Marzena Papiernik-Wojdera*

RZECZYWISTE TEMPO SPRZEDAŻY A POZIOM WEWNĘTRZNEJ STOPY WZROSTU PRZEDSIĘBIORSTWA W WARUNKACH DEKONIUNKTURY GOSPODARCZEJ

1. WSTĘP

Zarządzanie sprzedażą jest jednym z najważniejszych problemów działalności przedsiębiorstwa w okresie dekonstrukcji gospodarczej. Spadek popytu oraz pojawiające się problemy finansowe tworzą bowiem wyzwania o kardynalnym znaczeniu dla dalszego funkcjonowania i rozwoju przedsiębiorstwa. Ograniczone możliwości realizacji sprzedaży, narastające problemy płatnicze przedsiębiorstw, zaostrenie polityki kredytowej banków, niepewność przyszłej sytuacji gospodarczej itd. skłaniają do rozważenia wpływu powyższych zmian na efektywność przedsiębiorstwa, a także na rozstrzygnięcia przyjęte w obszarze strategii finansowych.

W sytuacji, gdy przedsiębiorstwo ma utrudniony dostęp do kapitału obcego, bądź nie zamierza zwiększać zadłużenia ani pozyskiwać dodatkowego kapitału własnego z zewnątrz, wzrost sprzedaży może być finansowany własnymi środkami pochodzącymi z zysku zatrzymanego. Narzędziem przydatnym w zarządzaniu sprzedażą w powyższych okolicznościach jest wewnętrzna stopa wzrostu (*Internal Growth Rate – IGR*).

Celem artykułu jest przedstawienie koncepcji wewnętrznej stopy wzrostu przedsiębiorstwa i jej zastosowanie dla rozpoznania relacji zachodzących pomiędzy rzeczywistym tempem sprzedaży a wewnętrzną stopą wzrostu przedsiębiorstw przemysłu lekkiego notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

Zagadnienia te zostały zaprezentowane na tle zmian w obszarze zadłużenia polskich przedsiębiorstw przemysłowych w latach 2006–12 oraz przewidywań

* Dr, Katedra Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 90–214, ul. Rewolucji 1905 r. nr 41.

dotyczących wykorzystania kapitału obcego – w szczególności kredytu bankowego – jako źródła finansowania działalności przedsiębiorstw przemysłowych w najbliższej przyszłości.

Dla potrzeb realizacji badań wykorzystane zostały informacje pochodzące z baz serwisów Emerging Markets Information Service (EMIS), Notoria Serwis, WSEInfospace oraz publikacje NBP i GUS.

2. CHARAKTERYSTYKA ZMIAN ZADŁUŻENIA PRZEDSIĘBIORSTW PRZEMYSŁOWYCH W POLSCE W LATACH 2006–11

Na podstawie danych zilustrowanych rys. 1 można stwierdzić, iż w rozpatrywanym okresie relatywnie najniższy poziom dynamiki zobowiązań przedsiębiorstw przemysłowych w Polsce zanotowano w latach 2009–10. W okresie tym polska gospodarka osiągnęła również relatywnie najniższe tempo wzrostu.

Wzrost PKB w 2009 r. wynosił 1,6%, w 2010 r. ukształtował się na poziomie 3,8%, podczas gdy w latach 2006–08 wynosił odpowiednio: 6,2%, 6,8% oraz 5,1% (tab. 1). W roku 2011 nastąpiło zwiększenie dynamiki PKB do 4,3%, ale w roku 2012 uległo ono ponownemu spadkowi do 2,0%.

Tabela 1

Dynamika produktu krajowego brutto w Polsce w latach 2006–12 (rok poprzedni = 100)

Wyszczególnienie	Lata						
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
PKB	106,2	106,8	105,1	101,6	103,8	104,3	102,0

Źródło: *Informacja o sytuacji społeczno-gospodarczej kraju. Rok 2011*, GUS, Warszawa, 26 stycznia 2012 r., s. 7; *Produkt krajowy brutto w 2012 r. Szacunek wstępny*, GUS, Departament Rachunków narodowych, 29 stycznia 2013r.;

http://www.stat.gov.pl/cps/rde/xbcr/gus/rn_notatka_roczna_Rok_2012.pdf, (dostęp 20 lutego 2013 r.).

Poziom zobowiązań ogółem w przemyśle w 2009 r. nie uległ wprawdzie wyraźnej zmianie, jednak w grupie przedsiębiorstw przetwórstwa przemysłowego zobowiązania ogółem zmniejszyły się o prawie 2%. W roku 2010 w obu powyższych segmentach przedsiębiorstw zanotowano zwiększenie poziomu długów. Wzrost ten wynosił 7–8% w porównaniu z rokiem 2009, jednakże był o połowę niższy niż w pozostałych latach badanego okresu. W latach 2006–08 wzrost zobowiązań w przemyśle kształtował się na poziomie 12–16% rocznie, zaś w sektorze przedsiębiorstw przetwórstwa przemysłowego wynosił 14–16% rocznie.

Rys. 1. Dynamika zobowiązań przedsiębiorstw przemysłowych w Polsce w latach 2006–11
(rok poprzedni = 100)

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Tabela 6 (501) Zobowiązania przedsiębiorstw, Rocznik Statystyczny Rzeczypospolitej Polskiej 2010, GUS, Rok LXX, Warszawa 2010, s. 642 oraz Tabela 6 (490) Zobowiązania przedsiębiorstw, Rocznik Statystyczny Rzeczypospolitej Polskiej 2012, GUS, Rok LXXII, Warszawa 2012, s. 585.

Rozpatrując relacje zobowiązań ogółem do kapitału własnego należy wskazać, iż w latach 2009–10 zanotowano spadek zadłużenia kapitału własnego w przemyśle ogółem, jak również w grupie przedsiębiorstw przetwórstwa przemysłowego. W przemyśle wskaźnik ten zmniejszył się z poziomu 0,72 w 2008 r. do 0,66 w 2009 r. oraz 0,65 w 2010 r. W sektorze przedsiębiorstw przetwórstwa przemysłowego uległ on redukcji z 1,02 w 2008 r. do 0,91 w 2009 r. i 0,90 w 2010 r. W 2011 r. zanotowano niewielki wzrost tego wskaźnika zarówno w przemyśle ogółem, jak i w grupie przedsiębiorstw przetwórstwa przemysłowego.

Rozważając zmiany w poziomie finansowania przedsiębiorstw przemysłowych kredytami i pożyczkami długoterminowymi można wskazać, że w latach 2006–09 rokrocznie notowano wzrost kapitału pochodzącego z powyższego źródła. W roku 2010 – zarówno w przemyśle ogółem, jak i w sektorze przedsiębiorstw przetwórstwa przemysłowego – zaobserwowany został spadek kwot kredytów i pożyczek długoterminowych o około 5%, natomiast w 2011 r. nastąpił ponowny wzrost finansowania powyższymi kapitałami o około 1/3 w porównaniu do roku 2010.

Rys. 2. Wskaźniki zadłużenia kapitału własnego (zobowiązania ogółem/kapitał własny) w przemyśle oraz w przedsiębiorstwach przetwórstwa przemysłowego w Polsce w latach 2006–11

Źródło: jak do rys. 2.

Rys. 3. Kredyty i pożyczki długoterminowe przedsiębiorstw w Polsce w latach 2006–11 (mld zł)

Źródło: jak do rys. 2.

Powyższe ustalenia ukazują generalne tendencje w obszarze wykorzystania długu jako źródła finansowania przedsiębiorstw przemysłowych w Polsce w okresie dekonunktury. Dowodzą one, iż w czasie gospodarczego spowolnienia daje się zaobserwować spadek dynamiki zobowiązań, notowana jest redukcja

zadłużenia kapitału własnego, a także ujawnia się relatywnie niższa skłonność przedsiębiorstw do wykorzystania długookresowych kredytów i pożyczek jako źródła finansowania majątku.

Obserwacje te potwierdzają wyniki badań NBP dotyczące prognoz popytu na kredyt oraz dynamiki kredytu udzielonego w sektorze przedsiębiorstw¹. Dowodzą one, iż w ostatnim kwartale 2008 r. oraz we wszystkich kwartałach 2009 r. zanotowano zdecydowany spadek dynamiki kredytów udzielonych przedsiębiorstwom. Pod koniec 2009 r. dynamika ta osiągnęła wartość ujemną (rys. 4). Polskie przedsiębiorstwa wyraźnie odczuły wówczas skutki międzynarodowego kryzysu finansowego i spowolnienia gospodarczego, nastąpił spadek zatrudnienia oraz znacząco zredukowane zostały nakłady inwestycyjne. Według danych NBP wielkość zadłużenia z tytułu kredytu w sektorze przedsiębiorstw ukształtowała się wówczas na niższym poziomie niż w analogicznym okresie poprzedniego roku, struktura finansowania przedsiębiorstw stała się bardziej konserwatywna, nastąpił spadek zadłużenia aktywów ogółem, zmniejszył się również odsetek kredytobiorców².

Spadek zapotrzebowania na kapitały obce był uzasadniany posiadaniem przez przedsiębiorstwa znacznych środków własnych, a także spadkiem nakładów inwestycyjnych, w efekcie słabnącego popytu oraz niskiego wykorzystania mocy produkcyjnych przedsiębiorstw.

W kolejnych dwóch latach zanotowano ponowny wzrost dynamiki kredytu udzielonego przedsiębiorstwom, przy czym w roku 2010 dynamika ta była ujemna, zaś w roku 2011 wzrosła do ponad 15%.

W 2012 r. prognozy popytu na kredyt wskazywały dalszy wzrost zainteresowania przedsiębiorstw tą formą finansowania działalności, jednak w rzeczywistości zanotowano spadek dynamiki udzielonych kredytów z ponad 15% w pierwszym kwartale do około 2% w czwartym kwartale 2012 r.³ Zasadniczą przyczyną niższego popytu na kredyty ze strony przedsiębiorstw było zmniejszone zapotrzebowanie na finansowanie środków trwałych i inwestycji⁴. W trze-

¹ *Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2012 oraz prognoz koniunktury na I kw. 2013 r.*, s. 34. Podstawą opracowania są wyniki Szybkiego Monitoringu NBP, przeprowadzonego w grudniu 2012 r. na próbie 1277 podmiotów niefinansowych, reprezentujących wszystkie sekcje PKD (poza rolnictwem, rybołówstwem i leśnictwem), sektor niepubliczny, sektor publiczny, sektor MSP oraz duże firmy. http://www.nbp.pl/publikacje/koniunktura/raport_1_kw_2013.pdf (dostęp 01 marca 2013 r.).

² *Ocena kondycji ekonomicznej sektora przedsiębiorstw niefinansowych w 2009 r. w świetle danych F-01/I-01*, NBP Instytut Ekonomiczny, czerwiec 2010; http://www.nbp.pl/publikacje/koniunktura/raport_2009.pdf (dostęp 01 marca 2013 r.).

³ *Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw...*, op. cit., s. 34.

⁴ *Sytuacja na rynku kredytowym – wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. I kwartał 2013 r.* Warszawa, styczeń 2013r., s. 5–6 – http://www.nbp.pl/systemfinansowy/rynek_kredytowy_2013_1.pdf (dostęp 01 marca 2013 r.).

cim kwartale 2012 r. w sektorze przedsiębiorstw – po raz pierwszy od 2010 r. – nastąpił nominalny spadek nakładów inwestycyjnych⁵.

W czwartym kwartale 2012 r. przedsiębiorstwa najczęściej przeznaczały kredyt na finansowanie kapitału obrotowego (ponad 70% kredytobiorców), zdecydowanie rzadziej kredyt bankowy służył finansowaniu inwestycji w środki trwałe. Na ten cel zaciągniętych zostało 16% nowych kredytów⁶.

Rys. 4. Wskaźniki prognoz popytu na kredyt (Szybki Monitoring NBP) na tle dynamiki kredytu r/r dla sektora przedsiębiorstw (dane NBP) (I kw. 2004 r. – I kw. 2013 r.)

Źródło: *Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2012 oraz prognoz koniunktury na I kw. 2013 r.*, s. 34.

http://www.nbp.pl/publikacje/koniunktura/raport_1_kw_2013.pdf (dostęp 01 marca 2013 r.)

Zamierzenia rozwojowe przedsiębiorstw w 2013 r. wskazują na dalszy spadek wielkości planowanych nakładów inwestycyjnych. Przedsiębiorstwa przewidują redukcję wydatków na środki trwałe i ograniczenie inwestycji – w głównej mierze do wymiany posiadanego majątku.

Z uwagi na wysoką „niepewność działalności” przybywa przedsiębiorstw wstrzymujących się z rozpoczęciem realizacji nowych projektów. Wzrasta też odsetek podmiotów, które rezygnują z finalizacji bądź ograniczają skalę rozpoczętych inwestycji. W związku z powyższym zainteresowanie przedsiębiorstw kredytem, jak i odsetek kredytobiorców, pozostają na relatywnie niskim pozio-

⁵ J. Hagemejer, Z. Jankiewicz, Ł. Postek, K. Puchalska, A. Sawicka, *Sytuacja finansowa sektora przedsiębiorstw w III kw. 2012 r.*, Instytut Ekonomiczny NBP, Warszawa, 17.12.2012 r., s. 9;

http://www.nbp.pl/publikacje/przedsiębiorstwa/raport_03_2012.pdf

⁶ *Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw...*, op. cit., s. 35.

mie, zaś nowo pozyskiwane kapitały służą przede wszystkim finansowaniu bieżącej działalności⁷.

Według wyników badań ankietowych, opublikowanych przez Departament Systemu Finansowego NBP w styczniu 2013 r., przedsiębiorstwa wyraźnie ograniczają popyt na kredyt – w szczególności o długoterminowym charakterze⁸. Zdecydowana tendencja spadkowa popytu na kredyt obserwowana jest w sekcji *Przetwórstwo przemysłowe, Budownictwo i Pozostałe usługi*. Pomimo iż oprocentowanie kredytów było sukcesywnie zmniejszane od drugiego kwartału 2012 r., to w 2013 r. nadal ujawniają się oczekiwania przedsiębiorstw w zakresie redukcji cen kredytów⁹. W oczekiwania te wpisuje się decyzja Rady Polityki Pieniężnej, która na posiedzeniu w dniach 5–6 marca 2013 r. obniżyła stopy procentowe o 50 punktów bazowych do „historycznie najniższego poziomu”. W uzasadnieniu powyższej decyzji RPP wskazała między innymi wyraźne spowolnienie wzrostu gospodarczego w Polsce w czwartym kwartale 2012 r. oraz niską dynamikę „akcji kredytowej”, zarówno dla gospodarstw domowych jak i przedsiębiorstw¹⁰.

Dane dotyczące aktywności przedsiębiorstw w zakresie wykorzystania długu w finansowaniu działalności, jak również prognozy i przewidywania sektora bankowego, wskazują na dalszy spadek zainteresowania przedsiębiorstw długiem jako źródłem kapitału. Tendencje te sugerują, iż w okresie dekonunktury gospodarczej przedsiębiorstwa w mniejszym stopniu są skłonne do finansowania działalności kapitałem obcym, niż w czasie gospodarczego ożywienia. Nie bez znaczenia pozostaje zaostrożenie polityki kredytowej banków, uzasadniane „podwyższonym ryzykiem przyszłej sytuacji gospodarczej”¹¹.

Według najnowszych przewidywań NBP (zgodnie z tzw. centralną ścieżką projekcji przedstawiającą wariant rozwoju sytuacji o najwyższym prawdopodobieństwie spełnienia) PKB w Polsce wzrośnie w 2013 r. o 1,3 %, w 2014 r. o 2,6%, a w 2015 r. o 3,1%¹². Można zatem przypuszczać, iż koniunktura go-

⁷ *Ibidem*, s. 34.

⁸ Ankieta została przeprowadzona na przełomie grudnia 2012 r. oraz stycznia 2013 r. w 29 bankach, których udział należności od przedsiębiorstw oraz gospodarstw domowych w portfelu sektora bankowego wynosi 81%. Celem badania było ustalenie kierunku zmian w polityce kredytowej, tj. kryteriów, warunków udzielania kredytów oraz zmian popytu na kredyty w polskim systemie bankowym. Zob.: *Sytuacja na rynku kredytowym...*, *op. cit.*, s. 34.

⁹ *Ibidem*, s. 36.

¹⁰ Od 7 marca stopa referencyjna wynosi 3,25%, stopa lombardowa 4,75%, stopa depozytowa 1,75%, a stopa redyskonta weksli 3,50% w skali rocznej. W opinii członków RPP decyzja ta jest „dopełnieniem rozpoczętego w listopadzie 2012 r. cyklu łagodzenia polityki pieniężnej” i ma sprzyjać ożywieniu polskiej gospodarki.

Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej NBP w dniach 5–6 marca 2013 r.; http://www.nbp.pl/polityka_pieniezna/dokumenty/files/rpp_2013_03_06.pdf

¹¹ *Sytuacja na rynku kredytowym...*, *op. cit.*, s. 4.

¹² *Raport o inflacji – marzec 2013 r.*, Narodowy Bank Polski, Rada Polityki Pieniężnej, Warszawa, marzec 2013.

spodarcza nadal będzie oddziaływać na dostępność kapitału obcego oraz poziom ich zadłużenia i strukturę kapitałową.

3. WEWNĘTRZNA STOPA WZROSTU PRZEDSIĘBIORSTWA

Przedsiębiorstwa, określając strategiczne cele rynkowe czynią to wskazując zazwyczaj planowany wolumen sprzedaży, udział w rynku bądź tempo wzrostu sprzedaży¹³. Realizacja sprzedaży na określonym poziomie rodzi implikacje w zakresie potrzeb oraz możliwości finansowania działań wiodących do osiągnięcia planowanych zamierzeń.

W sytuacji, gdy przedsiębiorstwo nie ma zamiaru zwiększać zadłużenia ani pozyskiwać dodatkowego kapitału własnego z zewnątrz, bądź ma utrudniony dostęp do kapitałów zewnętrznych, wzrost sprzedaży może być realizowany na poziomie, który w wymiarze finansowych możliwości jest zdeterminowany kwotą zysku zatrzymanego. Koncepcją przydatną w zarządzaniu sprzedażą w powyższych okolicznościach jest wewnętrzna stopa wzrostu (*Internal Growth Rate – IGR*). Stanowi ona modyfikację stopy zrównoważonego wzrostu (*Sustainable Growth Rate – SGR*), zaproponowanej przez R. C. Higginsa¹⁴.

Stopa SGR odzwierciedla takie tempo wzrostu sprzedaży (według pierwotnej koncepcji R. C. Higginsa także tempo wzrostu aktywów)¹⁵, które jest możliwe do zrealizowania bez pozyskiwania z zewnątrz dodatkowego kapitału własnego, przy jednoczesnym utrzymaniu danego poziomu obrotowości kapitału, rentowności sprzedaży oraz struktury kapitału i stopy wypłat dywidendy. Podejście to zakłada utrzymanie stałej struktury kapitału, co przy założeniu, iż przedsiębiorstwo generuje dodatni wynik finansowy netto i przeznacza jego część na samofinansowanie wzrostu sprzedaży, tworzy zapotrzebowanie na dodatkowy kapitał obcy, który winien wzrosnąć proporcjonalnie do zysku zatrzymanego. Według powyższego podejścia przedsiębiorstwo zwiększa poziom długu zachowując stałą strukturę kapitału.

Wewnętrzna stopa wzrostu przedsiębiorstwa (*IRG*) wyraża maksymalną stopę wzrostu sprzedaży możliwą do osiągnięcia bez pozyskiwania jakichkolwiek – a więc zarówno własnych, jak i obcych – dodatkowych kapitałów z ze-

http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/aktualnosci/wiadomosci_2013/20130311_pkb.html
(dostęp 10 marca 2013 r.).

¹³ Zob. A. A. Zoltners, P. Sinha, S. E. Lorimer, *The Complete Guide to Sales Force Incentive Compensation*, Setting Effective Goals and Objectives (chapter 9), AMACOM, New York 2006, s. 313–376.

¹⁴ R. C. Higgins, *How Much Growth Can a Firm Afford?*, „Financial Management” 1977, Vol. 6.

¹⁵ R. C. Higgins, R. A. Kerin, *Managing the Growth – Financial Policy Nexus in Retailing*, „Journal of Retailing” 1983, Vol. 59, No. 3.

wnątrz¹⁶. W koncepcji tej przyjmuje się założenia, które w części są analogiczne do założeń wskazanych przez R. C. Higginsa przy formułowaniu stopy zrównoważonego wzrostu. Założenia te stanowią, iż¹⁷:

- a) aktywa wzrastają proporcjonalnie do wzrostu sprzedaży,
- b) rentowność netto sprzedaży jest niezmienna,
- c) obrotowość aktywów jest stała,
- d) stopa zysków zatrzymanych nie ulega zmianie.

Zgodnie z założeniami koncepcji wewnętrznej stopy wzrostu przedsiębiorstwo nie pozyskuje dodatkowego kapitału zewnętrznego, co oznacza iż maksymalna wartość dodatkowych aktywów wykorzystanych dla realizacji wzrostu sprzedaży jest wyznaczona przez kwotę zysku zatrzymanego. Konsekwencją realizacji wzrostu sprzedaży według koncepcji wewnętrznej stopy wzrostu jest spadek zadłużenia kapitału własnego (wzrostowi kapitału własnego na poziomie zysków zatrzymanych towarzyszy niezmienny poziom długu).

Formuła wewnętrznej stopy wzrostu przedsiębiorstwa ma następującą postać:¹⁸

$$IRG = \frac{ROA \times er}{1 - ROA \times er}$$

gdzie:

- IRG* – wewnętrzna stopa wzrostu przedsiębiorstwa,
- ROA* – rentowność netto aktywów ogółem,
- er* – stopa zysku zatrzymanego.

Powyższy wzór pozwala na określenie takiego tempa wzrostu sprzedaży, które przedsiębiorstwo jest w stanie sfinansować zyskiem zatrzymanym, bez konieczności pozyskiwania dodatkowych kapitałów z zewnątrz, wypłacając jednocześnie właścicielom część zysku netto.

Realizacja wzrostu sprzedaży według założeń wewnętrznej stopy wzrostu może być zatem zasadna zarówno w przypadku przedsiębiorstw dążących do

¹⁶ Na możliwość zastosowania koncepcji R. C. Higginsa dla potrzeb ustalenia maksymalnej stopy wzrostu sprzedaży w odniesieniu do przedsiębiorstw mających problemy finansowe, czyli z ograniczonym dostępem lub w ogóle bez możliwości pozyskania kapitału z zewnątrz, po raz pierwszy uwagę zwrócili H. D. Platt, M. B. Platt oraz G. Chen - zob. H. D. Platt, M. B. Platt, G. Chen, *Sustainable Growth Rate of Firms in Financial Distress*, „Journal of Economics and Finance”, Summer 1995, Vol. 19, No. 2, s. 147–151.

¹⁷ Zob. M. Papiernik-Wojdera, *Koncepcja zrównoważonego wzrostu a zarządzanie efektywnością przedsiębiorstwa*, [w:] T. Dudycz, G. Osbert Pociecha, B. Brycz (red.), *Efektywność – konceptualizacja i uwarunkowania*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 262, Wrocław 2012 (według informacji Redaktora Naczelnego Wydawnictwa praca ukaże się drukiem na początku 2013 r.), s. 293–304.

¹⁸ Ch. F. Lee, A. C. Lee (ed.), *Encyclopedia of Finance*, Springer Science and Business Media Inc., New York 2006, s. 152.

zredukowania stopnia zadłużenia kapitału własnego i zakładających realizację wzrostu sprzedaży wyłącznie w oparciu o własny kapitał wewnętrzny (pochodzący z zysku zatrzymanego), jak również w odniesieniu do przedsiębiorstw mających problemy z pozyskaniem dodatkowego kapitału zewnętrznego.

4. RELACJE POMIĘDZY RZECZYWISTĄ STOPĄ SPRZEDAŻY I WEWNĘTRZNĄ STOPĄ WZROSTU WYBRANYCH SPÓŁEK PRZEMYSŁU LEKKIEGO

Dla potrzeb rozpoznania relacji zachodzących pomiędzy rzeczywistym tempem sprzedaży oraz wewnętrzną stopą wzrostu przedsiębiorstw wykorzystane zostały dane pochodzące z jednostkowych sprawozdań finansowych publicznych spółek akcyjnych przemysłu lekkiego, notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2006–11.

Zgodnie z klasyfikacją GPW w rozpatrywanym okresie w sektorze *Przemysł lekki* notowanych było osiem spółek. Z analizy przeprowadzonej dla potrzeb opracowania niniejszego artykułu wyłączone zostały przedsiębiorstwa Skotan SA¹⁹ i Sanwil SA²⁰. W przypadku spółki Wistil SA wyłączony został rok 2011²¹. Powyższe wyłączenia są uzasadnione zmianami przedmiotu działalności oraz przekształceniami organizacyjnymi wyżej wymienionych podmiotów w rozpatrywanym okresie.

Wartości rzeczywistej stopy sprzedaży oraz wewnętrznej stopy wzrostu badanych spółek prezentuje tab. 2. Zamieszczone w niej dane dowodzą, iż w rozpatrywanym okresie stopy te wykazywały znaczne zróżnicowanie. W 2009 r. w przypadku wszystkich spółek zanotowano jednak wyraźny spadek wielkości zrealizowanej sprzedaży (rys. 5). Największy spadek sprzedaży miał miejsce w przypadku spółki Lubawa SA (o ponad 50%), a stosunkowo niewielkie spadki sprzedaży zanotowały Novita SA (niecałe 3%) i Bytom SA (7%). Redukcja sprzedaży pozostałych badanych przedsiębiorstw wynosiła 20% do 35%.

¹⁹ Przedmiotem działalności spółki Skotan SA, w momencie jej wejścia na GPW w Warszawie w 1999 r., było garbarstwo. W 2006 r. spółka podjęła działalność w sektorze paliwowym, a działalność garbarską została przeniesiona do spółki zależnej Garbarnia Skotan sp. z o.o. Ze względu na niekorzystne regulacje prawne dotyczące produkcji biopaliw w 2009 r. spółka Skotan SA zrezygnowała z tego kierunku działania na rzecz produkcji pasz dla zwierząt.

²⁰ Głównym przedmiotem działalności spółki Sanwil do 31.10.2008 r. była produkcja tzw. wyrobów włókienniczych pozostałych. Spółka zajmowała się wytwarzaniem skór ekologicznych i materiałów powlekanych. We wrześniu 2008 r. Sanwil SA zmieniła nazwę na Sanwil Holding SA. Z dniem 01.11.2008 r. nastąpiło przeniesienie przedsiębiorstwa z Sanwil Holding SA do Sanwil Polska Sp. z o.o., zaś przedmiotem działalności Sanwil Holding SA stała się działalność firm centralnych (*head offices*) i holdingów, z wyłączeniem holdingów finansowych.

²¹ W październiku 2010 r. Zarząd spółki Wistil SA podjął decyzję o zaprzestaniu działalności produkcyjnej. Decyzja ta została zatwierdzona przez NWZA w listopadzie 2010 r. Spółka ograniczyła działalność do obrotu handlowego produktami wytwarzanymi przez inne jednostki oraz zarządzania grupą kapitałową Wistil SA.

Tabela 2

Rzeczywiste stopy sprzedaży oraz wewnętrzne stopy wzrostu spółek przemysłu lekkiego notowanych na GPW w Warszawie w latach 2006–11 (w %)

Lp.	Spółka	RGR* IRG**	Lata					
			2006	2007	2008	2009	2010	2011
1.	Bytom SA	RGR	13,3	23,5	22,7	-7,0	-13,1	3,2
		IRG	8,1	11,7	-0,3	-13,3	-39,8	-12,4
2.	Lubawa SA	RGR	74,8	-7,5	23,4	-50,3	76,0	3,4
		IRG	33,3	15,5	5,8	1,7	-7,8	-5,0
3.	Novita SA	RGR	-0,1	11,3	-0,2	-2,7	4,6	12,6
		IRG	1,8	4,9	5,9	5,9	5,6	1,7
4.	Protektor SA	RGR	31,6	-4,1	-17,0	-19,4	24,5	-5,7
		IRG	11,6	14,1	2,5	0,5	7,6	-20,3
5.	Próchnik SA	RGR	64,8	73,9	18,4	-22,1	-5,5	-7,5
		IRG	-34,5	-19,5	-18,9	-13,2	0,4	0,1
6.	Wistil SA	RGR	-2,0	-6,9	-35,1	-34,6	-35,9	-88,6
		IRG	0,9	-0,7	-4,9	-5,4	-13,4	4,1

* RGR – rzeczywista stopa sprzedaży,

** IRG – wewnętrzna stopa wzrostu.

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek.

Rys. 5. Dynamika rzeczywistej stopy sprzedaży spółek przemysłu lekkiego notowanych na GPW w Warszawie w latach 2006–11 (w %)

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek.

Średnie wartości rzeczywistej stopy sprzedaży spółek przemysłu lekkiego notowanych na GPW w Warszawie wskazują, iż w okresie od 2006 do 2009 r. zanotowano wyraźny spadek dynamiki sprzedaży w tym sektorze. W roku 2009

średni poziom stopy sprzedaży był ujemny i wyniósł $-22,7\%$. W kolejnych dwóch latach przeciętna dynamika sprzedaży spółek przemysłu lekkiego wzrosła do $8,4\%$ w 2010 r. oraz $1,2\%$ w 2011 r.

Przeciętna wewnętrzna stopa wzrostu w całym badanym okresie wykazywała tendencję spadkową, przy czym od 2008 do 2011 jej wartość była ujemna (rys. 6).

Rys. 6. Średnie wartości rzeczywistej stopy sprzedaży oraz wewnętrznej stopy wzrostu spółek przemysłu lekkiego notowanych na GPW w Warszawie w poszczególnych latach okresu 2006–11

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek.

Rozpatrując wskaźniki zadłużenia kapitału własnego spółek przemysłu lekkiego notowanych na GPW w Warszawie w latach 2006–11 można stwierdzić, iż w roku 2009 w przypadku czterech spółek (Lubawa SA, Novita SA, Próchnik SA, Wistil SA) zanotowano zmniejszenie zadłużenia kapitału własnego, zaś w pozostałych dwóch spółkach (Bytom SA, Protektor SA) nastąpił wzrost relacji zadłużenia ogółem do kapitału własnego (tab. 3).

Przeciętny poziom zadłużenia rozpatrywanych spółek przemysłu lekkiego, obliczony jako średnia arytmetyczna wskaźników zadłużenia kapitału własnego tych spółek, wskazuje iż w 2009 r. wskaźnik ten kształtował się na poziomie zbliżonym do wartości notowanych w dwóch poprzednich latach i wynosił $0,54$. Należy jednak zauważyć, że był on wówczas wyraźnie niższy niż w następnych latach, bowiem w 2010 roku wskaźnik ten wzrósł do poziomu $0,72$, a w 2011 osiągnął wartość $0,79$ (rys. 7).

Tabela 3

Wskaźniki zadłużenia kapitału własnego spółek przemysłu lekkiego notowanych na GPW w Warszawie w latach 2006–11

Wyszczególnienie	Lata					
	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Bytom SA	1,58	0,51	0,84	1,04	2,95	1,00
Lubawa SA	0,20	0,18	0,14	0,13	0,28	0,19
Novita SA	1,23	0,72	0,49	0,37	0,31	0,34
Protektor SA	0,31	0,58	0,34	0,42	0,31	0,44
Próchnik SA	0,20	0,59	0,95	0,93	0,12	0,31
Wistil SA	0,66	0,58	0,49	0,39	0,34	0,11

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek.

Rys. 7. Średni poziom zadłużenia kapitału własnego spółek przemysłu lekkiego notowanych na GPW w Warszawie w latach 2006–11

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek.

Biorąc pod uwagę wielkości rzeczywistych stóp sprzedaży oraz wewnętrznych stóp wzrostu spółek przemysłu lekkiego notowanych na GPW w Warszawie w latach 2006–11 trudno wskazać jednoznaczną prawidłowość w zakresie kształtowania się wielkości, kierunku zmian czy relacji między poziomami tych stóp (rys. 8).

Rys. 8. Średnie wartości rzeczywistych stóp sprzedaży oraz wewnętrznych stóp wzrostu spółek przemysłu lekkiego notowanych na GPW w Warszawie w latach 2006–11

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek.

Wprawdzie w 2009 r. w odniesieniu do wszystkich rozpatrywanych spółek zanotowano zdecydowany spadek sprzedaży, jednak biorąc pod uwagę poziomy stóp rzeczywistej sprzedaży oraz wewnętrzznego wzrostu można wskazać szereg zróżnicowanych przypadków (zob. zał. 1).

Spółka Bytom SA w całym analizowanym okresie charakteryzowała się wyższym poziomem stopy rzeczywistej sprzedaży niż wynosiła jej wewnętrzna stopa wzrostu.

Odwrotna sytuacja miała miejsce w przypadku spółki Wistil SA. Jej wewnętrzna stopa wzrostu kształtowała się na wyższym poziomie niż poziom stopy rzeczywistej sprzedaży w każdym roku analizowanego okresu.

Lubawa SA charakteryzowała się naprzemiennie wyższymi i niższymi względem siebie stopami rzeczywistej sprzedaży i wewnętrznej stopy wzrostu w kolejnych latach.

W odniesieniu do spółek Novita SA, Protektor SA, Próchnik SA zanotowane zostały okresowe (występujące naprzemiennie przez kilka kolejnych lat) wyższe/niższe względem siebie stopy rzeczywistej sprzedaży oraz wewnętrzne go wzrostu.

Rozpatrując średnie wartości stóp rzeczywistej sprzedaży i wewnętrznych stóp wzrostu poszczególnych spółek można wskazać, iż:

a) w przypadku jednej spółki (Wistil SA) zanotowano ujemne wartości średnich poziomów obu rozpatrywanych stóp,

b) dwie spółki (Bytom SA i Próchnik SA) charakteryzowały się dodatnią wartością średniego poziomu stopy rzeczywistej sprzedaży oraz ujemnym poziomem średniej wartości wewnętrznej stopy wzrostu,

c) trzy spółki (Lubawa SA, Novita SA, Protektor SA) wykazały dodatnie średnie wartości stopy rzeczywistej sprzedaży oraz wewnętrznej stopy wzrostu.

5. ZAKOŃCZENIE

Tematyka podjęta w niniejszym artykule traktuje o aktualnych problemach zarządzania przedsiębiorstwem. Wskazują na to zarówno rezultaty badań sektora bankowego, zachowania przedsiębiorstw w zakresie finansowania działalności kapitałem obcym – w tym kredytem bankowym – jak i prognozy poziomu PKB w Polsce na najbliższe lata. Można przypuszczać, iż spowolnienie gospodarcze nadal nie pozostanie bez wpływu na dostępność i możliwość pozyskania kapitałów obcych, jak również potrzeby i zasadność zwiększania zobowiązań przedsiębiorstw, co prawdopodobnie znajdzie odzwierciedlenie w poziomie ich zadłużenia oraz struktury kapitału.

W obliczu powyższych perspektyw ważnym dla przedsiębiorstw zadaniem może być ustalenie możliwej do realizacji skali działania (sprzedaży) w oparciu o własne wewnętrzne zasoby kapitałowe. Możliwość taką tworzy wewnętrzna stopa wzrostu (*Internal Growth Rate*). Odzwierciedla ona maksymalne tempo wzrostu sprzedaży możliwe do osiągnięcia przez przedsiębiorstwo bez pozyskiwania dodatkowego kapitału zewnętrznego.

Biorąc pod uwagę wielkości rzeczywistych stóp sprzedaży oraz wewnętrznych stóp wzrostu spółek przemysłu lekkiego notowanych na GPW w Warszawie w latach 2006–11 trudno wskazać na występowanie jednoznacznej prawidłowości w kształtowaniu się wielkości, kierunku zmian oraz relacji zachodzących pomiędzy poziomami tych stóp. Wprawdzie w 2009 r. w przypadku wszystkich rozważanych spółek zanotowano zdecydowany spadek sprzedaży oraz relatywnie niski poziom zadłużenia kapitału własnego, to nie ma podstaw do stwierdzenia, iż sytuacja ta miała wyraźne przełożenie na poziom wewnętrznej stopy wzrostu. Stopa IRG badanych spółek w 2009 r. wykazywała zróżnicowany poziom, tj. od ponad –13% w przypadku spółek Bytom SA i Próchnik SA do prawie +6% w odniesieniu do spółki Novita SA, osiągając w następnych dwóch latach badanego okresu zarówno wzrosty, jak i spadki. Skala, jak również kierunek zmian tych stóp w kolejnych latach także były zróżnicowane.

BIBLIOGRAFIA

Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2012 oraz prognoz koniunktury na I kw. 2013 r. –
http://www.nbp.pl/publikacje/koniunktura/raport_1_kw_2013.pdf (dostęp 01 marca 2013 r.).

- Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej NBP w dniach 5–6 marca 2013 r.*; http://www.nbp.pl/polityka_pieniezna/dokumenty/files/rpp_2013_03_06.pdf.
- Raport o inflacji – marzec 2013 r.*, Narodowy Bank Polski, Rada Polityki Pieniężnej, Warszawa, marzec 2013.
- http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/aktualnosci/wiadomosci_2013/20130311_pkb.html (dostęp 10 marca 2013 r.).
- Hagemejer J., Jankiewicz Z., Postek Ł., Puchalska K., Sawicka A., *Sytuacja finansowa sektora przedsiębiorstw w III kw. 2012 r.*, Instytut Ekonomiczny NBP, Warszawa, 17.12.2012 r.
- Higgins R. C., *How Much Growth Can a Firm Afford?*, „Financial Management” 1977, Vol. 6.
- Higgins R. C., Kerin R. A., *Managing the Growth – Financial Policy Nexus in Retailing*, „Journal of Retailing” 1983, Vol. 59, No. 3.
- Lee Ch. F., Lee A. C. (ed.), *Encyclopedia of Finance*, Springer Science and Business Media Inc., New York 2006.
- Ocena kondycji ekonomicznej sektora przedsiębiorstw niefinansowych w 2009 r. w świetle danych F-01/I-01*, NBP Instytut Ekonomiczny, czerwiec 2010 – http://www.nbp.pl/publikacje/koniunktura/raport_2009.pdf (dostęp 01 marca 2013 r.).
- Papiernik-Wojdera M., *Koncepcja zrównoważonego wzrostu a zarządzanie efektywnością przedsiębiorstwa*, [w:] T. Dudycz, G. Osbert Pociecha, B. Brycz (red.), *Efektywność – konceptualizacja i uwarunkowania*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 262, Wrocław 2012 (według informacji Redaktora Naczelnego Wydawnictwa praca ukaże się drukiem na początku 2013 r.).
- Platt H. D., Platt M. B., Chen G., *Sustainable Growth Rate of Firms in Financial Distress*, „Journal of Economics and Finance”, Summer 1995, Vol. 19, No. 2.
- Sytuacja na rynku kredytowym – wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. I kwartał 2013 r.* Warszawa, styczeń 2013 r. – http://www.nbp.pl/systemfinansowy/rynek_kredytowy_2013_1.pdf (dostęp 01 marca 2013 r.).
- Zoltners A. A., Sinha P., Lorimer S. E., *The Complete Guide to Sales Force Incentive Compensation*, Setting Effective Goals and Objectives (chapter 9), AMACOM, New York 2006.

Marzena Papiernik-Wojdera

REAL GROWTH RATE AND INTERNAL GROWTH RATE OF ENTERPRISE DURING AN ECONOMIC DOWNTURN

Sales management is one of the most important problems of enterprise activity during an economic downturn. Sales drop and financial distress, at that time, create fundamental challenges for further activity and development of an enterprise. In these circumstances the internal growth rate could be a helpful concept in sales management. The internal growth rate (IGR) is the rate at which a company can grow without obtaining outside financing.

The aim of this paper is to present the idea of internal growth rate and its application to recognition of relations between real sales growth and internal growth rate on the example of companies from the light industry sector listed on the Warsaw Stock Exchange. That problems have been presented in the context of changes in debt of polish industrial companies between 2006–12 and companies' debt forecast in the near future.

Key words: real growth rate, internal growth rate, economic downturn.

ZAŁĄCZNIK 1.

Wykresy rzeczywistych stóp sprzedaży (RGR) oraz wewnętrznych stóp wzrostu (IRG) spółek przemysłu lekkiego notowanych na GPW w Warszawie w latach 2006–11

Bytom SA

Lubawa SA

Novita SA

Protektor SA

Próchnik SA

Wistil SA