

Kluczowe czynniki wzrostu wartości ekonomicznej przedsiębiorstw branży odzieżowej

Sławomir Juszczyk, dr hab., prof. nadzw., Wydział Nauk Ekonomicznych SGGW w Warszawie

Michał Tymiński, dr, Wydział Nauk Społecznych, Uniwersytet Jana Kochanowskiego w Kielcach, Filia w Piotrkowie Trybunalskim

Słowa kluczowe: strategia rozwoju, ryzyko inwestycyjne, wartość ekonomiczna

Klasyfikacja JEL: D04, D21, D22

Wstęp

Szacowanie wartości przedsiębiorstwa w warunkach gospodarki rynkowej należy do zagadnień o kluczowym znaczeniu. Chodzi nie tylko o poznanie jego wartości, ale przede wszystkim o prestiż przedsiębiorstwa, a w wypadku spółek akcyjnych o cenę akcji. Informacja o wartości przedsiębiorstwa jest również istotna z punktu widzenia sposobu realizowania bieżących działań, zwłaszcza gdy strategia rozwoju zakłada maksymalizację wartości.

Zagadnieniem o realnym znaczeniu praktycznym jest identyfikacja czynników wpływających na wartość przedsiębiorstwa, w tym głównie czynników dochodowych. Wartość ewidencyjna majątku przedsiębiorstwa rzadko odzwierciedla jego rzeczywistą wartość ekonomiczną. Wartość bilansowa w momencie dokonywania wyceny może charakteryzować się niedoszacowaniem bądź przeszacowaniem. Ponadto wartość bilansowa przedsiębiorstwa ma charakter statyczny i nie zawiera informacji o przyszłych dochodach inwestora, co jest istotnym zagadnieniem.

Nowoczesne podejście do kreowania wartości przedsiębiorstwa zakłada świadome podejmowanie działań zorientowanych na jej zwiększanie i stabilizowanie w czasie. Z punktu widzenia właścicieli oznacza to realne pomnażanie ich kapitałów.

W dynamicznych warunkach gospodarki rynkowej szczególnego znaczenia w realizacji strategii maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa nabiera uwzględnienie ryzyka związanego z zagrożeniem skuteczności podejmowanych działań. Te dylematy stały się inspiracją do podjęcia próby ustalenia kluczowych determinant wartości przedsiębiorstw odzieżowych oraz oszacowania wartości przedsiębiorstw z uwzględnieniem ryzyka.

1. Cel i zakres badań

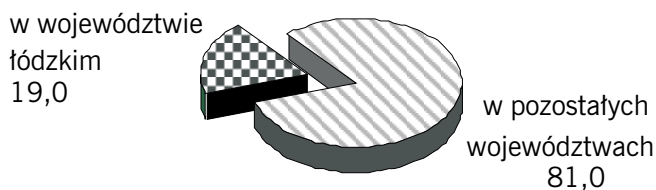
Celem głównym pracy było określenie kluczowych czynników wpływających na wartość ekonomiczną dużych i średnich przedsiębiorstw odzieżowych w województwie łódzkim. W ramach celu głównego przyjęto następujące zadania badawcze:

- 1) określenie strategii rozwoju realizowanych przez badane przedsiębiorstwa,
- 2) rozpoznanie zdolności przedsiębiorstwa do generowania strumieni pieniężnych,
- 3) ustalenie poziomu ryzyka inwestycyjnego w aspekcie wartości przedsiębiorstwa,
- 4) ustalenie wpływu struktury kapitału na wartość ekonomiczną przedsiębiorstwa odzieżowego,
- 5) ocena statystyczno-ekonometryczna kluczowych czynników wpływających na wartość ekonomiczną przedsiębiorstw odzieżowych.

W trakcie prowadzonych badań dokonano także rozpoznania czynników sprzyjających umacnianiu kondycji ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstw oraz poglądów pracowników na temat barier rozwoju badanych przedsiębiorstw.

Do badań przyjęto średnie i duże przedsiębiorstwa przemysłu odzieżowego, działające na terenie województwa łódzkiego.

Wybór województwa łódzkiego wynikał z dużej koncentracji przedsiębiorstw odzieżowych oraz długoletnich, sięgających XIX wieku, tradycji produkcji włókienniczo-odzieżowej w tym regionie. Przedsiębiorstwa województwa łódzkiego mają znaczący udział w kreowaniu rynku odzieżowego w Polsce. Z przeprowadzonych badań wynika, że 19% przedsiębiorstw omawianego przemysłu w Polsce ma swoją lokalizację na terenie województwa łódzkiego (rysunek 1.).

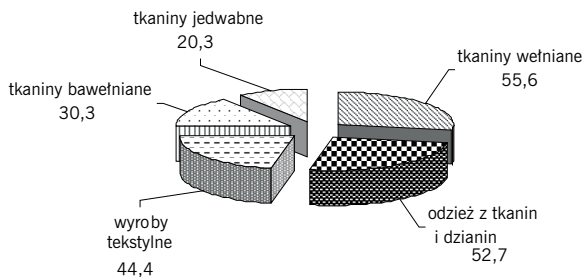


Rys. 1.

Przedsiębiorstwa odzieżowe w województwie łódzkim i w pozostałych województwach Polski w 2004 r. [%]

Źródło: [Urząd Marszałkowski w Łodzi, 2011].

Województwo łódzkie dominuje w kraju w produkcji niektórych wyrobów. Wyroby odzieżowe łódzkich przedsiębiorstw stanowią ponad 52% ubiorów produkowanych w Polsce (rysunek 2.).



Rys. 2.

Udział wybranych wyrobów włókienniczo-odzieżowych województwa łódzkiego w produkcji krajowej w 2004 r. [%]

Źródło: dane przedsiębiorstw.

Przemysł włókienniczo-odzieżowy jest tradycyjnie jednym z ważniejszych czynników rozwoju gospodarczego województwa łódzkiego. Nazwanie tego regionu „zagłębiem włókienniczym” jest wyrazem koncentracji produkcji wyrobów odzieżowych i włókienniczych na terenie regionu łódzkiego.

Zastosowano dobór celowy podmiotów, obejmując badaniem wszystkie średnie i duże przedsiębiorstwa odzieżowe w formie spółek kapitałowych w województwie łódzkim w liczbie 43 — według stanu na dzień 1 stycznia 2003 roku.

Jako podstawę doboru oprócz wielkości zatrudnienia przyjęto prowadzenie działalności na terenie województwa łódzkiego oraz połączone kryterium rocznych obrotów i sumy bilansowej zgodnie z Zaleceniem Komisji Europejskiej 2003/361/WE z dnia 6 maja 2003 r. Do średnich zaliczono przedsiębiorstwa, których obroty roczne mieściły się w przedziale 10–50 mln EUR i/lub których roczna suma bilansowa kształtowała się w granicach 10–43 mln EUR. Za duże przedsiębiorstwa uznano odpowiednio przedsiębiorstwa o obrotach rocznych powyżej 50 mln EUR i/lub o sumie bilansowej powyżej 43 mln EUR.

Do celów modelowania wartości przedsiębiorstwa wyodrębniono reprezentanta każdej grupy, tzw. przedsiębiorstwa modelowe. Wyboru przedsiębiorstw modelowych dokonano na podstawie analizy rozkładu rodzajów realizowanych strategii finansowania majątku obrotowego [Sierpińska, Wędzki, 1998, s. 106; Franc-Dąbrowska, 2008, s. 37]. Ponadto określono zależności między stosowaną strategią finansowania majątku obrotowego a sytuacją finansową tych przedsiębiorstw. Kształtowanie poziomu kapitału obrotowego netto, będącego różnicą wartości aktywów obrotowych i zobowiązań bieżących, związane jest z realizacją przez przedsiębiorstwo strategii finansowania majątku obrotowego. Podstawą oceny w tym zakresie jest wskaźnik udziału kapitału obrotowego netto w aktywach ogółem [Wasilewski, Zabolotnyy, 2009, s. 7].

Mając na uwadze osiągnięcie celu głównego pracy oraz zadań badawczych, wykorzystano informacje pochodzące z następujących materiałów źródłowych:

- dane GUS dotyczące przedsiębiorstw odzieżowych województwa łódzkiego;
- dane z lat 2003–2008 ujęte w sprawozdaniach finansowych przedsiębiorstw opublikowane w „Monitorze Polskim B”;
- informacje uzyskane bezpośrednio w wyniku badań własnych.

Informacje i materiały źródłowe zostały zebrane podczas kilkakrotnych wizyt bezpośrednich w badanych przedsiębiorstwach w latach 2007–2009 z wykorzystaniem kwestionariusza wywiadu. Wywiady przeprowadzone z kierownictwem przedsiębiorstw dotyczyły m.in. założeń strategicznego rozwoju, strategii kształtowania wartości ekonomicznej przedsiębiorstw, podporządkowania bieżących działań maksymalizacji wartości ekonomicznej, ustalania i monitorowania czynników kształtujących wartość przedsiębiorstwa, badań rynkowych i marketingowych. Równocześnie w wyniku rozmów odbytych z kierownictwem i/lub pracownikami pionu finansowo-księgowego była prowadzona weryfikacja materiałów źródłowych.

W pierwszym etapie badań empirycznych scharakteryzowano badane przedsiębiorstwa pod względem realizowanych strategii finansowania majątku obrotowego. W procedurze identyfikacji wykorzystano wskaźnik udziału kapitału obrotowego netto w aktywach ogółem. Jako pomocnicze uwzględniono wskaźniki rentowności aktywów (ROA), rentowności kapitału własnego (ROE), płynności finansowej $\left(\frac{M_o}{Zo_{kr}}\right)$ i mnożnika kapitału własnego $\left(\frac{A}{K_w}\right)$ [Czekaj, Dresler, 1997; Franc-Dąbrowska, 2008; Wędzki 2004].

W celu podziału przedsiębiorstw pod względem realizowanych strategii zastosowano metodę kwartyli [Hodun, 2010, s. 142; Sobczak, 1998, s. 38–42]. Umożliwia to podział badanych przedsiębiorstw w taki sposób, że:

- do strategii konserwatywnej (zachowawczej) zaliczono przedsiębiorstwa o wartościach wskaźnika niższych od kwartyla pierwszego dolnego (25% grupy),
- strategia agresywna wystąpiła w przedsiębiorstwach o wartościach wskaźnika większych od kwartyla trzeciego górnego (25% grupy),
- do strategii umiarkowanej zaliczono przedsiębiorstwa, dla których wartości analizowanych wskaźników były większe od pierwszego i mniejsze od trzeciego kwartyla (50% grupy).

Następnie dokonano wyboru przedsiębiorstw modelowych w obu grupach badanych przedsiębiorstw odzieżowych. W grupie przedsiębiorstw średnich dominującą strategią okazała się strategia umiarkowana, dlatego przyjęto, że przedsiębiorstwo modelowe charakteryzuje strategia umiarkowana. W grupie dużych natomiast, ze względu na małą liczebność (5 przedsiębiorstw), dokonano indywidualnej identyfikacji realizowanych strategii i ustalono, że

dominującą była strategia agresywna (80% grupy). Duże przedsiębiorstwo modelowe zatem charakteryzuje strategia agresywna.

Analizę danych empirycznych badanych przedsiębiorstw przeprowadzono z wykorzystaniem metod statystyki opisowej i matematycznej [Starzyńska, 2000, s.207–314; Gajda, 2004, s. 28–54].

Z metod statystyki matematycznej wykorzystano rachunek korelacji, a także regresji wielorakiej w modelach zysku brutto i cash flow do wyboru determinant wartości ekonomicznej przedsiębiorstwa. W procedurze szacowania wartości ekonomicznej wykorzystano modelowanie ekonometryczne oraz modelowanie optymalizacyjne [Czerwiński, 1982, s. 68–102; Trzaskalik, 1998, s. 56].

Wartość ekonomiczna (*EV*) wyraża się przez zdolność przedsiębiorstwa do generowania strumieni przepływów pieniężnych w przyszłości. Jest zatem wyrazem rynkowej oceny jakości przedsiębiorstwa.

Wyboru kluczowych czynników wzrostu wartości ekonomicznej wartości przedsiębiorstwa dokonano w kolejnych etapach analityczno-badawczych:

1. Analizie ekonometryczno-statystycznej poddano modele opisujące zmiany zysku netto, zysku brutto i cash flow dla każdej grupy badanych przedsiębiorstw. Wyboru zmiennych objaśniających dokonano w oparciu o dotychczasowy stan wiedzy przy zastosowaniu metody Hellwiga. W procesie weryfikacji tych modeli zbadano istotność parametrów strukturalnych stosując test *t*-Studenta i *F*-Snedecora przy poziomie istotności $\alpha = 0,05$, a także współczynnik determinacji R^2 . W wyniku oceny istotności statystycznej oszacowanych modeli [Hellwig, 1998, s. 218–226] ustalono, że modelem o największej istotności był model zysku brutto. Tym samym ustalono zbiór zmiennych niezależnych najsilniej oddziałujących na zmienną zależną. W warunkach badanych przedsiębiorstw były to kluczowe determinanty ich wartości.
2. Determinanty ustalone w pierwszym etapie wykorzystano do konstrukcji modelu maksymalizacji zysku postaci:

$$Z_{\max} = \max \left[S \left(\frac{K_o}{K_w}, A \right) - K \left(\frac{K_o}{K_w}, A \right) \right] \quad (1)$$

gdzie:

$S \left(\frac{K_o}{K_w}, A \right)$ — funkcja sprzedaży objaśniana relacją oraz wartością aktywów,

$K \left(\frac{K_o}{K_w}, A \right)$ — funkcja kosztów objaśniana relacją oraz wartością aktywów.

Model Z_{\max} może być podstawą sterowania kluczowymi determinantami w bieżących działaniach przedsiębiorstwa.

3. Trzeci etap obejmował ustalenie optymalnej wartości ekonomicznej przedsiębiorstw modelowych przy kryterium maksymalizacji zysku. W tym celu wykorzystano model:

$$[EV] = M_n * r + CF \frac{1 - \frac{1}{(1+r)^n}}{r} \quad (2)$$

$$r = WACC_{opt} = \frac{K_w}{K_{og}} k_w + \frac{K_o}{K_{og}} k_o (1 - T)$$

gdzie:

$WACC_{opt}$ — zoptymalizowany średnioważony koszt kapitału,

K_{og} — kapitał ogółem (całkowity),

K_w — kapitał własny,

K_o — kapitał obcy

k_o — koszt jednostkowy kapitału obcego,

k_w — koszt jednostkowy kapitału własnego,

M_n — majątek netto (aktywa netto),

CF — cash flow,

T — stopa podatkowa.

Dla porównania przeprowadzono szacowanie wartości przedsiębiorstw modelowych również w ujęciu księgowym. W zastosowanych procedurach obliczeniowych uwzględniono następujące kategorie wartości:

- wartość księgowa (BV) odzwierciedla wartość składników majątkowych ujętych w bilansie,
- zaktualizowana wartość księgowa ($[BV] \downarrow a$) wyraża sumę wartości składników majątkowych skorygowaną procentowo wskaźnikami [Janusz, Przędziecka, 1992, s. 39–40]¹:
 - a) zaktualizowana wartość należności (70% wartości księgowej),
 - b) zaktualizowana wartość zapasów (60 % wartości księgowej),
 - c) zaktualizowana wartość produkcyjnego majątku trwałego (80% wartości księgowej),
 - d) zaktualizowana wartość nieprodukcyjnego majątku trwałego (30% wartości księgowej),
 - e) gotówka (100 % wartości księgowej),
 - f) inne według oszacowań komisji.

Przytoczone wskaźniki stanowią ilustrację przykładowego podejścia do zaktualizowanej wartości księgowej przedsiębiorstwa i dotyczą roku 2008. Należy je traktować jako orientacyjne, w warunkach bowiem rozwijającej się gospodarki rynkowej wskaźniki te są dostosowywane do

¹ W pracy wykorzystano procedurę metodyczną wprowadzoną do praktyki w warunkach polskich w 1990 roku przez ówczesne Ministerstwo Przekształceń Własnościowych. Procedura ta, zgodnie z Ustawą o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych z dnia 13 lipca 1990 roku, określiła sposób ustalania ceny minimalnej i wywoławczej do celów sprzedaży przedsiębiorstw i stanowi kanwę metodyczną szacowania wartości przedsiębiorstw. Późniejsze akty prawne zmieniające wymienioną Ustawę wprowadziły zmiany w prawnych procedurach prywatyzacji i komercjalizacji przedsiębiorstw.

aktualnych warunków mikro i makroekonomicznych [Waśniewski, Skoczylas, 1993, nr 4 i 6];

- wartość progowa minimalna (P_{\min}) — wartość graniczna, pełni istotną rolę podczas negocjacji ceny sprzedaży przedsiębiorstwa; jest to poziom do jakiego można obniżyć cenę wyjściową w trakcie rokowań. Ostateczna bowiem cena sprzedaży, która w konsekwencji jest ceną rynkową, jest wynikiem negocjacji i może być niższa lub wyższa od ceny wyjściowej. Równocześnie cena sprzedaży powinna być ustalona na takim poziomie, aby minimalna kwota, jaką nabywca zapłaci za wyceniane przedsiębiorstwo, przekraczała 20% wartości kapitału zakładowego (funduszu założycielskiego i funduszu przedsiębiorstwa). Stąd formuła ceny sprzedaży miała postać:

$$P_S > Vgr_{\min} = \frac{0,2(F_Z + F_p)}{0,4} = 0,5(F_Z + F_p) \quad (3)$$

gdzie:

P_S — cena sprzedaży przedsiębiorstwa,

Vgr_{\min} — graniczna minimalna wartość progowa,

F_Z — wartość funduszu założycielskiego,

F_p — wartość funduszu przedsiębiorstwa.

W procedurze określania ceny sprzedaży uwzględniano ponadto wartość progową, która może wynikać z obowiązku zabezpieczenia środków na wypłatę dywidendy; stanowiła ona 110% funduszu założycielskiego przedsiębiorstwa:

$$P_S >> Vgr_{\min} = 1,1 \cdot F_Z \quad (4)$$

Od szacowanej wartości przedsiębiorstwa odejmuje się natomiast wartość ciężących na nim zobowiązań. Powoduje to zniżenie jego wartości. W przypadku transakcji sprzedaży zakłada się bowiem, że nabywca przejmuje w całości zobowiązania kupowanego przedsiębiorstwa. Wówczas minimalna wartość przedsiębiorstwa wynika z formuły:

$$V_{\min} = (A_Z - P_0) + W_{gr} \quad (5)$$

gdzie:

V_{\min} — minimalna wartość przedsiębiorstwa,

P_0 — suma wszystkich zobowiązań,

A_Z — zaktualizowana wartość aktywów,

W_{gr} — zaktualizowana wartość gruntów.

W wypadku przedsiębiorstw upadających kupujący nie zawsze jest skłonny przejąć zobowiązania. W procedurze określania wartości księgowej oddłużonego przedsiębiorstwa ma wówczas zastosowanie formuła powiększonej wartości aktywów netto o postaci:

$$V_{\min} = P_0 + k*(A_z - P_0) + W_{gr} \quad (6)$$

gdzie:

k — współczynnik modyfikacyjny [$k \in (60-90)\%$ wartości aktywów netto]
pozostałe oznaczenia jak w formule (5).

Ujęcie księgowo rzadko w prawidłowy sposób wyznacza wartość przedsiębiorstwa i powinno stanowić raczej punkt wyjścia do określenia realnej, tj. ekonomicznej, wartości przedsiębiorstwa [Janusz, Przeździecka, 1992, s. 17].

Ponadto dokonano pomiaru oceny wartości zagrożonej w odniesieniu do wartości księgowej oraz wartości ekonomicznej przedsiębiorstw odzieżowych. W tym celu wykorzystano miarę ryzyka *Value at Risk (VaR)*, co jest utożsamiane z polskim zwrotem *wartość zagrożona*, *wartość narażona na ryzyko* lub też *wartość ryzykowna*.

Wartość zagrożona jest to strata wartości taka, że prawdopodobieństwo jej osiągnięcia lub przekroczenia w zadanym okresie jest równe zadanemu poziomowi tolerancji [Jajuga 2009, s. 99].

VaR przedstawia z określonym prawdopodobieństwem potencjalny maksymalny poziom straty wartości w określonym przedziale czasu.

Liczbowe dane empiryczne przetworzono przy wykorzystaniu arkusza kalkulacyjnego Microsoft Excel. Proces modelowania wartości przedsiębiorstwa zobrazowano schematami oraz tabelami analitycznymi, które prezentują rozwiązanie optymalne z uwzględnieniem kierunku i siły wpływu ważniejszych czynników oddziałujących na wartość ekonomiczną badanych przedsiębiorstw.

2. Charakterystyka badanych przedsiębiorstw

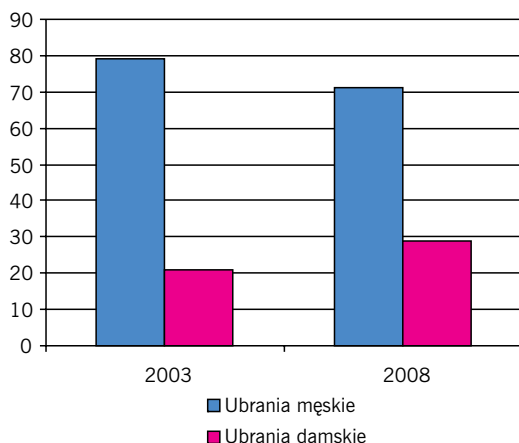
Branża odzieżowa zaliczana jest do przemysłu włókienniczego. Podstawowym materiałem wykorzystywanym w produkcji jest tkanina i dzianina produkowana głównie z włókien poliamidowych, bawełno- i wełnopodobnych.

Produkcja odzieży obejmuje trzy podstawowe fazy:

- a) produkcję tkanin i dzianin,
- b) uszlachetnianie tkanin i dzianin,
 - barwienie,
 - apreturowanie,
 - drukowanie,
- c) konfekcjonowanie.

Produkcja włókienniczo-odzieżowa jest zaliczana do typu produkcji seryjnej. Z punktu widzenia systemu organizacji produkcji dominuje system potokowy, niekiedy gniazdowy, głównie w formie potoku zsynchronizowanego w fazie krojenia i konfekcjonowania odzieży. Mając na uwadze organizację pracy, najczęściej występuje system pracy dwuzmianowej.

W strukturze produkcji występują typowe grupy asortymentowe, do których należą ubrania damskie i męskie. Na rysunku 3. przedstawiono zmiany w strukturze asortymentowej, jakie odnotowano w roku 2003 i 2008.

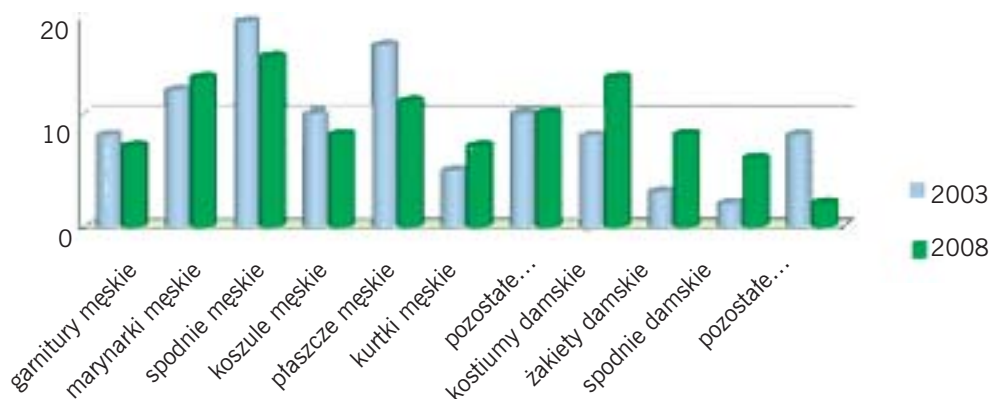


Rys. 3.

Struktura produkcji grup asortymentowych przedsiębiorstw odzieżowych województwa łódzkiego w 2003 i 2008 r. [%]

Źródło: badania własne.

Wymienione grupy produktów występowały w profilu produkcyjnym badanych przedsiębiorstw w całym okresie badawczym. Podkreślić należy tendencję zmniejszania się udziału ubrań męskich na rzecz damskich.



Rys. 4.

Struktura wartości wyrobów przedsiębiorstw odzieżowych województwa łódzkiego w 2003 i 2008 r. [%]

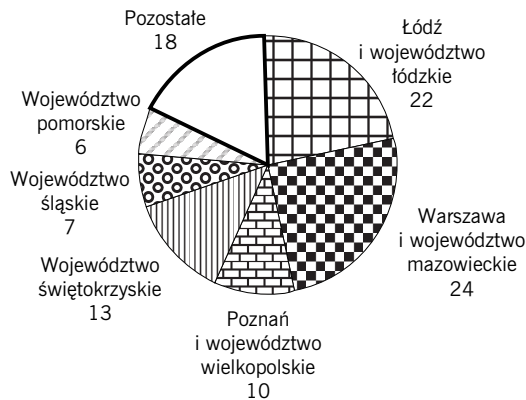
Źródło: dane GUS, dane przedsiębiorstw.

Wzrost udziału nowych asortymentów damskich był korzystny z punktu widzenia płynności finansowej przedsiębiorstwa odzieżowego. Damskie wyro-

by w połączeniu ze zjawiskiem sezonowości w tym segmencie rynku wpływały pozytywnie na przepływ strumieni materiałowych, stan zapasów i tym samym płynność finansową. Działalność produkcyjną przedsiębiorstw odzieżowych województwa łódzkiego w okresie badawczym charakteryzowała struktura wyrobów przedstawiona na rysunku 4.

Prezentowany na rysunku 4. zakres wyrobów jest atutem pozycji przedsiębiorstw łódzkich na rynku polskim. Tak szeroki asortyment towarów ma jednak swoje słabości. Nie wszystkie wyroby bowiem są w jednakowym stopniu opłacalne. Nie wszystkie też mogą być produkowane z taką samą łatwością i precyzją, jak tzw. wyroby tradycyjne. Wdrażanie nowych operacji technologicznych i związanych z nimi umiejętności jest procesem trudnym i kosztownym.

Ponad 60% sprzedaży krajowej dokonuje się na rynku lokalnym i w sąsiednich województwach. Na rysunku 5. przedstawiono geograficzną strukturę sprzedaży wyrobów odzieżowych produkowanych przez przedsiębiorstwa województwa łódzkiego. Podstawowe znaczenie dla rozwoju przedsiębiorstw odzieżowych regionu łódzkiego powinien mieć wzrost sprzedaży na rynku krajowym.



Rys. 5.

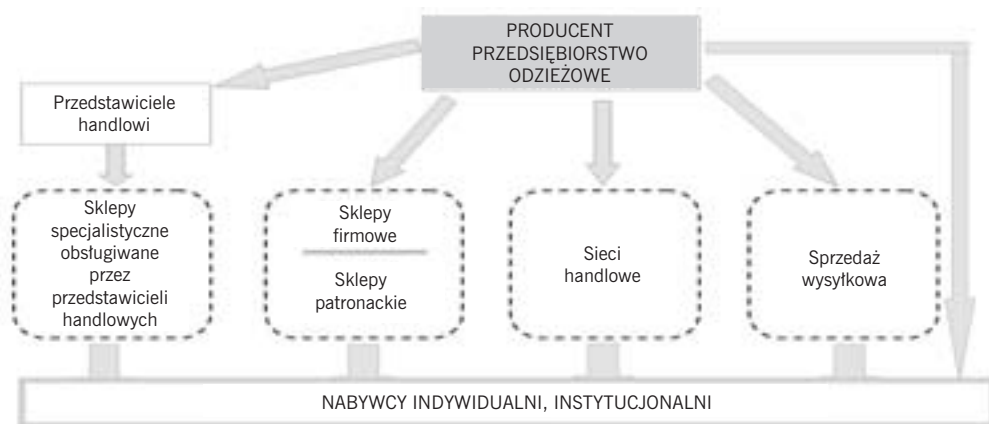
Kierunki sprzedaży krajowej przedsiębiorstw województwa łódzkiego w roku 2007 w ujęciu wartościowym [%]

Źródło: dane przedsiębiorstw, badania własne.

W ocenie przedsiębiorców postępujące zmiany stylu i poziomu życia znacznych grup społecznych, w tym także z mniejszych ośrodków miejskich, będą powodować sukcesywny wzrost sprzedaży polskiej odzieży. Teza ta stanowi podstawę projektowania kanałów dystrybucji i sieci punktów sprzedaży wyrobów odzieżowych. Procesy dystrybucji produktów odzieżowych wymagają realizacji efektywnych projektów logistycznych, warunkujących ich dotarcie w odpowiednim czasie do właściwego segmentu rynku.

W przypadku przedsiębiorstw odzieżowych w regionie łódzkim dystrybucja opiera się na mieszanym systemie, w którym występują sklepy firmowe, sklepy patronackie oraz sklepy specjalistyczne. System ten wspomagany jest

odpowiednim oprogramowaniem i logistyką. Na rysunku 6. przedstawiono wariant kanałów dystrybucji łódzkich przedsiębiorstw odzieżowych.

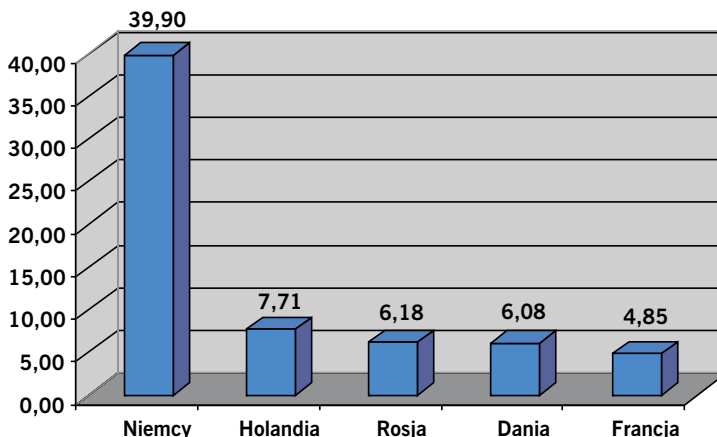


Rys. 6.

Kanały dystrybucji przedsiębiorstw odzieżowych

Źródło: dane przedsiębiorstw, badania własne.

W ocenie specjalistów od marketingu ogniwami o największym udziale w kanałach dystrybucji na terenie kraju były w okresie badawczym sklepy patronackie i sieci handlowe. W obsłudze rynku lokalnego dominowały sklepy patronackie, w mniejszym stopniu sklepy firmowe.



Rys. 7.

Ważniejsze kierunki eksportu wyrobów odzieżowych województwa łódzkiego w 2008 r. [%]

Źródło: dane przedsiębiorstw, badania własne.

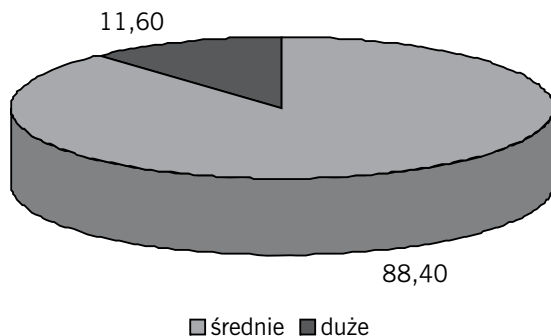
Według danych Centrum Informatyki Handlu Zagranicznego w okresie badawczym odnotowano znaczący udział eksportu przerobowego w całości

eksportu odzieży, było to ok. 70%. Wyroby odzieżowe łódzkich producentów sprzedawane były za granicą za pośrednictwem agentów, na podstawie zawartych umów.

Rytmiczność produkcji i sprzedaży odzieży wynikała przede wszystkim z sezonowości eksportu, głównie przerobowego. Kontrakty przerobowe były zawierane dwa razy w roku: w okresie październik–styczeń na sezon wiosenno-letni oraz w kwietniu i maju na sezon jesienno-zimowy. W okresach przerw w realizacji zamówień przerobowych realizowano produkcję i sprzedaż na rynek krajowy.

Eksport łódzkich wyrobów odzieżowych w 2008 roku był skierowany głównie do zachodniej części Europy, co zilustrowano na rysunku 7.

Warto podkreślić, że dla rynku krajowego badane przedsiębiorstwa odzieżowe nie realizowały produkcji na konkretne zamówienia, lecz wyłącznie na własne ryzyko. W celu dokładniejszej charakterystyki oraz pogłębienia analizy sytuacji ekonomiczno-finansowej branży odzieżowej w województwie łódzkim dokonano podziału próby badawczej na przedsiębiorstwa średnie i duże. Graficzny obraz struktury badanych przedsiębiorstw zaprezentowano na rysunku 8.



Rys. 8.

Struktura badanych przedsiębiorstw z podziałem na grupy [%]

Źródło: badania własne.

W założeniach rozwojowych przedsiębiorstw średnich dominowała strategia dystrybucji obok strategii finansowych i strategii marki. Co czwarte przedsiębiorstwo w tej grupie dążyło do wzmocnienia pozycji rynkowej przez strategię segmentacji rynku. Natomiast co piąte zakładało w programach rozwojowych ekspansję produktową na nowe rynki UE i rynki wschodnie. Na rysunku 9. zaprezentowano wybrane strategie łódzkich przedsiębiorstw odzieżowych.

Pozytywnym sygnałem w badanych przedsiębiorstwach było dążenie do zajęcia pozycji lidera na rynku odzieżowym. Dotyczyło to firm o wysokim poziomie zaawansowania nowoczesnych technologii i wyposażonych w maszyny produkcyjne najnowszej generacji. Docelowo badane przedsiębiorstwa

zamierzały zdominować rynek krajowy oraz zdobywać nowe rynki w Europie. W regionie łódzkim stanowiły one jedynie 7% producentów odzieży, ale uważa je należy za czynnik „rozpędzający” dla całej branży odzieżowej. Miało to związek z tworzeniem innowacji w przedsiębiorstwach. Zdaniem Opolskiego i Waśniewskiego jest to istotne gdyż jedne przedsiębiorstwa mają większą zdolność do tworzenia innowacji niż inne i właśnie te szczególnie innowacyjne przedsiębiorstwa są w stanie produktywnie wykorzystywać swoich pracowników do tworzenia innowacji [2007, s. 65–66].

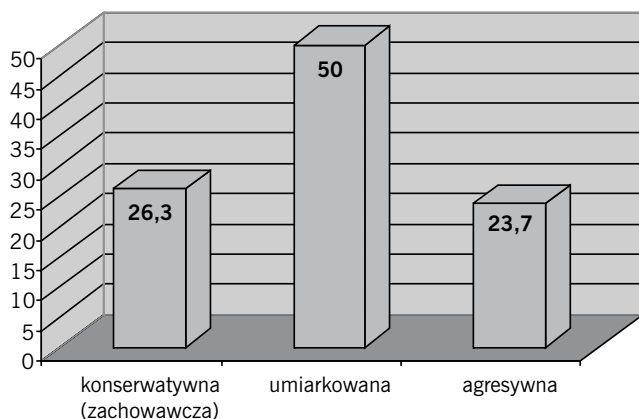


Rys. 9.

Wybrane rodzaje strategii badanych przedsiębiorstw [%]

Źródło: badania własne.

Średnie przedsiębiorstwa odzieżowe w liczbie 38 podzielono, ze względu na rodzaj realizowanych strategii finansowych, na trzy grupy (rysunek 10.).



Rys. 10.

Podział średnich przedsiębiorstw odzieżowych ze względu na rodzaj strategii finansowej

Źródło: badania własne.

Celem tej klasyfikacji było stwierdzenie dwóch aspektów: po pierwsze określenie rodzaju dominującej strategii finansowej w grupie średnich przedsiębiorstw odzieżowych i wybór przedsiębiorstwa modelowego oraz, po drugie, dokonanie oceny strategii realizowanej przez przedsiębiorstwo modelowe. Analogicznie w grupie dużych przedsiębiorstw odzieżowych (5 przedsiębiorstw) ustalono, że cztery przedsiębiorstwa wykazywały cechy strategii agresywnej, a jedno umiarkowanej, i dokonano wyboru przedsiębiorstwa modelowego.

W kolejnym etapie pracy podjęto próbę oszacowania wartości przedsiębiorstw modelowych.

3. Modelowanie wartości przedsiębiorstwa — wyniki badań

Złożoność kategorii wartości przedsiębiorstwa powoduje, że pomiar tej wartości może mieć charakter statyczny (odnosi się do posiadanych zasobów) lub dynamiczny (odnosi się do procesów gospodarczych skutkujących tworzeniem nowych wartości). Aspekt ekonomiczny wartości przedsiębiorstwa wiąże się z wielkością dochodu, jaką może ono przynieść właścicielowi w kolejnych okresach funkcjonowania w przyszłości [Juszczak, 2009, s. 59].

Pomiar wartości w ujęciu *ex post* w warunkach gospodarki rynkowej jest niewystarczający z punktu widzenia aktywności gospodarczej przedsiębiorstwa.

Czynnik czasu powoduje, że w konstrukcji rachunku ekonomicznego należy uwzględniać element aktualizacji nominalnej wartości przychodów generowanych przez przedsiębiorstwo w przyszłości. Z tego punktu widzenia pomiar w ujęciu *ex ante* przybiera postać pomiaru prognostycznego. Wielokryterialność pomiaru wartości przedsiębiorstwa w ujęciu dynamicznym znajduje odzwierciedlenie w modelu [EV] postaci (2).

W modelu [EV] występuje zarówno majątek przedsiębiorstwa, jak i jego zdolność do generowania dochodów pieniężnych w przyszłości. Powiązanie tych dwóch elementów w jedno kryterium odzwierciedla zakres wartości ekonomicznej przedsiębiorstwa jako całości. Obok wartości majątku uwzględniony jest również stopień zorganizowania przedsiębiorstwa i związany z nim stopień dochodowości [Juszczak, Tymiński, 2011, s. 82–83].

Działanie modelu [EV] ma charakter iteracyjny, co oznacza, że znajdowanie optymalnej wartości przedsiębiorstwa następuje dla kolejno określonych determinant wartości i obejmuje:

- a) wprowadzenie do modelu wybranych wielkości kształtujących wartość ekonomiczną, są to:
 - aktywa,
 - struktura kapitałowa wyrażona relacją K_o/K_w ,
 - wartość majątku netto,
 - stopa zwrotu określona średnioważonym kosztem kapitału,
 - wielkość amortyzacji;
- b) przyjęcie funkcji kryterialnej Z_{\max} postaci (1);

c) przyjęcie wartości brzegowej, którą (w warunkach średniego przedsiębiorstwa modelowego) jest najwyższa wartość dźwigni finansowej osiągnięta w okresie badawczym, tj. 0,0504 (z 2003 r.).

Otrzymane rozwiązanie szacowania wartości przedsiębiorstwa² jest zgodne z modelem postaci [Borowiecki i inni, 1998, s. 52]:

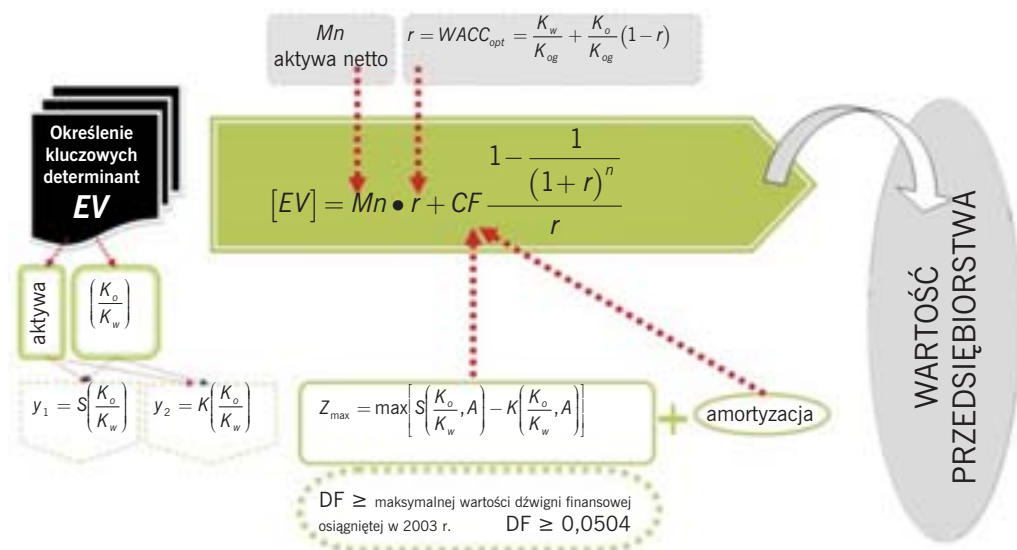
$$\max[EV] = Mn^* \cdot r + CF^* \frac{1 - \frac{1}{(1+r)^n}}{r} \quad (7)$$

gdzie:

* — oznacza wartości optymalne, pozostałe symbole jak w (2).

Procedurę obliczeniową realizuje program informatyczny w środowisku Windows, oparty na systemie Microsoft Excel. Umożliwia on obróbkę danych poprzez wykorzystanie arkusza kalkulacyjnego.

Ilustrację graficzną modelu [EV] w postaci algorytmu iteracyjnego przedstawiono na rysunku 11.



Rys. 11.

Schemat algorytmu optymalizacji EV

Źródło: koncepcja własna.

² Rozwinięcie tej problematyki znajduje się w artykule *Decyzyjny problem wyboru strategii rozwoju firmy*, w: *Systemy wspomagania organizacji SWO 2008*, praca zbiorowa pod red. T. Połębskiej-Miąc, M. Pańkowskiej i H. Sroki, wyd. Akademii Ekonomicznej im. K. Adamieckiego w Katowicach, Katowice 2008.

Z rysunku 11. wynika, że do rozwiązania modelu [EV] prowadzi ciąg relacji odwzorowujących matematyczne sekwencje rozważanego zagadnienia wartości ekonomicznej przedsiębiorstwa.

Należy jednak podkreślić, że prezentowana procedura szacowania wartości ekonomicznej jest obciążona elementami niepewności i ryzyka. Konsekwencją tego jest kilka kwestii, które towarzyszą szacowaniu wartości ekonomicznej. Dotyczy to:

- 1) prawidłowości oszacowania stopy dyskontowej umożliwiającej uwzględnienie zmian wartości kapitału w czasie,
- 2) trafności prognozy wielkości kształtujących przychody w kolejnych latach w przyszłości,
- 3) długości okresu prognozy, a tym samym okresu realnej zdolności przedsiębiorstwa do generowania dochodów.

Kompleksowość rachunku ekonomicznego dla określenia wartości ekonomicznej przedsiębiorstwa wymaga zatem uwzględnienia skali ryzyka [Kopańska, Kozłowska, 2006], odzwierciedlającego zmiany występujące zarówno w samym przedsiębiorstwie, jak i w otoczeniu rynkowym.

3.1. Ryzyko działalności gospodarczej a wartość przedsiębiorstwa

W zasadzie w każdej działalności gospodarczej występuje ryzyko i niepewność osiągnięcia oczekiwanego wyniku. Ryzyko można kwantyfikować, analizować i kontrolować, a przez jego identyfikację jest możliwe jego monitorowanie. Celem nadrzędnym analizy i oceny ryzyka jest ochrona przedsiębiorstwa przed nieakceptowanym poziomem strat.

Ryzyko oznacza niebezpieczeństwo wystąpienia niezgodnego z oczekiwaniami efektu gospodarczego (inwestycyjnego, finansowego). Słowo 'ryzyko' etymologicznie pochodzi od staro włoskiego *risicare*. Oznacza to: odważyć się. Tak zinterpretowane pojęcie ryzyka wiąże się raczej z wolnym wyborem decyzji niż z nieuchronnym przeznaczeniem.

Poza pojęciem ryzyka wyróżnia się stan niepewności. W literaturze przedmiotu określa się definicyjnie niepewność jako pojęcie niemierzalne *sensu stricto*, w odróżnieniu od ryzyka, które jest definiowane jako mierzalne przy pomocy prawdopodobieństwa [Ostrowska, 2002, s. 28].

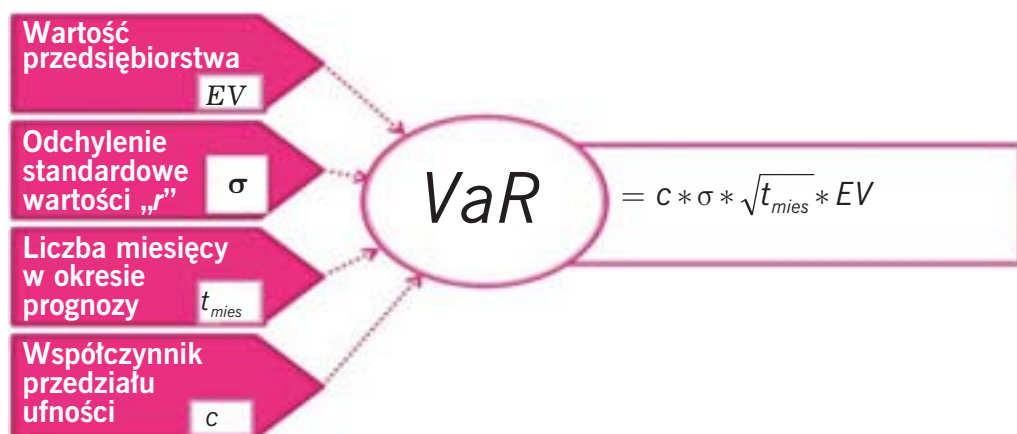
Do czynników kształtujących skalę i zakres ryzyka w przedsiębiorstwie można zaliczyć:

- rodzaj i charakter działalności gospodarczej oraz specyfikę branży, w której funkcjonuje przedsiębiorstwo; istotnym czynnikiem ryzyka niesystematycznego może być błędna ocena przyszłych uwarunkowań rynkowych, na przykład zawyżona prognoza popytu na produkowane wyroby, nietrafiona ocena zmian kosztów wytwarzania czy też nietrafna ocena marketingowa rynku;
- wielkość i strukturę majątku oraz źródła jego finansowania; ryzyko w tym zakresie może dotyczyć błędnej oceny rentowności inwestycji, które mogą

okazać się niemożliwe do zrealizowania, może też wystąpić ryzyko decyzji finansowych, na przykład zbyt odważnego kredytowania;

- formę organizacyjno-prawną przedsiębiorstwa; jest to czynnik istotny m.in. z punktu widzenia możliwości uczestnictwa przedsiębiorstwa w publicznym obrocie kapitałowym;
- jakość kadry zarządzającej oraz ryzyko właścicieli; przejawiać się może w błędnym przewidywaniu przez menedżera kształtowania się w przyszłości warunków konkurencyjnych na rynku. Ryzyko właścicieli natomiast może wynikać z niewystarczającego zainteresowania kierunkami rozwoju przedsiębiorstwa czy też z podejmowania błędnych decyzji strategicznych.

Pomocne w tym kontekście może być wykorzystanie audytu strategicznego. The Predictive Operational Risk Management Model identyfikuje ekspozycję na ryzyko w kontekście otoczenia biznesowego, zbiera informacje związane z operacjami finansowymi, wpływem na ową ekspozycję, bada i podsumowuje zakres produktów strategii odnoszących się do zarządzania ryzykiem [Opolski, Waśniewski, Wereda, 2009, s. 106]. W konsekwencji skala i zakres ryzyka mogą być zróżnicowane w poszczególnych przedsiębiorstwach. Jednym ze skuteczniejszych narzędzi oceny ryzyka jest *Value at Risk* (*VaR*), co jest utożsamiane z polskim zwrotem ‘wartość zagrożona’ lub też ‘wartość ryzykowna’ [Jajuga, 2009, s. 99]. *VaR* jest coraz częściej stosowaną miarą ryzyka. Przedstawia z określonym prawdopodobieństwem potencjalny maksymalny poziom straty w określonym przedziale czasu. Istotą *VaR* jest ocena straty, której prawdopodobieństwo w przyjętym okresie jest równe ustalonemu z góry poziomowi ufności α . Ze względu na właściwości interpretacyjne może być wykorzystana do pomiaru różnych rodzajów ryzyka. Na rysunku 12. ujęto ilustrację graficzną parametrów strukturalnych formuły *VaR*.



Rys. 12.

Parametry strukturalne *VaR*

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Jajuga, 2009, s. 101].

Należy dodać, że skalę straty określonej przy pomocy *Value at Risk* można wyrazić jako wartość absolutną bądź procentową wielkość w stosunku do wartości bazowej.

3.2. Określenie wartości przedsiębiorstw modelowych oraz wartości ryzykownej

Zgodnie z przyjętym algorytmem wartości ekonomicznej oszacowane funkcje sprzedaży i kosztów dla średniego przedsiębiorstwa modelowego mają postać odpowiednio:

$$y_1 = 114104,8 - 10,7257x_1 - 1086,96x_2 + 0,000428x_1^2 + 3,7586x_2^2$$

$$y_2 = 36868,64 - 0,8571x_1 + 229,8364x_2 + 0,0000992x_1^2 - 12,97091x_2^2$$

gdzie:

x_1 — wartość aktywów w tys. zł (A),

x_2 — relacja kapitału obcego do własnego w % $\left(\frac{K_o}{K_w}\right)$,

y_1 — wartość sprzedaży w tys. zł $S\left(\frac{K_o}{K_w}, A\right)$,

y_2 — koszty ogółem w tys. zł $K\left(\frac{K_o}{K_w}, A\right)$.

Maksymalizacja zysku w średnim przedsiębiorstwie modelowym powinna być uwarunkowana optymalnym wykorzystaniem kapitału obcego. W wyniku badań ustalono, że maksymalny poziom dźwigni finansowej $DF = 0,0504$ wystąpił w 2003 roku. Jako wartość graniczną przyjęto więc:

$$DF = \Delta ROE = -0,390899 + 0,0000309x_1 + 0,0041622x_2 \geq 0,0504$$

Stąd model optymalizacyjny zysku dla średniego przedsiębiorstwa modelowego ma postać:

$$\begin{aligned} Z &= (114104,8 - 10,7257x_1 - 1086,96x_2 + 0,000428x_1^2 + 3,758x_2^2) - \\ &\quad - (36868,64 - 0,8571x_1 + 229,8364x_2 + 0,0000992x_1^2 - 12,9709x_2^2) = \\ &= 77236,16 - 9,8986x_1 - 1316,79x_2 + 0,0003288x_1^2 + 16,7295x_2^3 \end{aligned}$$

Rozwiązaniem modelu Z są optymalne wartości czynników maksymalizujących zysk:

x_1^* (aktywa ogółem) = 14 998,0 tys. zł,

x_2^* (struktura kapitałowa) = 39,357 %,

y_1^* (sprzedaż) = 49 087,6 tys. zł,

y_2^* (koszty) = 46 416,1 tys. zł,

Z^* (zysk ze sprzedaży) = 2671,51 tys. zł,

zysk netto = 1368,81 tys. zł,

DF^* (dźwignia finansowa) = 0,07419.

Dla określenia wartości ekonomicznej średniego przedsiębiorstwa modelowego wykorzystano dane empiryczne oraz model [EV]:

$$EV = 10762,18 \cdot 0,1136 + 1950,12 \cdot \frac{1 - \frac{1}{(1 + 0,1136)^2}}{0,1136} =$$

$$= 1223,44 + 1950,12 \cdot 1,7043 = 1223,44 + 3323,59 = 4547,03 \text{ (tys. zł)}$$

w którym, przy $T = 19\%$:

$$r = WACC_{opt} = \frac{10762,18}{14997,86} \cdot 0,127 + \frac{4235,68}{14997,86} \cdot 0,10(1 - 0,19) =$$

$$= 0,72 \cdot 0,127 + 0,28 \cdot 0,10 \cdot 0,81 = 0,091 + 0,02268 = 0,11368 = r_{opt}$$

Optymalna wartość średniego przedsiębiorstwa modelowego wynosi 4 547 030 zł. Na mocy formuły VaR (rys. 12.):

$$VaR = 1,65 \cdot 0,0547 \cdot \sqrt{12} \cdot 4547,03 = 0,3127 \cdot 4547,03 = 1421,86 \text{ tys zł}$$

Oznacza to, że udział wartości ryzykowej w obliczonej wartości ekonomicznej średniego przedsiębiorstwa modelowego wynosi:

$$1421,86 : 4547,03 = 0,3127 = 31,2\%$$

Warto dodać, że jest to poziom niższy od przeciętnego poziomu $\overline{VaR} = 37,1\%$ w grupie średnich przedsiębiorstw odzieżowych (tabela 4.) o strategii umiarkowanej. Wartość ekonomiczna przedsiębiorstwa oszacowana w oparciu o model optymalizacyjny jest wartością optymalną. Równocześnie struktura determinant wartości oraz czynników dodatkowych jest ukształtowana w sposób optymalny. Oznacza to, że zastosowanie procedur optymalizacyjnych w szacowaniu wartości ekonomicznej przedsiębiorstwa odzieżowego skutkuje pozytywnymi zmianami w wykorzystaniu posiadanych zasobów kapitałowych i może prowadzić do obniżenia wartości ryzykowej. Podobne były rezultaty optymalizacji wartości ekonomicznej przedsiębiorstwa dużego. Poprawa alokacji kapitału w dużym przedsiębiorstwie odzieżowym mogła prowadzić do obniżenia poziomu VaR do 30,3% (tabela 3.). Był to poziom znacząco niższy od przeciętnego poziomu ryzyka w grupie dużych przedsiębiorstw, który wynosił 54,5% (tabela 4.).

Uwzględniając powyższe, można wstępnie uznać, że w przedsiębiorstwach odzieżowych powinna być prowadzona ocena poziomu ryzyka. Ocena ta powinna być podstawą decyzji dotyczących sposobu wykorzystania posiadanego kapitału. Wyniki przeprowadzonych badań pozwalają na stwierdzenie, że zastosowanie miary VaR do oceny ryzyka pozwala na poprawę alokacji kapitału w przedsiębiorstwie odzieżowym.

Wielkości otrzymane w wyniku procesu optymalizacji wartości ekonomicznej średniego przedsiębiorstwa modelowego zawarto w tabeli 1.

Tabela 1.

Determinanty wartości ekonomicznej średniego przedsiębiorstwa modelowego — wyniki optymalizacji

Czynniki determinujące wartość przedsiębiorstwa oraz ryzyka	Wartości optymalne	Operatory sterowania	Ryzyko VaR
Aktywa	14 998 tys. zł	↘	1421,86 tys. zł (31,2%)
Relacja Ko/Kw	39,36%	↗	
Kapitał własny	10 762 tys. zł	↘	
Zysk netto	1369 tys. zł	↗	
Cash flow	1950 tys. zł	↗	
Dźwignia finansowa	7,42%	↗	
ROE	12,72%	↗	
ROS	2,79%	↗**)	
r (WACC)	9,44%	↗	
Wartość ekonomiczna przedsiębiorstwa	4547,03 tys. zł	X	

***) obrazuje słabe, relatywnie do pozostałych, oddziaływanie na wartość przedsiębiorstwa
Źródło: badania własne.

Z modelu optymalizacyjnego wynikają kluczowe czynniki oddziałujące na wartość ekonomiczną średniego przedsiębiorstwa odzieżowego. Graficznym ich wyrazem są strzałki pokazujące kierunek oddziaływania poszczególnych determinant na wartość ekonomiczną przedsiębiorstwa. Wzrost wartości średniego przedsiębiorstwa modelowego w oparciu o model ekonomiczny powinien być stymulowany przez sterowanie determinantami ujętymi w tabeli 1. W tabelach 2. i 3. zamieszczono natomiast oszacowane wartości: ekonomicznej i księgowej przedsiębiorstw modelowych oraz poziom VaR.

Tabela 2.

Zestawienie porównawcze wartości ekonomicznej i księgowej dla średniego przedsiębiorstwa modelowego

Wartość przedsiębiorstwa według modeli szacowania (tys. zł)	Ryzyko (VaR)
Model optymalizacyjny [wartość ekonomiczna] 4 547,03	<u>1421,8 (tys. zł)</u> 31,2 (%)
Model księgowy [wartość księgowal] 7 584,80	<u>528,9 (tys. zł)</u> 6,9 (%)

Źródło: badania własne.

Wyniki badań ujęte w tabeli 2. świadczą o niskiej jakości rynkowej średniego przedsiębiorstwa modelowego. Wartość szacowana modelem księgowym przewyższała bowiem wartość z modelu ekonomicznego. Ponadto z pro-

gnozy krótkookresowej wynika, że wartość ekonomiczna była obciążona znacząco wyższym ryzykiem (31,2%) niż wartość księgowa (6,9%). Jednak przyjęcie modelu księgowego jako podstawy strategii rozwoju przedsiębiorstwa byłoby nieracjonalne, gdyż nie uwzględnia on istotnych czynników o charakterze rynkowym, na przykład sprzedaży.

W przypadku przedsiębiorstwa dużego wartość szacowana modelem księgowym także przewyższa wartość z modelu ekonomicznego. Różnica ta jest jednak mniejsza, niż w przypadku przedsiębiorstwa średniego (tabela 3.).

Tabela 3.

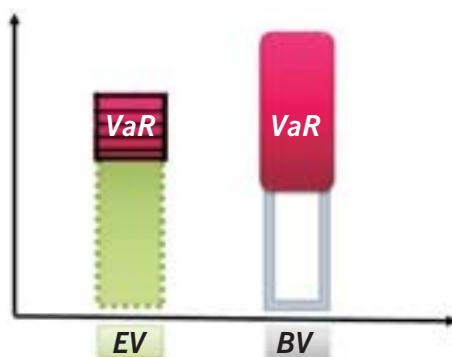
Zestawienie porównawcze wartości ekonomicznej i księgowej dla dużego przedsiębiorstwa modelowego

Wartość przedsiębiorstwa według modeli szacowania (tys. zł)	Ryzyko VaR %
Model optymalizacyjny [wartość ekonomiczna] 31 155,5	9438,1 (tys. zł) 30,3 (%)
Model księgowy [wartość księgowal] 34 934,7	19 009,4 (tys. zł) 54,4 (%)

Źródło: badania własne.

Wartość księgowa jednak jest obciążona znacząco wyższym ryzykiem (54,4%), niż wartość ekonomiczna (30,3%). W takiej sytuacji duże przedsiębiorstwo powinno raczej planować działalność gospodarczą, uwzględniając model optymalizacyjny, który jest mniej ryzykowny. Ocena jakości rynkowej dużego przedsiębiorstwa modelowego wypada korzystniej w porównaniu do przedsiębiorstwa średniego.

Interpretację graficzną VaR w odniesieniu do wartości ekonomicznej i księgowej przedsiębiorstwa przedstawiono na rysunku 13.



Rys. 13.

Wartość ekonomiczna, wartość księgowa i VaR — interpretacja graficzna

Źródło: koncepcja własna.

Prezentowane procedury określania wartości księgowej i ekonomicznej zastosowano do oszacowania wartości wszystkich badanych przedsiębiorstw odzieżowych. Otrzymane rezultaty pozwoliły dokonać syntetycznej oceny porównawczej z uwzględnieniem rodzaju realizowanej strategii finansowej. Należy dodać, że w oszacowaniu wartości wszystkich przedsiębiorstw zrezygnowano z optymalizacji wartości poszczególnych przedsiębiorstw. Modelowanie optymalizacyjne wiąże się bowiem z uwzględnieniem indywidualnych, często specyficznych czynników będących determinantami wzrostu wartości przedsiębiorstwa, wyłonionych w procesie analitycznym. Dla zachowania warunków porównywalności oszacowano więc wartość księgową i ekonomiczną oraz *VaR* badanych przedsiębiorstw, przyjmując determinanty ustalone w wyniku analizy statystyczno-ekonometrycznej dla przedsiębiorstw modelowych. Zestawienie otrzymanych wyników ujęto w tabeli 4.

Tabela 4.

Wartość księgowa, wartość ekonomiczna i wartość ryzykowna badanych przedsiębiorstw według rodzaju strategii finansowych (średnio na przedsiębiorstwo)

Wyszczególnienie	\overline{BV} Wartość księgowa przedsiębiorstwa (przeciętna)	\overline{EV} Wartość ekonomiczna przedsiębiorstwa (przeciętna)	\overline{VaR} księgowa (przeciętna)	\overline{VaR} ekonomiczna (przeciętna)
Przedsiębiorstwa średnie	9780,6	8716,2	3209,6 (32,8%)	3045,8 (34,9%)
Strategia konserwatywna (zachowawcza) [Z]	3488,5	10 018,4	105,3 (3,2%)	2543,7 (25,4%)
Strategia umiarkowana [U]	12 862,6	10 107,4	4002,6 (31,1%)	3743,4 (37,1%)
Strategia agresywna [A]	10 265,2	4332,4	4984,8 (48,5%)	2131,2 (49,2%)
Przedsiębiorstwa duże	64 502,2	37 758,2	29 613,7 (45,9 %)	20 582,9 (54,5%)

Źródło: badania własne.

Zaobserwowano, że w średnich przedsiębiorstwach realizujących strategię agresywną wystąpił najwyższy przeciętnie poziom ryzyka. Było to charakterystyczne zarówno dla wartości księgowej (48,5%), jak i wartości ekonomicznej badanych przedsiębiorstw (49,2%).

W dużych przedsiębiorstwach, gdzie dominowała strategia agresywna, wartość ekonomiczna przedsiębiorstwa modelowego oszacowana zgodnie z procedurą optymalizacji charakteryzowała się najniższym poziomem wartości zagrożonej (30,3%) przy przeciętnej wartości $\overline{VaR} = 54,5\%$. Z kolei dla wartości księgowej tego przedsiębiorstwa wystąpił znaczący poziom ryzyka

(54,4%) przy średniej wartości $\overline{VaR} = 45,9\%$ dla wartości księgowej w grupie dużych przedsiębiorstw.

Relatywnie wysoki poziom VaR w tej grupie badanych przedsiębiorstw jest jednym z argumentów wskazujących na potrzebę odchodzenia od strategii ofensywnej na rzecz defensywnej, jako stabilniejszej w warunkach łódzkich przedsiębiorstw odzieżowych.

Podsumowanie i wnioski

Przeprowadzone badania dotyczą kluczowych czynników oddziałujących na wartość przedsiębiorstw odzieżowych z terenu województwa łódzkiego. Uzyskane wyniki nie mogą być jednak uogólnione na całą populację przedsiębiorstw odzieżowych w Polsce. Mogą natomiast stanowić ilustrację działań wspomagających wzrost wartości przedsiębiorstw odzieżowych. Umożliwiają również wskazanie istotnych w obecnych uwarunkowaniach gospodarczych czynników dla kreowania wartości przedsiębiorstw polskich z tej branży i jej maksymalizacji.

Pojęcie wartości przedsiębiorstwa jest wieloznaczne oraz wielokryterialne. Wynika to ze stopnia złożoności samego pojęcia wartości oraz zróżnicowania sposobu jej pomiaru. W związku z tym podjęto próbę identyfikacji pojęcia wartości i czynników ją kreujących w warunkach przedsiębiorstw odzieżowych prowadzących działalność na terenie województwa łódzkiego. Oszacowano wartość ekonomiczną przedsiębiorstw modelowych w ujęciu optymalnym przy kryterium maksymalizacji zysku.

Ocena rezultatów przeprowadzonego procesu badawczego może być podstawą do sformułowania następujących wniosków:

1. W okresie badawczym, tj. w latach 2003–2008, przedsiębiorstwa odzieżowe charakteryzowały się zróżnicowaniem pod względem realizowanych strategii finansowych. Z przeprowadzonych badań wynika, że średnie przedsiębiorstwa tej branży finansowały się w większym zakresie kapitałem obcym niż własnym. Z kolei w grupie dużych przedsiębiorstw stwierdzono większe finansowanie się kapitałem własnym. Udział tego kapitału w tej grupie w latach 2003–2008 kształtował się na poziomie od 50 do 67%. Tym samym przedsiębiorstwa duże miały korzystniejsze warunki redukcji ryzyka kredytowego. Stwierdzono równocześnie tendencję wzrostu zadłużenia w grupie średnich przedsiębiorstw, mimo trudności w kredytowaniu i związanych z tym kosztów finansowych, a w konsekwencji — wzrostu ryzyka nadmiernego zadłużenia. Obie grupy badanych przedsiębiorstw odzieżowych utrzymywały płynność finansową na zadowalającym poziomie wyrażając ją wskaźnikiem płynności ogólnej. Przedsiębiorstwa średnie charakteryzowały się wzrostem płynności w badanym okresie, tendencję spadkową natomiast w tym względzie stwierdzono w dużych przedsiębiorstwach. Wystąpiły symptomy pogorszenia się gospodarowania aktywami obrotowymi. Wskaźnik płynności szybkiej w obu grupach przedsię-

biorstw kształtował się na niskim poziomie, tj. poniżej 1,0. Potwierdzało to trudności z wywiązywaniem się z zobowiązań krótkoterminowych.

2. Stwierdzono, że w okresie badawczym wystąpiła zmienność czynników kształtujących zysk brutto. Ocenie poddano wstępnie 26 zmiennych, spośród których wyselekcjonowano następujące kluczowe zmienne objaśniające: *sprzedaż, koszty, aktywa trwałe, aktywa obrotowe, relacja Ko/Kw, kapitał własny, kapitał obcy, należności, zapasy, produktywność aktywów*. Nie wszystkie zmienne objaśniające występowały jednocześnie w poszczególnych latach okresu badawczego. Stwierdzono brak wyraźnych trendów w wielkości współczynnika regresji poszczególnych zmiennych w latach 2003–2008. W poszczególnych latach badań dwie zmienne objaśniające występowały stale w oszacowanych modelach. Są to: zmienna x_2 — koszty oraz x_8 — kapitał obcy. Wartość współczynnika regresji dla tych zmiennych istotnie się zmieniała. Może to świadczyć zarówno o zmienności warunkowań ekonomiczno-organizacyjnych rynku wyrobów odzieżowych w Polsce, jak i zmienności warunków finansowania kapitałem obcym. Wskazuje to również na konieczność dostosowywania się badanych przedsiębiorstw do bieżącej sytuacji i potrzeb rynkowych. Mogło to wynikać także z braku stałych zamówień ze strony rynku i tym samym braku stabilności w prowadzeniu efektywnej strategii finansowej. Potwierdzeniem tego stanu może być znaczący udział tzw. eksportu przerobowego, polegającego na realizowaniu produkcji z wykorzystywaniem materiałów powierzonych według ustalonych wzorów w oparciu o długoterminowe umowy ze zlecniodawcami zagranicznymi. Mimo naturalnego ograniczenia samodzielności produkcyjnej i asortymentowej eksport przerobowy stwarzał warunki względnego bezpieczeństwa przedsiębiorstw odzieżowych w analizowanym okresie.
3. Badania wykazały brak systematycznych działań ze strony zarządów w kierunku kreowania wartości ekonomicznej. Zwiększanie wartości przedsiębiorstwa odzieżowego wymaga zidentyfikowania istotnych obszarów sterowania i określania zakresu działań stymulujących przyrost wartości. Mogą one dotyczyć źródeł zarówno wewnętrznych, jak i zewnętrznych. Zastosowanie modelu optymalizacyjnego pozwoliło stwierdzić, że punktem wyjścia do maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa może być maksymalizacja zysku, jednakże maksymalna wartość przedsiębiorstwa nie jest pewna ze względu na ryzyko zbytu w aspekcie cen gwarantujących opłacalność produkcji.
4. Ważnym celem badań było ustalenie poziomu ryzyka nieosiągnięcia wartości maksymalnej przedsiębiorstwa przy zastosowaniu *VaR*. Znajomość skali tego ryzyka może stanowić kryterium decyzji o wyborze alternatywnych ścieżek pomnażania wartości przedsiębiorstwa, na przykład przez zaangażowanie posiadanego kapitału w inwestycje finansowe lub zmianę asortymentu, a tym samym dywersyfikację działalności i obniżenie ryzyka.
5. Badania ujawniły, że przedsiębiorstwa odzieżowe w województwie łódzkim realizowały w latach 2003–2008 produkcję na rynek krajowy bez pre-

czyjnego doboru asortymentu. Prowadziło to do nieopłacalności niektórych asortymentów. Stwierdzono ponadto, że rentowność pozostałych pozycji asortymentowych była w tym okresie zbyt niska, by pokryć ogółem te niekorzystne relacje. Przedsiębiorstwa powinny prowadzić badania marketingowe w zakresie umożliwiającym podejmowanie trafniejszych decyzji w zakresie planowania produkcji.

6. Rozwiązania modelowe dla średnich przedsiębiorstw odzieżowych pozwalają na stwierdzenie, że wzrost ich wartości może być wynikiem optymalnej struktury czynników maksymalizujących zysk. Kluczowymi determinantami ekonomicznej wartości przedsiębiorstwa były: aktywa, relacja Ko/Kw , dźwignia finansowa, a także cash flow. Określenie optymalnych wartości tych czynników pozwoliło oszacować wartość ekonomiczną średniego przedsiębiorstwa ($EV = 4547,0$ tys. zł). Ponadto w wyniku przeprowadzonej optymalizacji obciążenie ryzykiem oszacowanej wartości ekonomicznej wyniosło $VaR = 31,2\%$ i było mniejsze, niż przeciętny poziom ryzyka w grupie średnich przedsiębiorstw ($\overline{VaR} = 37,1\%$). Stwierdzono też, że wartość księgowa średniego przedsiębiorstwa modelowego była blisko dwukrotnie wyższa od wartości ekonomicznej. Jednak wartość w ujęciu księgowym powinna stanowić uzupełniającą kategorię wartości, przede wszystkim ze względu na brak jej bezpośredniego powiązania z rynkiem. Wartość księgowa nie uwzględnia istotnych czynników o charakterze rynkowym. Przedsiębiorstwa powinny raczej koncentrować uwagę m.in. na sterowaniu kluczowymi czynnikami wzrostu wartości ekonomicznej.

Bibliografia

- Borowiecki R., Jaki A., Kaczmarek J., 1998, *Metody i procedury wyceny przedsiębiorstw i ich majątku*, Wydawnictwo Profesjonalnej Szkoły Biznesu, Kraków.
- Czerwiński Z., 1982, *Matematyczne modelowanie procesów ekonomicznych*, PWN, Warszawa.
- Franc-Dąbrowska J., 2008, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw*, Wyd. SGGW, Warszawa.
- Gajda J. B., 2004, *Ekonometria. Wykład i łatwe obliczenia w programie komputerowym*, Wyd. C.H. Beck, Warszawa.
- Hellwig Z., 1998, *Elementy rachunku prawdopodobieństwa i statystyki matematycznej*, PWN, Warszawa.
- Hodun M., 2010, *Rentowność przedsiębiorstw przemysłowych w zależności od strategii zarządzania kapitałem obrotowym netto*, „Zeszyty Naukowe SGGW” nr 81.
- Jajuga K., 2009, *Zarządzanie ryzykiem*, PWN, Warszawa.
- Janusz T., Przeździecka M., 1992, *Szacowanie wartości firmy w warunkach polskich*, Wyd. Res Polonia, Łódź 1992.
- Juszczyk S., 2009, *Sposoby racjonalizowania produkcji, szanse i zagrożenia*, „Roczniki Nauk Rolniczych”, Warszawa.
- Juszczyk S., Tymiński M., 2011, *Wybrane metody w ocenie efektywności strategii produktowych w aspekcie wzrostu wartości firmy*, Wyd. UG, Gdańsk.
- Kopańska A., Kozłowska A., 2006, *Szukamy sposobów na kłopoty z podziałem ryzyka*, „Rzeczpospolita” z 9 czerwca. Warszawa.

- Opolski K., Waśniewski K., 2007, *Wdrożenie systemu zapewnienia jakości. Metody TQM jako proces innowacyjny w przedsiębiorstwie*, „*Ekonomia*” nr 18, Warszawa.
- Opolski K., Waśniewski K., Wereda M., 2009, *Audyt strategiczny jako szansa na poprawę pozycji rynkowej firmy*, Wyd. CeDeWu, Warszawa.
- Ostrowska E., 2002, *Ryzyko projektów inwestycyjnych*, PWE, Warszawa.
- Sierpińska M., Wędzki D., 1998, *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa.
- Sobczyk M., 1998, *Statystyka*, PWN, Warszawa.
- Starzyńska W., 2000, *Statystyka praktyczna*, PWN, Warszawa.
- Trzaskalik T., 1998, *Modelowanie optymalizacyjne*, Wyd. Absolwent, Łódź.
- Tymiński M., 2008, *Decyzyjny problem wyboru strategii rozwoju firmy. Ujęcie cybernetyczno-informacyjne*, w: praca zbiorowa pod red. T. Porębskiej-Miąc, M. Pańkowskiej i H. Sroki, wyd. Akademii Ekonomicznej im. K. Adamieckiego w Katowicach.
- Urząd Marszałkowski w Łodzi, 2011, *Raport Zespołu ds. planowania strategicznego rozwoju regionu łódzkiego nt. Zintegrowana analiza struktury gospodarczej regionu łódzkiego i kierunków rozwoju*, Łódź.
- Wasilewski M., Zabolotny S., 2009, *Sytuacja finansowa przedsiębiorstw o odmiennych strategiach zarządzania kapitałem obrotowym*, „*Zeszyty Naukowe SGGW, Ekonomia i Organizacja Gospodarki Żywnościowej*” nr 78, Warszawa.
- Waśniewski T., Skoczylas W., 1993, *Ocena sytuacji kapitałowo-majątkowej przedsiębiorstwa*, „*Rachunkowość*” nr 4 i 6.

A b s t r a c t Key Factors of Increasing the Economic Value of the Clothing Industry Enterprises

A

The aim of this paper is to identify the key factors which are affecting the economic value of clothing companies. The study determines the relationship between the applied strategy of financing assets and financial situation of enterprises. Used in the participation rate of net working capital to total assets, also includes ROA, ROE, liquidity and equity multiplier. Assessment was measured using the Value at Risk. In the researched process the following key explanatory variables were selected: sales, expenses, assets, working capital, debt capital, equity, receivables, inventory, productivity. Not all of the explanatory variables occur simultaneously in all the years of study. However, two explanatory variables have been constant, namely: costs and foreign capital.

Key words: development strategy, investment risk, economic value

JEL classification: D04, D21, D22