzystywane są cztery następujące mierniki płynności finansowej, tj. współczynniki: bieżącej, szybkiej,

przyspieszonej oraz gotówkowej płynności finansowej¹⁰. W konstrukcji wszystkich tych współczynników podstawą odniesienia wartości określonych aktywów obrotowych (ujętych w formie memoriałowej i/lub kasowej) są przede wszystkim bilansowe wartości zobowiązań krótkoterminowych, powiększone o rozliczenia międzyokresowe.

Tego rodzaju podejście może być uzupełnione również tzw. skorygowanymi współczynnikami płynności finansowej przedsiębiorstwa, które zawierają w mianowniku tegoż współczynnika sumę wartości zobowiązań krótkoterminowych i rozliczeń międzyokresowych biernych pomniejszoną o wartość oprocentowanych zobowiązań krótkoterminowych. Tym samym wyłączenie z wartości zobowiązań krótkoterminowych tej części, która ma charakter oprocentowany, nadaje tym zobowiązaniom bardziej spontaniczny charakter. Wyodrębniony kredyt obrotowy staje się zaś kategorią bliższą obcemu kapitałowi stałemu, przez co zapłacone odsetki mogą być uznane za składnik operacyjnego wspierania finansowego przedsiębiorstwa. W takiej sytuacji wskazany rodzaj zobowiązań krótkookresowych można nazwać mianem skorygowanych zobowiązań krótkookresowych. Bez względu jednak na wybór przyjętej metody oceny płynności finansowej przedsiębiorstwa (tj. z uwzględnieniem lub bez uwzględnienia w formule wskazanych mierników oceny tej płynności oprocentowanych zobowiązań krótkoterminowych), ich obecność w rozważaniach nad gospodarowaniem aktywami obrotowymi wydaje się bezdyskusyjna. Stanowią one bowiem integralną część oceny procesu gospodarowania aktywami obrotowymi, decydując niejednokrotnie o zmianie ich wartości i struktury.

Akceptacja powyższych dwóch wymiarów analitycznych zobowiązań krótkookresowych (a zatem zobowiązań krótkookresowych ogółem oraz zobowiązań krótkookresowych skorygowanych) oraz ich wykorzystanie w dalszej charakterystyce aktywów obrotowych netto zmierza do wyodrębnienia nowego rodzaju aktywów obrotowych netto. Są nimi skorygowane aktywa obrotowe netto.

Wartość skorygowanych aktywów obrotowych netto jest równa tej części aktywów obrotowych przedsiębiorstwa, która nie jest finansowana nieoprocentowanymi zobowiązaniami bieżącymi¹¹. Wartość tę przedstawić można, posługując się następującymi formułami obliczeniowymi:

10 Zob. m.in.: M. Sierpińska, D. Wędzki, *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997, s. 52–54; D. Wędzki, *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2003, s. 262; T. Dudycz, S. Wrzosek, *Analiza finansowa. Problemy metodyczne w ujęciu praktycznym*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2000, s. 55; A. Rutkowski, *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa 2007, s. 72.

11 W literaturze przedmiotu podobną kategorię reprezentuje operacyjny kapitał obrotowy netto (OCAN), obliczany jako różnica między aktywami obrotowymi a zobowiązaniami bieżącymi, pomniejszonymi o zobowiązania bankowe. W ujęciu tym zobowiązania bankowe traktowane są jako oprocentowany kapitał obcy, a co za tym idzie, jako koszt finansowania przedsiębiorstwa (podobnie jak zadłużenie długoterminowe) i nie są zaliczane do wolnych środków pieniężnych. Z kolei zobowiązania bieżące nieoprocentowane (w poczet których wchodzi zobowiązania