

# PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

# RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

Nr 399

## Rachunkowość a controlling

Redaktorzy naukowi  
Edward Nowak  
Piotr Bednarek



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu  
Wrocław 2015

Redakcja wydawnicza: Barbara Majewska, Joanna Świrska-Korłub

Redakcja techniczna: Barbara Łopusiewicz

Korekta: Marcin Orszulak

Łamanie: Beata Mazur

Projekt okładki: Beata Dębska

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania

znajdują się na stronie internetowej Wydawnictwa

[www.pracnaukowe.ue.wroc.pl](http://www.pracnaukowe.ue.wroc.pl)

[www.wydawnictwo.ue.wroc.pl](http://www.wydawnictwo.ue.wroc.pl)

Publikacja udostępniona na licencji Creative Commons

Uznanie autorstwa-Użycie niekomercyjne-Bez utworów zależnych 3.0 Polska

(CC BY-NC-ND 3.0 PL)



© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu  
Wrocław 2015

**ISSN 1899-3192**

**e-ISSN 2392-0041**

**ISBN 978-83-7695-523-0**

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Zamówienia na opublikowane prace należy składać na adres:

Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

tel./fax 71 36 80 602; e-mail:[econbook@ue.wroc.pl](mailto:econbook@ue.wroc.pl)

[www.ksiegarnia.ue.wroc.pl](http://www.ksiegarnia.ue.wroc.pl)

Druk i oprawa: TOTEM

## Spis treści

|   |     |
|---|-----|
| <b>Wstęp</b> .....  | 11  |
| <b>Anna Balicka:</b> Controlling ekologiczny w przedsiębiorstwie.....   | 13  |
| <b>Aleksandra Banaszekiewicz, Ewa Makowska, Sylwia Meller:</b> Proces wdrażania controllingu w praktyce przedsiębiorstw .....   | 22  |
| <b>Wioletta Baran, Sylwia Morawska:</b> Kontrola zarządcza w jednostkach organizacyjnych sądu.....  | 32  |
| <b>Piotr Bednarek:</b> Premie i nagrody dla audytorów wewnętrznych a skuteczność audytu wewnętrznego w sektorze prywatnym i publicznym .....  | 41  |
| <b>Renata Biadacz:</b> Rys historyczny rachunku zysków i strat w Polsce międzywojennej.....   | 55  |
| <b>Małgorzata Białas:</b> Wycena instrumentów finansowych według wartości godziwej w bankach .....  | 67  |
| <b>Anna Bieniasz:</b> Determinanty rentowności kapitału własnego przedsiębiorstw przemysłu spożywczego w Polsce.....  | 76  |
| <b>Agnieszka Bieńkowska, Zygmunt Kral, Anna Zabłocka-Kluczka:</b> Controlling strategiczny szkoły wyższej.....  | 84  |
| <b>Adam Bujak:</b> Ewaluacja przedsięwzięć inwestycyjnych dotyczących funkcjonowania systemu informacyjnego rachunkowości w przedsiębiorstwie .....                                 | 103 |
| <b>Andrzej Bytniewski:</b> Podsystem finansowo-księgowy jako instrument rachunkowości zarządczej i controllingu.....  | 111 |
| <b>Jolanta Chluska, Waldemar Szczepaniak:</b> Controlling finansowy w projektach unijnych realizowanych w uczelniach publicznych.....   | 121 |
| <b>Halina Chłodnicka:</b> Wycena przedsiębiorstwa w upadłości a wartość godziwa .....   | 130 |
| <b>Magdalena Chmielowiec-Lewczuk:</b> Controlling w zakładzie ubezpieczeń w świetle nowych uwarunkowań rynkowych.....   | 142 |
| <b>Joanna Dyczkowska:</b> To what extent companies listed on alternative investment markets disclose strategic information in their annual reports? – comparative case studies..... | 153 |
| <b>Joanna Dynowska:</b> Czynniki ograniczające wdrażanie controllingu w świetle badań ankietowych .....   | 168 |
| <b>Krzysztof Dziadek:</b> Wykorzystanie budżetowania w zarządzaniu projektami unijnymi – wyniki badań .....   | 176 |
| <b>Wojciech Flieger:</b> Informatyczne wspomaganie zarządzania ryzykiem poprzez procedury audytu.....   | 186 |

|   |     |
|---|-----|
| <b>Magdalena Jaworzyńska:</b> Analiza strategiczna zakładu opieki zdrowotnej na potrzeby stworzenia jego modelu biznesowego – studium przypadku..                                     | 196 |
| <b>Marcin Jędrzejczyk:</b> Addytywna, analityczna funkcja produkcji w ocenie poziomu zarządzania jednostką gospodarczą .....  | 208 |
| <b>Angelika Kaczmarczyk:</b> Koncepcje wyceny a przydatność informacji sprawozdawczej małych przedsiębiorstw .....  | 216 |
| <b>Zdzisław Kes:</b> Badanie nierównomierności odchyleń w kontroli budżetowej   | 224 |
| <b>Ilona Kędzierska-Bujak:</b> Perspektywa interesariuszy a strategia Uniwersytetu Szczecińskiego – wybrane zagadnienia .....   | 235 |
| <b>Marcin Klinowski:</b> Determinanty sukcesu projektów .....   | 245 |
| <b>Konrad Kochański:</b> Formy ewidencji działalności gospodarczej a rachunkowość zarządcza w obszarze marketingu w świetle badań empirycznych...                                     | 255 |
| <b>Tomasz Kondraszuk:</b> Projekt urzędniowy gospodarstwa jako narzędzie planowania strategicznego w rolnictwie.....  | 267 |
| <b>Krzysztof Konstantyn:</b> Koncepcja wdrożenia rachunku odpowiedzialności w ośrodkach odpowiedzialności za inwestycje w przedsiębiorstwach produkujących konstrukcje budowlane..... | 277 |
| <b>Magdalena Kowalczyk:</b> Mierniki controllingu personalnego w jednostkach samorządu terytorialnego.....  | 287 |
| <b>Jarosław Kujawski:</b> Demotywuujące i dysfunkcjonalne aspekty ceny transferowej .....   | 295 |
| <b>Agnieszka Lew:</b> Badanie przez biegłego rewidenta przychodów i kosztów jako elementów podatnych na oszustwa księgowe.....  | 306 |
| <b>Paweł Malinowski, Tomasz Ćwieląg, Edyta Prozorowska, Piotr Słomianny:</b> Technologia SOA w optymalizacji procesów biznesowych na przykładzie MPWiK Wrocław S.A.....               | 313 |
| <b>Krzysztof Małys:</b> Controlling w publicznej szkole wyższej – zarys problemu  | 322 |
| <b>Elżbieta Marcinkowska:</b> Outsourcing i offshoring procesu rachunkowości – modele dostawy usługi .....  | 333 |
| <b>Marek Masztalerz:</b> Komunikacja w rachunkowości zarządczej .....   | 343 |
| <b>Remigiusz Napiecek:</b> Współzależność głównych obszarów działania uczelni wyższej .....   | 352 |
| <b>Bartłomiej Nita:</b> Stan i perspektywy rozwoju rachunkowości zarządczej w XXI wieku w praktyce.....   | 361 |
| <b>Edward Nowak:</b> Klasyfikacyjna funkcja rachunkowości .....   | 373 |
| <b>Marta Nowak:</b> Czy rachunkowość jest moralna? Dyskurs z pogranicza pomiaru gospodarczego oraz filozofii etyki.....   | 383 |
| <b>Michał Poszwa:</b> Kasowe uznawanie kosztów uzyskania przychodów – konsekwencje dla rozliczeń i zarządzania .....  | 393 |
| <b>Marzena Remlein:</b> Self-billing w transakcjach handlowych pomiędzy podmiotami grupy kapitałowej .....  | 401 |
| <b>Dariusz Ryszard Rutowicz:</b> Wyzwania stojące przed rachunkowością zarządczą modeli biznesowych .....   | 409 |

|  |     |
|--|-----|
| <b>Dorota Śladkiewicz:</b> Wartość przedsiębiorstwa w świetle teorii zasobowej ..  | 419 |
| <b>Anna Stronczek, Sylwia Krajewska:</b> Oczekiwania jednostek sektora zamówień publicznych w zakresie wsparcia rachunkowości zarządczej przez zintegrowane systemy zarządzania..... | 428 |
| <b>Wiesław Szczęsny:</b> „Pułapka” rentowności w polityce finansowej przedsiębiorstw .....   | 436 |
| <b>Alfred Szydelko:</b> Wpływ KSR nr 9 „Sprawozdanie z działalności” na rachunkowość .....   | 446 |
| <b>Magdalena Szydelko:</b> Ramy koncepcyjne zastosowania benchmarkingu w klastrze .....  | 456 |
| <b>Agnieszka Tubis:</b> Controlling procesu eksploatacji – wstępna charakterystyka   | 466 |
| <b>Piotr Urbanek:</b> Przesłanki i bariery budżetowania operacyjnego w uczelni publicznej.....   | 477 |
| <b>Wiesław Wasilewski:</b> Controlling ryzyka w instytucjach kultury.....  | 485 |
| <b>Aleksandra Wiercińska:</b> Wykorzystanie benchmarkingu w zarządzaniu finansami szpitali na przykładzie województwa pomorskiego.....   | 491 |
| <b>Grzegorz Zimon:</b> Wpływ strategii zarządzania zapasami na wyniki finansowe przedsiębiorstw .....  | 500 |

## Summaries

|  |     |
|--|-----|
| <b>Anna Balicka:</b> Ecological controlling in the company.....  | 13  |
| <b>Aleksandra Banaszekiewicz, Ewa Makowska, Sylwia Meller:</b> The process of controlling implementation in companies practice .....     | 22  |
| <b>Wioletta Baran, Sylwia Morawska:</b> Management control in organizational units of courts .....                                       | 32  |
| <b>Piotr Bednarek:</b> Bonuses and rewards for internal auditors vs. internal audit effectiveness in a private and public sector .....   | 41  |
| <b>Renata Biadacz:</b> Historical aspect of income statement of interwar period in Poland .....  | 55  |
| <b>Małgorzata Białas:</b> Valuation of financial instruments at fair value in the banks  | 67  |
| <b>Anna Bieniasz:</b> Determinants of return on equity of companies in the food industry .....   | 76  |
| <b>Agnieszka Bienkowska, Zygmunt Kral, Anna Zablocka-Kluczka:</b> Strategic controlling of universities .....                            | 84  |
| <b>Adam Bujak:</b> The evaluation of investments relating to the functioning of the accounting information system in an enterprise ..... | 103 |
| <b>Andrzej Bytniewski:</b> A financial and accounting subsystem as an instrument for management accounting and controlling .....         | 111 |
| <b>Jolanta Chluska, Waldemar Szczepaniak:</b> Financial controlling in the EU projects implemented in public universities .....          | 121 |

|  |     |
|--|-----|
| <b>Halina Chłodnicka:</b> Valuation of an insolvent business vs. fair value .....  | 130 |
| <b>Magdalena Chmielowiec-Lewczuk:</b> Controlling in the insurance company in the new market conditions.....   | 142 |
| <b>Joanna Dyczkowska:</b> W jakim stopniu spółki notowane na rynkach alternatywnego obrotu ujawniają informacje strategiczne w raportach rocznych – analiza porównawcza przypadków ..... | 153 |
| <b>Joanna Dynowska:</b> Factors that limit controlling implementation as revealed by questionnaire surveys.....  | 168 |
| <b>Krzysztof Dziadek:</b> Use of budgeting in the EU projects management – research findings .....   | 176 |
| <b>Wojciech Fliegner:</b> Computer aid of risk management through audit procedures .....   | 186 |
| <b>Magdalena Jaworzyńska:</b> Strategic analysis of public healthcare centre to create its business model – case study .....   | 196 |
| <b>Marcin Jędrzejczyk:</b> The additive, cost production function in the management assessment process of business entity .....  | 208 |
| <b>Angelika Kaczmarczyk:</b> Valuation concepts vs. usefulness of reporting information of small businesses.....   | 216 |
| <b>Zdzisław Kes:</b> The study of fluctuation of deviations in the budgeting control .....   | 224 |
| <b>Iłona Kędzierska-Bujak:</b> The stakeholders perspective vs. the strategy of the University of Szczecin – selected issues .....   | 235 |
| <b>Marcin Klinowski:</b> Project success factors .....   | 245 |
| <b>Konrad Kochański:</b> Account and tax books vs. management accountancy in the area of marketing in the light of empirical research .....  | 255 |
| <b>Tomasz Kondraszuk:</b> Appliance project of agricultural farm as a tool for strategic planning in agriculture .....   | 267 |
| <b>Krzysztof Konstantyn:</b> The conception of introduction of responsibility accounting in the centers responsible for investment in building construction enterprises .....            | 277 |
| <b>Magdalena Kowalczyk:</b> Personnel controlling measures in local government units.....  | 287 |
| <b>Jarosław Kujawski:</b> Demotivating and dysfunctional aspects of transfer price .....   | 295 |
| <b>Agnieszka Lew:</b> Auditor’s revenue and expense audit as an element susceptible to accounting fraud .....  | 306 |
| <b>Paweł Malinowski, Tomasz Ćwieliąg, Edyta Prozorowska, Piotr Słomianny:</b> SOA technology in business process optimalization on the example of MPWiK Wrocław S.A. ....                | 313 |
| <b>Krzysztof Małys:</b> Controlling in public institutions of higher education – the outline of the problem.....   | 322 |
| <b>Elżbieta Marcinkowska:</b> Outsourcing and offshoring of accounting process – service delivery models .....   | 333 |
| <b>Marek Masztalerz:</b> Communication in management accounting .....  | 343 |

---

|   |     |
|---|-----|
| <b>Remigiusz Napiecek:</b> Interdependence of the main areas of university activity .....   | 352 |
| <b>Bartłomiej Nita:</b> The state and development trends of management accounting in 21 <sup>st</sup> century in practice .....   | 361 |
| <b>Edward Nowak:</b> The discriminant function of accounting .....  | 373 |
| <b>Marta Nowak:</b> Is accounting moral? Discourse on economic measurement and philosophy of ethics .....   | 383 |
| <b>Michał Poszwa:</b> Checkout the cost to obtain revenue recognition – implications for settlements and management .....   | 393 |
| <b>Marzena Remlein:</b> Self-billing in commercial transactions between the entities of the capital group.....  | 401 |
| <b>Dariusz Ryszard Rutowicz:</b> Challenges facing management accounting of business models.....  | 409 |
| <b>Dorota Śładkiewicz:</b> Enterprise value in the light of resource-based theory ..  | 419 |
| <b>Anna Stroncsek, Sylwia Krajewska:</b> Expectations of public procurement sector units concerning the support for managerial accounting through integrated management systems ..... | 428 |
| <b>Wiesław Szczęsny:</b> The “trap” of profitability in the financial policy of enterprises .....   | 436 |
| <b>Alfred Szydelko:</b> The influence of the Polish Accounting Standard No. 9 “Report on the activities” on accounting .....  | 446 |
| <b>Magdalena Szydelko:</b> A conceptual framework for benchmarking companies in a cluster.....  | 456 |
| <b>Agnieszka Tubis:</b> Controlling of maintenance and operation process – preliminary characteristics.....   | 466 |
| <b>Piotr Urbanek:</b> Premises and barriers of operational budgeting in public higher education institution .....   | 477 |
| <b>Wiesław Wasilewski:</b> Risk controlling in cultural institutions.....   | 485 |
| <b>Aleksandra Wiercińska:</b> The use of benchmarking in the financial management of hospitals on the example of Pomeranian Voivodeship.....  | 491 |
| <b>Grzegorz Zimon:</b> Influence of inventory management strategy on financial results of companies .....   | 500 |

**Wiesław Szczęsny**

Wszechnica Polska Szkoła Wyższa w Warszawie

e-mail: wszczesny@wszechnicapolska.edu.pl

---

## „PUŁAPKA” RENTOWNOŚCI W POLITYCE FINANSOWEJ PRZEDSIĘBIORSTW

---

## THE “TRAP” OF PROFITABILITY IN THE FINANCIAL POLICY OF ENTERPRISES

---

DOI: 10.15611/pn.2015.399.43

**Streszczenie:** Artykuł dotyczy tego fragmentu polityki finansowej przedsiębiorstw, która związana jest z kształtowaniem poziomu rentowności kapitału własnego. Autor omawia dwa aspekty tej polityki, które są na ogół pomijane w teorii i praktyce finansów. Pierwszy to „zatory” płatnicze w transakcjach gospodarczych, drugi to koszt kapitału i jego wpływ na decyzje inwestycyjne przedsiębiorstwa. Autor stawia tezę, że w pewnych sytuacjach dążenie do wzrostu rentowności może rodzić negatywne skutki zarówno dla samego przedsiębiorstwa, jak i całej gospodarki.

**Słowa kluczowe:** polityka finansowa, struktura kapitału, stopa zwrotu z kapitału własnego, „zatory” płatnicze, kapitał obcy nieoprocentowany.

**Summary:** The article applies to this fragment of the financial policy of an enterprise which is linked to the trend of the profitability of equity. In the article, the author discusses two aspects of this policy which are generally ignored in the theory and practice of finance. The first is the “congestion” of payment in economic transactions, the second is the cost of the capital and its influence on the investment decisions of the company. The author assumes that in certain situations the pursuit of profitability of equity can create negative consequences for the company itself, and for the whole economy too.

**Keywords:** financial policy, structure of capital, rate of return on equity, “congestion” of payment, free of interest external capital.

### 1. Wstęp

Ważne miejsce w teorii finansów przedsiębiorstwa zajmuje polityka finansowa, której celem jest wzrost rentowności kapitału własnego. Można wymienić dwa podstawowe czynniki wpływające na jej wielkość. Pierwszym czynnikiem jest zwiększenie zysku z działalności operacyjnej, drugim zaś zastosowanie długu w miejsce kapitału własnego. Zjawisko to nazywane jest dźwignią finansową. W przypadku



spółek akcyjnych jest to dążenie do wzrostu zysku przypadającego na jedną akcję. Wskaźnik ten utożsamia się w literaturze z korzyściami dla akcjonariuszy, gdyż przy stałej stopie dywidendy wzrost EPS oznacza przyrost dochodu z akcji. Jest to zależność uniwersalna w tym znaczeniu, że również w przypadku przedsiębiorstw zorganizowanych w innej formie, na przykład spółki z ograniczoną odpowiedzialnością czy spółki cywilnej, zysk w relacji do kapitału własnego stanowi korzyści dla właścicieli. Jednakże dążenie do maksymalizowania rentowności kapitału własnego może mieć także skutki negatywne. W artykule omawiam dwa aspekty polityki finansowej przedsiębiorstw, które są na ogół pomijane w teorii i praktyce finansów. Pierwszy to „zatory” płatnicze w transakcjach gospodarczych. Drugi aspekt związany jest z kosztem kapitału i jego wpływem na decyzje inwestycyjne przedsiębiorstwa.

## 2. „Zatory” płatnicze w polityce finansowej przedsiębiorstw

W celu wyjaśnienia istoty problemu przyjęto dwa założenia. Po pierwsze, kapitał własny przedsiębiorstwa równy jest kapitałowi akcyjnemu. Po drugie, średni ważony koszt kapitału jest tożsamy z wymaganą stopą zwrotu ze wszystkich aktywów przedsiębiorstwa [Ross i in. 1999, s. 542]:

$$R_A = R_E \times E/V + R_D \times D/V, \quad (1)$$

gdzie:  $R_E, R_D$  – odpowiednio koszt kapitału własnego i koszt kapitału dłużnego,  $E/V$  i  $D/V$  – odpowiednio udział kapitału własnego i długu w kapitale całkowitym.

Ponieważ równanie (1) wyraża stopę zwrotu z kapitału całkowitego, to również koszt każdego kapitału jest jednocześnie stopą zwrotu. W przypadku kapitału własnego jest to rentowność ROE, a w przypadku kapitału obcego – oprocentowanie należne wierzycielowi. Po przekształceniu tego równania ze względu na stopę zwrotu z kapitału własnego otrzymamy:

$$ROE = R_A + D/E(R_A - R_D), \quad (2)$$

gdzie:  $D/E$  – relacja długu do kapitału własnego,

$R_A, R_D$  – odpowiednio rentowność aktywów ogółem i oprocentowanie kapitału dłużnego.

Wielkość ROE zależy od trzech czynników, tj. stopy zwrotu z aktywów ogółem, oprocentowania kapitału dłużnego oraz relacji długu do kapitału własnego. Sposób przekształcenia średniego ważonego kosztu kapitału w stopę zwrotu z kapitału własnego został szczegółowo omówiony w innej pracy autora [Szczęsny 2005, s. 154]. Zgodnie z równaniem (2) zastosowanie długu zwiększa ROE, jednakże pod warunkiem zachowania nierówności  $R_A > R_D$ . W krańcowym przypadku, kiedy kapitał dłużny jest nieoprocenowany, równanie to skraca się do postaci:

$$ROE = R_A + R_A(D/E). \quad (3)$$

Jest to szczególnie przypadek polityki finansowej przedsiębiorstwa, kiedy zwiększa się rentowność kapitału własnego bez konieczności zwiększenia efektywności działalności operacyjnej. Jak wiadomo, podstawowa działalność operacyjna polega na wytwarzaniu i sprzedaży produktów, zakupie i sprzedaży towarów, a także świadczeniu usług. Działalność ta jest podstawą funkcjonowania przedsiębiorstwa. Poddawana jest bieżącej weryfikacji przez rynek i z tego względu obciążona jest ryzykiem operacyjnym. Dlatego jest to trudniejsza droga zwiększenia rentowności niż przez substytucję kapitału własnego kapitałem dłużnym. Zgodnie ze wzorem (3) wystarczy zmienić strukturę finansowania, zwiększając udział kapitału dłużnego. Wprawdzie pojawia się ryzyko finansowe, ale z uwagi na to, że kapitał ten jest nieoprocentowany, skala ryzyka jest relatywnie mała. Ilustruje to uproszczony przykład (bez obciążeń fiskalnych), w którym zaprezentowano trzy warianty finansowania: wyłącznie kapitałem własnym, kapitałem mieszanym z udziałem kapitału oprocentowanego i kapitałem mieszanym z udziałem kapitału nieoprocentowanego.

**Tabela 1.** ROE i EPS przy różnym zaangażowaniu kapitału dłużnego

| Dane w hipotetycznych jednostkach pieniężnych | I. Finansowanie kapitałem własnym | II. Finansowanie kapitałem własnym i obcym oprocentowanym | III. Finansowanie kapitałem własnym i obcym nieoprocentowanym |
|---|-----------------------------------|---|---|
| Aktywa  | 9 000 000                         | 9 000 000   | 9 000 000   |
| Dług  | 0                                 | 3 000 000   | 3 000 000   |
| Kapitał własny                                | 9 000 000                         | 6 000 000   | 6 000 000   |
| Cena nominalna akcji                          | 10                                | 10  | 10  |
| Liczba akcji w obiegu                         | 900 000                           | 600 000   | 600 000   |
| EBIT  | 900 000                           | 900 000   | 900 000   |
| Koszt długu                                   | 0                                 | 6%  | 0   |
| EPS   | 1,00                              | 1,2   | 1,5   |
| ROE   | 10,0%                             | 12,0%   | 15%   |

Źródło: opracowanie własne.

Zmiana rentowności kapitału w drugim wariantcie finansowania jest oczywista, gdyż przedsiębiorstwo spełnia warunki dodatniej dźwigni finansowej. Zgodnie z formułą (2), zastosowanie kapitału mieszanego pozwala zwiększyć ROE z 10% do 12%. Natomiast wariant trzeci finansowania tylko pozornie wydaje się iluzoryczny. Chodzi tu o pewien szczególnie rodzaj długu, który w warunkach gospodarki polskiej jest ważnym czynnikiem kształtowania struktury kapitału. Mam tu na myśli fundusze generowane automatycznie [Brigham 1966, s. 18]. Są to kapitały krótkookresowe i odnawialne, które stanowią ważną pozycję w finansowaniu aktywów. Pojawiają się one w wyniku prowadzonej rutynowej działalności gospodarczej. Zaliczyć można do nich zobowiązania handlowe, zobowiązania wobec pracowników czy też zobowiązania publicznoprawne. Podstawową cechą tych funduszy jest to,

że ich wartość w bilansach przedsiębiorstw jest funkcją realizowanych obrotów. Zastosowanie kapitałów dłużnych nieoprocentowanych daje więc możliwość znaczącej poprawy rentowności kapitału własnego, z 10% do 15%. Czynnikiem zwiększającym stopę zwrotu z kapitału własnego jest wyłącznie wskaźnik struktury kapitału  $D/E$ . Im jest on większy, tym większa jest stopa zwrotu.

Reasumując, w polityce finansowej przedsiębiorstw pojawia się alternatywna droga wzrostu rentowności kapitału własnego, jaką jest wykorzystywanie zobowiązań nieoprocentowanych. Działania tego typu obciążone są mniejszym ryzykiem w porównaniu z działalnością inwestycyjną czy lokacyjną. Ponadto nie występują tu koszty obsługi długu. Inaczej jest w przedsiębiorstwach, które w składzie swojego kapitału mają duży dług oprocentowany. Pojawia się ryzyko operacyjne związane ze spadkiem przychodów ze sprzedaży i w konsekwencji zysku. Może to oznaczać utratę zdolności do obsługi długu.

Opisane zależności mogą być czynnikiem sprzyjającym powstawaniu zatorów płatniczych, tym bardziej że główną część funduszy nieoprocentowanych stanowią zobowiązania typu handlowego. Z danych zamieszczonych w tab. 2 wynika, że przedsiębiorstwa, w których udział zobowiązań z tytułu dostaw i usług jest największy, wykazują najwyższą rentowność kapitału własnego. Są to przedsiębiorstwa funkcjonujące w „handlu...” i „przetwórstwie przemysłowym”. Natomiast w przedsiębiorstwach o relatywnie małym udziale zobowiązań handlowych wskaźniki ROE należą do najniższych. Taka sytuacja jest w sekcjach „zakwaterowanie i gastronomia” oraz „wytwarzanie i zaopatrywanie w energię, gaz, wodę”. Nie obserwuje się takich prawidłowości jedynie w sekcji „budownictwo”. Może to wynikać z ogólnie niskiej rentowności tej branży, w której nawet wysoki udział zobowiązań handlowych nie jest w stanie poprawić rentowności kapitału własnego.

Jak wynika z wcześniejszych badań autora prowadzonych w latach 2000-2005 czynnikiem wzrostu zobowiązań handlowych była zasadnicza różnica między poziomem rentowności przedsiębiorstw a stopami procentowymi w gospodarce. Stopy procentowe były w większości branż dwukrotnie wyższe, a w wielu przypadkach nawet trzykrotnie wyższe. Miało to swoje odzwierciedlenie w polityce finansowej przedsiębiorstw. Po pierwsze, wysoki koszt długu powodował, że dla większości przedsiębiorstw kapitał oprocentowany był niedostępny. Po drugie, niska rentowność całego zaangażowanego kapitału oznaczała, że w przypadku zaciągnięcia długu pojawiało się zjawisko ujemnej dźwigni finansowej, a wtedy finansowanie się przez zobowiązania handlowe było efektem dostosowania się do ówczesnych warunków rynkowych. Jeżeli jedno przedsiębiorstwo rejestruje wzrost zobowiązań, to w drugim przedsiębiorstwie następuje wzrost należności. Aby zrekompensować utratę przepływów pieniężnych przedsiębiorstwa, odraczają płatności w kolejnych transakcjach kupna-sprzedaży. Ogólną konstatacją artykułu była teza, że wysokie stopy procentowe przy niskiej rentowności przedsiębiorstw były znaczącym czynnikiem kształtowania struktury finansowej w kierunku pozyskiwania długu nieoprocentowanego [Szczyński 2005, s. 159].

**Tabela 2.** Rentowność i skala kapitału dłużnego nieoprocentowanego w 2013 r.\* (%)

| Przedsiębiorstwa<br>wg wybranych sekcji PKD                       | ROE  | Udział zadłużenia<br>krótkoterminowego<br>w zadłużeniu<br>ogółem | Udział w zadłużeniu<br>krótkoterminowym  |                                      |
|---|------|--|--|--------------------------------------|
|   |      |  | zobowiązań<br>z tytułu<br>dostaw i usług | zobowiązań<br>publiczno-<br>prawnych |
| PRZEDSIĘBIORSTWA PRYWATNE   | •    | 67,8   | 49,6                                     | 6,7                                  |
| PRZEDSIĘBIORSTWA OGÓŁEM   | 8,7  | 65,5   | 48,4                                     | 7,4                                  |
| w tym:  |      |  |  |                                      |
| Rolnictwo, łowiectwo i leśnictwo                                  | 9,9  | 63,1   | 40,0                                     | 16,9                                 |
| Przemysł:   | 9,3  | 68,5   | 48,9                                     | 8,5                                  |
| ▪ Górnictwo i wydobywanie   | 5,5  | 76,8   | 33,4                                     | 16,1                                 |
| ▪ Przetwórstwo przemysłowe  | 11,3 | 73,2   | 52,1                                     | 7,1                                  |
| ▪ Wytwarzanie i zaopatrywanie<br>w energię elektryczną, gaz, wodę | 7,3  | 50,7   | 38,9                                     | 12,5                                 |
| Budownictwo   | 6,5  | 66,5   | 53,1                                     | 8,5                                  |
| Handel, naprawa pojazdów sam.                                     | 12,1 | 84,4   | 62,0                                     | 5,2                                  |
| Transport i gospodarka magazynowa                                 | 5,9  | 46,1   | 41,5                                     | 8,0                                  |
| Zakwaterowanie i gastronomia                                      | 3,3  | 29,6   | 33,0                                     | 8,3                                  |
| Informacja i komunikacja  | 10,3 | 41,5   | 40,8                                     | 8,3                                  |

\* Za kapitał nieoprocentowany przyjęto sumę zobowiązań handlowych i publicznoprawnych wykazanych w bilansach przedsiębiorstw;

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Rocznik 2014, s. 599; Bilansowe... 2014, s. 90].

Obecna sytuacja gospodarcza jest diametralnie inna. Utrzymująca się od kilku lat niska inflacja wpływa na kształt polityki pieniężnej i ostatecznie na koszt kapitału pożyczkowego. Podstawowe stopy procentowe NBP w latach 2012-2014 ilustruje poniższe zestawienie.

Data decyzji Rady Polityki Pieniężnej

|                      | 2014.10.09 | 2013.07.04 | 2012.12.06 |
|----------------------|------------|------------|------------|
| ▪ Stopa referencyjna | 2,00       | 2,50       | 4,25       |
| ▪ Stopa lombardowa   | 3,00       | 4,00       | 5,75       |
| ▪ Stopa depozytowa   | 1,00       | 1,00       | 2,75       |

Wartości średnie ceny pieniądza na warszawskim rynku międzybankowym (WIBOR) wynosiły w 2013 r. 3,6%, a w 2014 r. – tylko 2,78%. Uwzględniając nawet prowizje banków komercyjnych, należy uznać stopy procentowe za relatywnie niskie. Rentowność przedsiębiorstw w tym czasie była zdecydowanie wyższa. Uprawniona jest więc teza, że to nie cena pieniądza jest głównym czynnikiem wysokiego poziomu zobowiązań handlowych. Jest to względnie stały element polityki finansowej przedsiębiorstw, która prowadzi do zatorów płatniczych w gospodarce.

Jak wynika z tab. 3, zobowiązania z tytułu dostaw i usług stanowią ważne źródło finansowania głównie w przedsiębiorstwach mniejszych. W grupie spółek ko-

mandytowych, jawnych, cywilnych, partnerskich oraz komandytowo-akcyjnych stanowiły one w 2013 r. prawie 22% wszystkich pasywów.

Pojawia się tu istotne pytanie, jaka jest skala tego zjawiska na tle gospodarki europejskiej. Jak wynika z opublikowanego w 2014 r. raportu Bisnode D&B najgorsza sytuacja pod tym względem jest w Polsce i Portugalii. W Polsce zaledwie 30,5% faktur regulowanych jest na czas. Jednocześnie w Polsce blisko 11% faktur ma przedterminowanie powyżej 90 dni, w tym 8,7% powyżej 121 dni. Podobną sytuację obserwuje się tylko w Portugalii. Liderem tzw. moralności płatniczej jest Dania, w której ponad 87% faktur opłacanych jest w terminie, a pozostała część regulowana jest w terminie do 30 dni. Ponadto w Danii nie notuje się opóźnień w płatnościach handlowych dłuższych niż 90 dni. Na najlepszych miejscach w tym rankingu znajdują się również przedsiębiorcy w Niemczech i w krajach Beneluksu. Od lat gospodarki tych krajów uważane są za stabilne. Prawdopodobnie ten czynnik powoduje, że wykorzystywanie zobowiązań z tytułu dostaw i usług w celu poprawy zwrotu z kapitału odgrywa dużo mniejszą rolę niż w Polsce.

**Tabela 3.** Zobowiązania handlowe w przedsiębiorstwach wg formy prawnej w 2013 r. (%)

| Forma prawna przedsiębiorstwa  | Udział zobowiązań z tytułu dostaw i usług w: |                       |                                  |
|--|--|-----------------------|----------------------------------|
|  | pasywach ogółem                              | zobowiązaniach ogółem | zobowiązaniach krótkoterminowych |
| ▪ Spółki akcyjne   | 9,5  | 20,3                  | 42,3                             |
| ▪ Spółki z o.o.  | 14,3   | 29,4                  | 50,8                             |
| ▪ Osoby fizyczne i przedsiębiorstwa drobnej wytwórczości               | 18,4   | 40,9                  | 55,9                             |
| ▪ Spółki komandytowe, jawne, cywilne, partnerskie, komandytowo-akcyjne | 21,7   | 41,2                  | 57,5                             |

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Bilansowe... 2014, s. 103].

W raporcie zwrócono także uwagę na zasadniczo inne umiejscowienie zjawiska odraczania płatności. Otóż w krajach charakteryzujących się dużą moralnością płatniczą najlepszymi płatnikami są przedsiębiorstwa małe i mikro. Natomiast odraczanie płatności ma miejsce głównie w przedsiębiorstwach dużych. Polska natomiast niechlubną pozycję w rankingu zawdzięcza przede wszystkim przedsiębiorstwom małym i mikro. To właśnie one najdłużej zwlekają z płatnościami, nawet 120 dni i więcej. Dotyczy to w szczególności przedsiębiorstw funkcjonujących w rolnictwie, transporcie i handlu. Część firm nie reguluje zobowiązań świadomie. W taki sposób finansują swoją bieżącą działalność, dostają przecież nieoprocentowaną pożyczkę. Na tworzeniu zatorów płatniczych niektóre z nich odnoszą dodatkowe korzyści. Pieniądze, którymi powinny opłacić rachunki, umieszczają na oprocentowanych kontach [Biznes.Interia.pl, 25.02.2014].

Uwagi powyższe zbieżne są z wynikami własnych badań autora, które miały charakter studiów przypadku. Dotyczyły one dziesięciu przedsiębiorstw notowa-

nych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Przedsiębiorstwa zastrzegły sobie anonimowość, dlatego zamiast firmy podane są charakterystyki liczbowe oraz rodzaj prowadzonej działalności według Polskiej Klasyfikacji Działalności Gospodarczej. Jedno z pytań, jakie otrzymało każde przedsiębiorstwo, dotyczyło preferowanych źródeł finansowania krótkoterminowego. Mając do dyspozycji 100 punktów, przedsiębiorstwa rozdysponowały je zgodnie z rangą danego źródła w polityce finansowej (zob. tab. 4). Z wyjątkiem przedsiębiorstwa nr 1 zaklasyfikowanego do sekcji „handel hurtowy i detaliczny, naprawa pojazdów samochodowych” oraz przedsiębiorstwa nr 8 z sekcji „przetwórstwo przemysłowe” pozostałe wykazały, że wydłużanie płatności z tytułu dostaw i usług zajmuje istotne miejsce w ich polityce

**Tabela 4.** Polityka kapitału dłużnego krótkoterminowego

| Charakterystyka przedsiębiorstwa:<br>sekcja PKD, przychody ze sprzedaży (S)<br>i aktywa ogółem (A) w mln zł   | D/E  | Preferowane źródła finansowania<br>krótkoterminowego<br>w skali od 0 do 100 punktów |  |  |                 |
|---|------|---|--|--|-----------------|
|   |      | kredyt<br>bankowy   | wydłużenie<br>terminu<br>płatności<br>zobowiązań | kredyt<br>odbiorcy<br>(przedpłaty<br>i zaliczki) | inne            |
| 1. Handel hurt. i detal., naprawa poj.<br>S: pow. 1000 – 3000, A: pow. 1000 – 3000                            | 1,54 | 20  |  | 80   |                 |
| 2. Przetwórstwo przemysłowe<br>S: pow. 200 – 500, A: pow. 1000 – 3000   | 0,72 |   | 20   | 60   | 20 <sup>1</sup> |
| 3. Górnictwo i wydobywanie<br>S: pow. 1000 – 3000, A: pow. 1000 – 3000  | 0,43 | 100   |  |  |                 |
| 4. Przetwórstwo przemysłowe<br>S: pow. 500 – 1000, A: pow. 500 – 1000   | 0,41 | 50  | 45   | 5  |                 |
| 5. Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię<br>elektryczną, gaz, parę wodną in.<br>S: pow. 5000, A: pow. 5000    | 0,30 | 30  | 40   | 10   | 20 <sup>2</sup> |
| 6. Przetwórstwo przemysłowe<br>S: pow. 1000 – 3000, A: pow. 1000 – 3000                                       | 0,63 | 50  | 40   | 10   |                 |
| 7. Handel hurtowy i detaliczny, naprawa<br>pojazdów samochodowych<br>S: pow. 1000 – 3000, A: pow. 1000 – 3000 | 0,90 | 60  | 40   |  |                 |
| 8. Przetwórstwo przemysłowe<br>S: pow. 1000 – 3000, A: pow. 1000 – 3000                                       | 1,12 | 90  |  |  | 10 <sup>3</sup> |
| 9. Budownictwo<br>S: pow. 3000 – 5000, A: pow. 3000 – 5000  | 1,80 | 10  | 50   | 30   | 15 <sup>4</sup> |
| 10. Informacja i komunikacja<br>S: pow. 1000 – 3000, A: pow. 1000 – 3000                                      | 1,60 | 20  | 40   | 40   |                 |

<sup>1</sup> Fundusze unijne, <sup>2</sup> polityka egzekwowania i skracania terminów płatności od odbiorców, <sup>3</sup> faktoring należności, <sup>4</sup> pożyczka i emisja papierów wartościowych.

Źródło: opracowanie na podstawie własnych badań autora typu *case study* przeprowadzone w 2012 r.

finansowej. Co ciekawe, taka polityka finansowa ma miejsce bez względu na strukturę kapitału przedsiębiorstw. Pozostałe źródła finansowania, takie jak faktoring, emisja dłużnych papierów wartościowych czy agresywna windykacja należności mają znaczenie dużo mniejsze.

Kształtowanie relacji między aktywami obrotowymi i zobowiązaniami krótkoterminowymi określane jest jako polityka kapitału obrotowego. Jest to bowiem ten obszar działalności gospodarczej, który najbardziej zależy od bieżących decyzji przedsiębiorstwa. W przeciwieństwie do decyzji strategicznych związanych z zasobami trwałymi, kapitał obrotowy można monitorować, można nim sterować niezależnie od otoczenia makroekonomicznego [Havoutis 2003, s. 34]. Potwierdzeniem tego, że wysoki udział zobowiązań handlowych jest częścią polityki finansowej są odpowiedzi przedsiębiorstw dotyczące dopuszczalnego długu oprocentowanego. Według sześciu przedsiębiorstw udział tego kapitału w sumie bilansowej powinien mieścić się w przedziale od 20% do 40%, a według dwóch maksymalnie do 20%. Oznacza to, że przy danym kapitale własnym pozostałą część finansowania powinien zapewnić krótkoterminowy kapitał nieoprocentowany. Tylko dwa przedsiębiorstwa zadeklarowały granicę wyższą, tj. ok. 50%. Były to przedsiębiorstwa o najwyższym wskaźniku D/E.

### 3. Wpływ kosztu kapitału na decyzje inwestycyjne przedsiębiorstwa

Zagadnienie to wiąże się z alokacją kapitału w przedsięwzięcia rozwojowe przedsiębiorstwa. W celu oszacowania wartości projektu inwestycyjnego wykorzystuje się metody dyskontowe, których zastosowanie jest możliwe pod pewnymi warunkami. Pierwszym jest prognoza przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej. Drugim warunkiem jest oszacowanie wymaganej stopy zwrotu, którą w modelu wartości bieżącej projektu (NPV) przyjmuje się jako stopę dyskontową. Od wielkości tego parametru zależy wartość całego projektu. Im jest on wyższy, tym mniejsza wartość inwestycji i odwrotnie. Oznacza to możliwość popełnienia błędu decyzyjnego polegającego na odrzuceniu projektu dobrego lub realizacji projektu nieefektywnego.

Zarówno w teorii finansów, jak i w praktyce postuluje się, aby wymagana stopa zwrotu odzwierciedlała średni ważony koszt kapitału. Z reguły projekty inwestycyjne finansowane są kapitałem wieloskładnikowym. W tab. 5 zaprezentowano wypowiedzi badanych przedsiębiorstw na temat metody ustalania wymaganej stopy zwrotu do celów wyceny inwestycji. Okazuje się, że rzeczywiście najczęściej wykorzystuje się średni ważony koszt kapitału. Skoro wyraża on wymaganą stopę zwrotu z inwestycji, to zgodnie z równaniem (1) jej poziom zależy od stopy zwrotu z kapitału własnego. Im jest ona wyższa, tym wyższy poziom wymaganej stopy zwrotu z inwestycji. W skrajnym przypadku, gdy kapitał składa się wyłącznie z ka-

pitalu własnego, to stopa zwrotu z tego kapitału równa jest stopie zwrotu z kapitału całkowitego. Wynika to wprost z równania (2). Jeżeli

$$ROE = R_A + D/E(R_A - R_D),$$

to przy zerowym kapitale dłużnym zachowana jest równość  $ROE = R_A$ .

Zachodzi więc sprzeczność między dążeniem do wysokiej rentowności kapitału własnego a polityką rozwojową przedsiębiorstwa. Polega ona na tym, że działania zmierzające do wysokiego poziomu ROE przekładają się na wyższą wymaganą stopę zwrotu z inwestycji. W skrajnym przypadku może pojawić się sytuacja, że przy wysokiej stopie zwrotu przedsiębiorstwu trudno będzie znaleźć inwestycję, która dawałaby dodatnią lub przynajmniej zerową wartość NPV. Pojawia się więc „pułapka” rentowności, w którą może wpaść każde przedsiębiorstwo dążące do jak najwyższej stopy zwrotu z kapitału własnego.

**Tabela 5.** Podstawa określenia stopy dyskontowej w decyzjach inwestycyjnych

| Charakterystyka przedsiębiorstwa   | Stopa zwrotu z dotychczasowych inwestycji | Stopa zwrotu ROE | Średni ważony koszt kapitału | Rekomendacja instytucji finansowych |
|--|---|------------------|------------------------------|-------------------------------------|
| 1. Handel hurt. i detal., naprawa poj.<br>S: pow. 1000 – 3000, A: pow. 1000 – 3000                         |   | często           | często                       | rzadko                              |
| 2. Przetwórstwo przemysłowe*<br>S: pow. 200 – 500, A: pow. 1000 – 3000                                     |   |                  |                              |                                     |
| 3. Górnictwo i wydobywanie<br>S: pow. 1000 – 3000, A: pow. 1000 – 3000                                     |   |                  | zawsze                       | często                              |
| 4. Przetwórstwo przemysłowe<br>S: pow. 500 – 1000, A: pow. 500 – 1000                                      |   | rzadko           | zawsze                       |                                     |
| 5. Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną in.<br>S: pow. 5000, A: pow. 5000    |   |                  | często                       |                                     |
| 6. Przetwórstwo przemysłowe<br>S: pow. 1000 – 3000, A: pow. 1000 – 3000                                    | często                                    | często           | zawsze                       | rzadko                              |
| 7. Handel hurtowy i detaliczny, naprawa pojazdów samochodowych<br>S: pow. 1000 – 3000, A: pow. 1000 – 3000 |   |                  | zawsze                       | często                              |
| 8. Przetwórstwo przemysłowe<br>S: pow. 1000 – 3000, A: pow. 1000 – 3000                                    | rzadko                                    | często           | często                       | rzadko                              |
| 9. Budownictwo<br>S: pow. 3000 – 5000, A: pow. 3000 – 5000   |   |                  | zawsze                       |                                     |
| 10. Informacja i komunikacja<br>S: pow. 1000 – 3000, A: pow. 1000 – 3000                                   | często                                    | często           | często                       | rzadko                              |

\* Brak odpowiedzi.

Źródło: jak w tab. 4.

Presja na podnoszenie poziomu zysku wynika zarówno z długoterminowego celu korporacji, jak i z oczekiwanej przez akcjonariuszy dywidendy. Zysk na jedną akcję zalicza się do podstawowych wskaźników rynku kapitałowego właśnie dlate-



go, że jest ważnym czynnikiem realizacji tego celu, tj. powiększania wartości rynkowej przedsiębiorstwa. Z tego względu jest przedmiotem obserwacji i analizy ze strony potencjalnych inwestorów i dotychczasowych akcjonariuszy.

#### 4. Zakończenie

Odraczanie płatności zobowiązań handlowych wydaje się tylko pozornie łatwą drogą zwiększenia stopy zwrotu z kapitału własnego. Taka polityka finansowa może prowadzić do zachwiania proporcji między kapitałem własnym i obcym. O ile w krótkich okresach bezpieczny poziom płynności finansowej można zapewnić dzięki polityce kapitału obrotowego, o tyle w opcji długoterminowej konieczne jest wypracowanie nadwyżki przychodów nad kosztami działalności. W przeciwnym razie przedłużający się czas odraczania płatności zobowiązań będzie prowadził do kumulowania długu i pogorszenia się relacji z kontrahentami.

Omówione w artykule zagadnienia są tylko częścią uwarunkowań decyzji podejmowanych w przedsiębiorstwie. Inne przyczyny są na ogół znane. Z analiz funkcjonowania przedsiębiorstw, w szczególności sektora MŚP, wynika, że przyczynami małego zainteresowania krótkoterminowymi kredytami bankowymi są także: brak zabezpieczenia materialnego kredytu, wysoki koszt wyceny zabezpieczenia, małe możliwości znalezienia instytucji poręczających zdolność do spłaty kredytu itp. [Panfil (red.) 2008, s. 214]. W tych obszarach należy więc poszukiwać rozwiązań systemowych zmniejszających zjawisko „zatorów” płatniczych w gospodarce.

#### Literatura

- Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych w 2013 r., 2014, GUS.  
Biznes.Interia.pl.
- Brigham E.F., 1996, *Podstawy zarządzania finansami*, t. 3, PWE, Warszawa.
- Havoutis N., 2003, *Profitability in the Balance; Why Working Capital Management Matters*, AFP, vol. 23, no. 6.
- Panfil M. (red.), 2008, *Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa.
- Rocznik Statystyczny, 2014, GUS.
- Ross S.A., Westerfield R.W., Jordan B.D., 1999, *Finanse przedsiębiorstw*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa.
- Szczęsny W., 2005, *Uwarunkowania struktury finansowej przedsiębiorstw*, [w:] P. Karpuś, J. Węclawski (red.), *Przekształcenia rynku finansowego w Polsce*, t. II, UMCS, Lublin.