

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

226

Kształtowanie wartości ZOZ nowym wyzwaniem menedżerów



pod redakcją

**Marka Łyszczaka, Marii Węgrzyn,
Dariusza Wasilewskiego**



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2011

Recenzenci: Aldona Frączkiewicz-Wronka, Teresa Lubińska

Redaktor Wydawnictwa: Anna Grzybowska

Redaktor techniczny: Barbara Łopusiewicz

Korektor: Barbara Cibis

Łamanie: Beata Mazur

Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna na stronie www.ibuk.pl

Streszczenia opublikowanych artykułów są dostępne w międzynarodowej bazie danych The Central European Journal of Social Sciences and Humanities <http://cejsh.icm.edu.pl> oraz w The Central and Eastern European Online Library www.ceeol.com, a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się na stronie internetowej Wydawnictwa www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2011

ISSN 1899-3192

ISBN 978-83-7695-131-7

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Spis treści

Wstęp.....	7
Część 1. Budowanie wartości – aspekt systemowy i właścicielski	
Dorota Korenik , Źródła finansowania innowacji w MSP szansą na rozwój (poprawę kondycji finansowej) ZOZ.....	11
Agnieszka Bem , Finansowanie ochrony zdrowia przez gospodarstwa domowe	23
Anna Hnatyszyn-Dzikowska, Zofia Wyszowska , Fundusze strukturalne UE jako determinanta konkurencyjności ZOZ.....	33
Joanna Jończyk , Kultura organizacyjna a innowacyjność w szpitalu publicznym.....	43
Joanna Sulowska, Łukasz Sulowski , Modele zarządzania zasobami ludzkimi w organizacjach medycznych.....	53
Część 2. Budowanie wartości – aspekt rachunkowy i finansowy	
Sylwia Serwatka , Wzajemne współzależności pomiędzy audytem i kontrolą wewnętrzną w Zakładzie Opieki Zdrowotnej.....	63
Maria Węgrzyn , Kształtowanie wartości ZOZ a rynek usług finansowych	70
Alina Warelis , Wartość szpitala jako przedsiębiorstwa a wartość firmy (<i>goodwill</i>).	83
Paweł Prędkiewicz , Identyfikacja potencjalnych problemów ze stosowaniem klasycznych metod wyceny przedsiębiorstw do samodzielnych publicznych ZOZ	93
Robert Golej , Perspektywy wykupów menedżerskich w służbie zdrowia w Polsce.....	104
Grzegorz Michalski , Efektywność inwestycji w płynne aktywa w opodatkowanych i nie opodatkowanych organizacjach opieki zdrowotnej.....	115
Radosław Witczak , Wpływ norm podatkowych na wycenę zakładów opieki zdrowotnej – wybrane zagadnienia	129
Część 3. Budowanie wartości – aspekt pacjenta	
Dorota Jachimowicz-Wołoszynek, Agnieszka Weber, Dorota Rogala, Agnieszka Skinder , Badanie poziomu oczekiwań i zadowolenia hospitalizowanych pacjentów – wybrane aspekty.....	139
Katarzyna Krot , Zaufanie w relacji lekarz–pacjent.....	150
Agnieszka Bukowska-Piestrzyńska , Reputacja w funkcjonowaniu placówki zdrowotnej.....	161
Anna Murawska, Anna Michalska , Ocena wybranych problemów ochrony zdrowia ludności w Polsce	174

Summaries

Part 1. Value Creation – system and ownership aspect

Dorota Korenik , Sources of innovation in smes an opportunity for development – improving the financial situation of health care centers.....	22
Agnieszka Bem , Financing of health care by households	32
Anna Hnatyszyn-Dzikowska, Zofia Wyszowska , EU Structural Funds as the determinant of the competitiveness in health care centre.....	42
Joanna Jończyk , Organizational culture and innovation in a public hospital.....	52
Joanna Sułkowska, Łukasz Sułkowski , Models of human resources management in medical organizations.....	60

Part 2. Value Creation – accounting and financial aspect

Sylvia Serwatka , Mutual interdependence of audit and internal control in a health care centre.....	69
Maria Węgrzyn , Shaping the value of health care centre vs. financial services market.....	82
Alina Warelis , Worth of hospital as a company vs its value (goodwill).....	92
Paweł Prędkiewicz , Identification of potential problems related to using traditional methods of valuing companies for public health care organizations.....	103
Robert Golej , Prospects for management buyouts in the health sector in Poland.	114
Grzegorz Michalski , The efficiency of liquid assets investment: taxed and not taxed healthcare organizations case.....	128
Radosław Witczak , The influence of tax provisions on the valuation of health care centers – chosen issues	136

Part 3. Value Creation – aspect of patient

Dorota Jachimowicz-Wołoszynek, Agnieszka Weber, Dorota Rogala, Agnieszka Skinder , Examination of the level of expectation and satisfaction of patients of chosen health care units – some aspects	149
Katarzyna Krot , Trust in doctor-patient relationship.....	160
Agnieszka Bukowska-Piestrzyńska , Reputation in functioning of a health facility.....	173
Anna Murawska, Anna Michalska , Evaluation of selected problems of health-care in Poland	182

Grzegorz Michalski

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

EFEKTYWNOŚĆ INWESTYCJI W PŁYNNE AKTYWA W OPODATKOWANYCH I NIE OPODATKOWANYCH ORGANIZACJACH OPIEKI ZDROWOTNEJ

Streszczenie: Organizacja realizująca usługi medyczne, wybierając między możliwymi poziomami zaangażowania zasobów w kapitał pracujący netto (aktywa płynne netto), wybiera zarówno pomiędzy oczekiwanymi poziomami korzyści dla stron finansujących cele organizacji z danego rodzaju inwestycji, jak też pomiędzy określonymi poziomami zagrożenia osiągnięcia oczekiwanych wyników będących rezultatem odmiennych poziomów ryzyka towarzyszącego tym wyborom. W niniejszym artykule przedmiotem rozważań jest relacja między ryzykiem towarzyszącym oczekiwanym korzyściom dla dostawców kapitału wynikająca z wyboru strategii inwestowania w aktywa płynne, zależnie od trzech możliwych form realizowania działań na rynku usług medycznych, oraz wynikających z tego zmian w ryzyku, reprezentowanych przez stopę kosztu kapitału finansującego przedsięwzięcia tego typu organizacji.

Słowa kluczowe: finanse służby zdrowia, kapitał pracujący, zarządzanie płynnością organizacji *non profit*.

1. Wstęp

Przedsiębiorstwa świadczące usługi medyczne mogą działać jako opodatkowane przedsiębiorstwa działające na zasadach komercyjnych lub jako nie nastawione na zysk, nieopodatkowane organizacje [Lane, Longstreth, Nixon 2001, s. 1-17]. Zaletą komercyjnie działających firm, w powszechnym przekonaniu, jest skuteczniejsze i bardziej efektywne zarządzanie niż to, które jest realizowane przez firmy kontrolowane przez państwo/samorząd [Nowicki 2004, s. 29]. W niniejszym artykule¹ interesuje nas porównanie efektywności inwestycji w płynne aktywa w trzech różnych rodzajach organizacji świadczących usługi medyczne: nieopodatkowanej jednostki kontrolowanej i finansowanej przez samorząd, nieopodatkowanej organizacji *non profit* oraz opodatkowanej organizacji prowadzącej działalność na rynku usług medycznych, kontrolowanej i finansowanej na zasadach w pełni komercyjnych [Berger 2008, s. 46-47].

¹ Praca naukowa finansowana ze środków budżetowych na naukę w latach 2010-2012 jako projekt badawczy nr NN113021139.

W warunkach towarzyszących osłabionej koniunkturze gospodarczej, spora część instytucji nie nastawionych na zysk (dalej zamiennie z *non profit*) doświadcza z jednej strony, zmniejszonych możliwości finansowania swej działalności, a z drugiej większego popytu na swoje usługi. Wynika on ze wzrostu zapotrzebowania wśród beneficjentów, będącego rezultatem wzrostu bezrobocia, zmniejszenia sprzedaży firm działających na krawędzi sensowności ekonomicznej i innych czynników powodujących przyrost potrzeb wśród najliczniejszej grupy odbiorców usług realizowanych przez organizacje *non profit* [Zietlow 2010, s. 238]. Na poprawną działalność organizacji *non profit* ma wpływ również ekonomiczna sensowność ich funkcjonowania i w tych rozważaniach na finansową efektywność decyzji zarządzających organizacją *non profit* zwrócimy szczególną uwagę.

Celem finansowym działania organizacji *non profit* nie jest maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa, jak to jest w firmach nastawionych na zysk (ekonomiczny), a realizacja misji [Brigham, Gapenski 2000, s. 524; Zietlow, Hankin, Seidner 2007, s.6-7]. Nie zmienia to faktu, że do oceny decyzji finansowych organizacji *non profit* (a takimi zajmujemy się w tym artykule) stosuje się analogiczne zasady jak wobec przedsiębiorstw prowadzących działalność nastawioną na zysk [Brigham, Gapenski 2000, s. 524-536].

Zgodnie z tymi zasadami wyższemu ryzyku towarzyszy wyższy koszt finansowania (wyższa stopa kosztu kapitału), a przez to ma wpływ na zmiany wartości ekonomicznej; ta z kolei zwiększa efektywność realizacji misji organizacji *non profit*, a przez to osiągnięcia jej celu. Koszt finansowania aktywów bieżących (kapitału pracującego) netto zależy od ryzyka związanego z przyjętą przez przedsiębiorstwo strategią finansowania i/lub inwestowania w aktywa płynne.

Stopa kosztu kapitału finansującego inwestycje w aktywa płynne zależy od rodzaju finansowania, poziomu inwestycji w aktywa płynne w ich relacji do spodziewanych przychodów ze sprzedaży oraz awersji dostawców kapitału do ryzyka. Celem rozważań w artykule jest dyskusja nad modelem wpływu oddziaływania inwestycji w kapitał pracujący netto na rezultaty działalności organizacji *non profit*. Będzie on zrealizowany przez przedstawienie (uproszczonego) przykładu ilustrującego takie oddziaływanie.

W zależności od przyjętego sposobu finansowania aktywów bieżących, wyróżniamy jedną z trzech strategii:

- agresywną (*aggressive*), gdy wykorzystujemy najbardziej ryzykowne, lecz równocześnie najtańsze, głównie krótkoterminowe finansowanie,
- umiarkowaną (*compromise*), w której mamy do czynienia z wyborem wariantu umiarkowanego między ryzykiem a wysokością kosztów finansowania,
- konserwatywną (*conservative*), najdroższą pod względem kosztów finansowania, lecz równocześnie najbardziej bezpieczną, wiążącą się z najniższym ryzykiem spośród trzech strategii finansowania aktywów bieżących.

Wybierając między trzema różnymi poziomami aktywów bieżących w ich relacji do spodziewanych poziomów sprzedaży, możemy wykorzystać jedną z trzech strategii:

- restrykcyjną (*restrictive*), gdy zarząd przedsiębiorstwa decyduje się użyć bardziej ryzykownego, choć równocześnie tańszego w utrzymaniu, najniższego z możliwych poziomów aktywów bieżących w stosunku do oczekiwanego poziomu sprzedaży,
- pośrednią (*moderate*), kiedy zarząd pośrednio dobiera poziom aktywów bieżących w taki sposób, że ryzyko braku aktywów bieżących ma również umiarkowany poziom,
- elastyczną (*flexible*), w której zarząd przedsiębiorstwa wybiera najdroższe, lecz i najbezpieczniejsze rozwiązanie, utrzymując najwyższy poziom aktywów bieżących w relacji do spodziewanej sprzedaży w obawie przed brakiem aktywów bieżących.

Wrażliwość wyników przedsięwzięć na ryzyko zależy od sektora, w jakim są realizowane usługi organizacji nie nastawionej na zysk. W sytuacjach, w których wrażliwość na ryzyko jest wyższa, powinny być brane pod uwagę podejścia bardziej elastyczne i bardziej konserwatywne w celu uzyskania wyższej efektywności realizacji misji. Zależność ta występuje również w drugą stronę: działania realizowane w bezpieczniejszych sektorach można bez obaw oprzeć na bardziej restrykcyjnych oraz bardziej agresywnych strategiach w celu uzyskiwania lepszych rezultatów owocujących wyższym przyrostem efektywności ekonomicznej.

Majątek przedsiębiorstwa stanowią aktywa całkowite, w skład których wchodzi aktywa trwałe i aktywa obrotowe. Aktywa płynne (*current assets*) rozumiane jako suma zapasów, należności krótkoterminowych (do których w całości zalicza się wszystkie należności z tytułu dostaw i usług bez względu na okres wymagalności zapłaty) i inwestycji krótkoterminowych (czyli środków pieniężnych i ich ekwiwalentów) oraz krótkoterminowych rozliczeń międzyokresowych [*Bilansowe wyniki...* 2008, s. 9; Mueller 1953; Graber 1948; Khoury, Smith, MacKay 1999; Cote, Latham 1999], stanowią dla przedsiębiorstwa z jednej strony zabezpieczenie przed ryzykiem [Merton, Perold 1999, s. 506; Lofthouse 2005, s. 27-28; Parrino, Kidwell 2008, s. 224-233, Poteshman, Parrino, Weisbach 2005, s. 21-60], a z drugiej inwestycję w rozumieniu rezygnacji z bieżącego wykorzystania zasobów ukierunkowanego na realizację korzyści w przyszłości [Levy, Gunthorpe 1999, s. 6; Reilly 1992, s. 6; Fabozzi 1999, s. 214]. W niniejszym artykule aktywa płynne są utożsamiane z aktywami obrotowymi. Nie są to, co prawda, pojęcia dokładnie tożsame, gdyż aktywa płynne są równe aktywom obrotowym pomniejszonym o należności od odbiorców odzyskiwanych w okresie powyżej 12 miesięcy [Michalski 2004a], jednakże w celu uproszczenia rozważań przyjęto takie podejście, w którym terminy: majątek obrotowy, aktywa obrotowe, kapitał pracujący, kapitał obrotowy i aktywa płynne są traktowane jako w przybliżeniu równoważne i zamienne.

Poziom aktywów bieżących wynika z procesów związanych z organizacją produkcji lub realizacji usług, z procesów ze swej natury operacyjnych, a więc wynikających z chęci wytworzenia na czas produktów lub usług, co do których jest przeświadczenie, że będzie na nie zapotrzebowanie [Baumol 1952, Beck, Stockman 2005, Beranek

1963, Emery 1988, Gallinger, Ifflander 1986, Holmstrom, Tirole 2001, Kim, Mauer, Sherman 1998, Kim, Atkins 1978, Lyn, Papaioannou 1996, Tobin 1958, Stone 1972, Miller, Orr 1966, Miller, Stone 1996, Myers, Rajan 1998, Opler, Stulz, Williamson 1999, Rutkowski 2000]. Ma to wpływ głównie na poziom zapasów i leży w gestii nauk związanych z zarządzaniem operacyjnym [Peterson, Silver 1979, s. 67-69; Orlicky 1975, s.17-19; Plossl 1985, s. 421-424].

Równocześnie aktywa płynne stanowią rezultat aktywnej polityki pozyskiwania i utrzymywania klientów [Bougheas, Mateut, Mizen 2009]. Realizuje się ją poprzez dopasowanie oferty do specyfiki rynku, na którym jest realizowana sprzedaż. Znajduje ona odzwierciedlenie w poziomie zapasów wyrobów gotowych oraz należności krótkoterminowych.

Wśród czynników motywujących inwestowanie w aktywa płynne są jeszcze: niepewność i ryzyko. Z ich powodu konieczne się staje gromadzenie ostrożnościowych (zwanych też przezornościowymi) zasobów środków pieniężnych oraz – wynikających z konieczności zabezpieczenia ciągłości produkcji – zapasów materiałów i surowców koniecznych do wytworzenia wyrobów gotowych.

Znaczna część organizacji działa w warunkach zmienności cen potrzebnych im materiałów i surowców oraz zmienności innych istotnych parametrów (np. kursów walut). Taka zmienność może uzasadniać utrzymywanie dodatkowych zasobów środków pieniężnych przeznaczonych na realizację wbudowanych w nie amerykańskich opcji kupna poprzez zakup surowców po tańszej niż ich oczekiwana długookresowa cena równowagi.

Relacje organizacji z dostawcami materiałów, surowców i usług koniecznych do realizacji produkcji i sprzedaży wyrobów gotowych zazwyczaj powodują odroczenie (za nie) płatności. Powstają wówczas zobowiązania wobec dostawców oraz pracowników (którzy są również w pewnym sensie wewnętrznymi dostawcami usług). W podobny sposób owocuje fakt obciążenia organizacji obowiązkowymi płatnościami, rodząc zobowiązania innego typu. Obie kategorie zobowiązań będą tu nazywane niefinansowymi zobowiązaniami bieżącymi (dla odróżnienia ich od tych zobowiązań bieżących, które wynikają z zaciągnięcia zobowiązań finansowych w postaci np. krótkoterminowego długu).

Odroczenie wymaganych płatności wpływa na zmniejszenie zapotrzebowania na środki przedsiębiorstwa zaangażowane w finansowanie aktywów bieżących. Aktywa płynne pomniejszone o niefinansowe zobowiązania bieżące (niefinansowe zobowiązania krótkoterminowe) to aktywa płynne netto. Są to środki zamrożone w aktywach bieżących, a utożsamiane z kapitałem zamrożonym w tych aktywach.

Aktywa płynne netto (traktowane w artykule jako synonim kapitału pracującego netto), czyli aktywa płynne pomniejszone o niefinansowe pasywa bieżące, to środki, które organizacja zamraża w trakcie realizacji swojego cyklu operacyjnego. Jeśli charakter działań realizowanych przez organizację tego wymaga, środki zamrożone w kapitale pracującym netto mogą osiągać nawet znaczne rozmiary. Celem tego ar-

tykułu jest rozważenie, w jaki sposób inwestycje w kapitał pracujący netto wpływają na ekonomiczną efektywność organizacji świadczącej usługi zdrowotne, wyrażoną jako suma przyszłych wolnych przepływów pieniężnych dyskontowanych kosztem kapitału finansującego realizację misji organizacji.

2. Wpływ inwestycji w aktywa płynne netto na ekonomiczną efektywność realizacji misji organizacji

Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa nastawionego na zysk ma na celu wzrost bogactwa jego właścicieli. W organizacjach nie nastawionych na zysk zamiast inwestorów występują filantropi [Błazek 2008, s. 11], a osiągnięcie celu filantropów polega na jak najskuteczniejszej i najefektywniejszej realizacji zadań, dla jakich filantropi zasilili organizację *non profit* [Ralser 2007, s. 22-28]. Co do zasady, filantropi są zainteresowani tym, aby ich pieniądź był wykorzystany najwydajniej i najefektywniej, dlatego do oceny finansowej celów organizacji stosuje się tradycyjne miary efektywności organizacji z niewielką modyfikacją o ewentualne oddziaływanie społeczne [Raymond 2010, s. 18-37; Ralser 2007, s. 22-28; Błazek 2008, s. 11-23]. W najprostszym ujęciu o mierzonej finansowo efektywności poczynań organizacji *non profit* decyduje suma zaktualizowanych po koszcie kapitału, oczekiwanych strumieni pieniężnych, jakie będą generowane przez przedsiębiorstwo, powiększonych o ewentualne efekty społeczne [Michalski 2004b, s. 9-11]. Można tę zależność przedstawić na podstawie równania (1):

$$V_{npo} = \sum_{t=0}^n \frac{FCFF_t + SFCCF_t}{(1 + CC)^t} \quad (1)$$

gdzie: V_{npo} – efektywność organizacji *non profit* (NPO), $FCFF_t$ – wartość oczekiwanych wolnych przepływów pieniężnych generowanych przez aktywa pracujące organizacji NPO w okresie t , $SFCCF_t$ – wartość oczekiwanych społecznych efektów przeliczonych na pieniężny ekwiwalent wolnych przepływów pieniężnych generowanych przez aktywa pracujące organizacji NPO w okresie t , CC – stopa dyskontowa wynikająca ze stopy kosztu kapitału finansującego organizację [Brigham, Gampenski 2000, s. 533; Hawawini, Viallet 2007, s. 470-472].

Wzrost efektywności organizacji *non profit* osiąga się przez:

- dążenie do maksymalizacji pozytywnych efektów społecznych (o tym, czy one są pozytywne, rozstrzyga perspektywa darczyńców, i te efekty mogą się znacznie różnić – być sprzeczne – między różnymi organizacjami);
- doprowadzenie do wzrostu oczekiwanych wolnych przepływów pieniężnych, szacowanych w organizacjach nie płaćących podatku dochodowego na podstawie wzoru (2):

$$FCFF = (CR - CE) - \Delta NWC - Capex = EBIT + NCE - \Delta NWC - Capex \quad (2)$$

gdzie: CR – przychody gotówkowe, $EBIT$ – zysk przed odsetkami i opodatkowaniem (równy w takim przypadku $NOPAT$), CE – koszty wydatkowe, NCE – koszty bezwydatkowe (np. amortyzacja, inne koszty nie pociągające za sobą wypływu pieniądza), ΔNWC – przyrost kapitału pracującego netto (sumy zapasów, należności, środków pieniężnych pomniejszonej o zobowiązania wobec dostawców), $Capex$ – kapitałowe nakłady inwestycyjne netto;

- minimalizację stopy kosztu kapitału finansującego organizację *non profit*;
- optymalizację okresu życia organizacji (a przy założeniu, że będzie ono przez cały czas generować dodatnie wolne przepływy pieniężne – wydłużenie).

Jak widać, umieszczony w liczniku prawej strony równania parametr, jakim są wolne przepływy pieniężne, jest uzależniony m.in. od gotówkowych przychodów ze sprzedaży, poziomu kosztów oraz zmian w kapitale pracującym netto. Inwestycje w kapitał pracujący netto umożliwiają generowanie odpowiednich przychodów ze sprzedaży, lecz także wpływają na poziom kosztów zmiennych i kosztów stałych organizacji *non profit*.

Z wcześniej wspomnianego wzoru (1) również wynika potrzeba ustalenia odpowiedniego poziomu ryzyka w zarządzaniu finansami organizacji *non profit*. Zarządy zwiększają efektywność kierowanych przez nie organizacji, m.in. poprzez wydłużanie okresu życia NPO przy założeniu generowania przez nią odpowiednio dodatnich wolnych przepływów pieniężnych oraz minimalizację stopy kosztu kapitału finansującego NPO. Obie te wielkości (CC oraz t z równania (1)) są wrażliwe na poziom ryzyka związanego z działalnością NPO, a na nie mają wpływ m.in. inwestycje poczynione w kapitał pracujący netto. Wraz ze wzrostem ryzyka obniża się prawdopodobieństwo odpowiednio długiego, zgodnego z interesami darczyńców, okresu życia NPO, a wzrasta prawdopodobieństwo jej przedwczesnej likwidacji. Stopa kosztu kapitału natomiast jest tym wyższa, im wyższy jest poziom ryzyka, ponieważ w związku z wyższym ryzykiem dostawcy kapitału (zwłaszcza obcego) domagają się wyższej oczekiwanej stopy zwrotu, a dostawcy własnego mniej ufnie powierzają swoje pieniądze NPO, która przez większe ryzyko w mniejszym stopniu gwarantuje osiągnięcie celów, jakie darczyńcy postawili przed organizacją.

Ponadto omawiany już licznik równania (1), czyli wolne przepływy pieniężne generowane przez NPO ($FCFF$), jest zależny od ryzyka oddziałującego na kształtowanie się przyszłych cen surowców, wolumenu sprzedaży, poziomu konkurencji, stosowanej technologii oraz preferencji konsumenckich. Na te elementy ryzyko również wpływa, a co za tym idzie, zarządzanie ryzykiem wpływa na efektywność NPO. O poziomie tego ryzyka może współdecydować poziom zamrożenia środków w składnikach kapitału pracującego netto.

W wycenie wpływu inwestycji w kapitał pracujący netto na efektywność NPO można użyć ogólnego schematu (3):

$$\Delta EV_{npo} = -\Delta NWC_0 + \sum_{k=1}^n \frac{(\Delta CR_n - \Delta CE_n) - \Delta NWC_n - \Delta Capex_n}{(1 + CC)^n} + \frac{\Delta NWC_0}{(1 + CC)^n} \quad (3)$$

gdzie: ΔNWC_0 – przyrost aktywów bieżących (kapitału pracującego) netto w okresie początkowym wynikający ze zmian w zarządzaniu jednym (lub kilkoma) ze składników kapitału pracującego netto (np. zmiana w cyklu operacyjnym wpływająca na poziom zapasów), ΔCR_n – przyrost gotówkowych przychodów ze sprzedaży wynikający ze zmian w kapitale pracującym netto, ΔCE_n – przyrost kosztów wydatkowych wynikający ze zmiany w kapitale pracującym netto, ΔNWC_n – zmiany w kapitale pracującym netto będące skutkiem zmiany opisanej przez ΔNWC_0 ; $\Delta Capex_n$ – zmiany w wydatkach kapitałowych wynikających ze zmian w kapitale pracującym netto (np. zmiana w zapasach może zaowocować zmianą powierzchni i urządzeń magazynowych, a w następstwie zmianą w inwestycjach kapitałowych), CC – stopa kosztu kapitału finansującego organizację.

Jak widać, zmiany w kapitale pracującym netto mają wpływ na efektywność NPO i ocena ich wpływu na ostateczną efektywność NPO, mierzona poprzez przyrost jego wartości, przebiega według podobnego schematu jak ocena projektów rzeczowych długoterminowych, choć inne są źródła generowanej wartości dodanej.

3. Wybór strategii inwestowania w aktywa płynne a efektywność

Strategie inwestowania w płynne aktywa (*alternative current assets investment policies*), zwane również aktywami bieżącymi, są stosowanymi przez NPO sposobami podejścia do kształtowania wielkości inwestycji w takie składniki aktywów bieżących, jak zapasy (materiałów i surowców do produkcji, produkcji w toku i zapasów wyrobów gotowych), należności oraz operacyjne środki pieniężne. Można tu zaproponować jedno z trzech istniejących podstawowych podejść do rozwiązania tego problemu. Pierwsze z nich to podejście **restrykcyjne**, polegające na minimalizowaniu poziomu składników aktywów płynnych i restrykcyjnym podejściu do udzielania kredytu kupieckiego; takie podejście ma na celu minimalizację kosztów. Drugie to podejście **pośrednie**, polegające na utrzymywaniu aktywów bieżących, a zwłaszcza zapasów i środków pieniężnych, na przeciętnym poziomie. Trzecie to podejście **elastyczne**, wiążące się z utrzymywaniem wysokiego poziomu aktywów bieżących (szczególnie zapasów i środków pieniężnych) w NPO oraz posiadaniem wysokiego

poziomu należności poprzez stosowanie liberalnego podejścia do ściągania należnych kwot od odbiorców. Nadrzędnym celem takiego podejścia jest minimalizacja ryzyka operacyjnego, lecz równolegle wiąże się to z wyższymi kosztami operacyjnymi i wyższym poziomem zaangażowanego kapitału.

Wzrostowi elastyczności podejścia do inwestowania w aktywa płynne towarzyszy wzrost kosztów operacyjnych (niefinansowych), lecz także spadek ryzyka. Działa to również w drugą stronę i wzrostowi restrykcyjności podejścia do inwestowania w aktywa płynne towarzyszy wzrost ryzyka, choć ma miejsce również spadek kosztów operacyjnych.

Oprócz kosztów operacyjnych NPO musi brać pod uwagę koszty finansowe. Koszty finansowe zależą w znacznej mierze od ryzyka. Ryzyko jest najwyższe w podejściu restrykcyjnym, najniższe zaś w podejściu elastycznym. Podobnie koszty finansowania – będą wyższe dla strategii restrykcyjnej, a niższe dla elastycznej. Jest to zgodne z zasadą, że komercyjni dawcy kapitału (wierzyciele) domagają się wyższej stopy zwrotu w zamian za wyższe ryzyko związane z inwestycją, w której swój kapitał zamrażają, a z kolei filantropijni dostawcy kapitału wybiorą organizację bardziej efektywną w osiąganiu ich celów i misji, co także przekłada się na wysokość kosztu kapitału.

Przykład. Zarządzający organizacją świadczącą usługi medyczne stoją przed wyborem odpowiedniego podejścia do inwestowania w aktywa płynne oraz odpowiedniego doboru formy, w jakiej to zadanie będzie realizowane. Realizacji zadań firmy działającej jako nieopodatkowana jednostka kontrolowana i finansowana przez samorząd (wersja A), będzie towarzyszyć niższy koszt kapitału obcego oraz niższe ryzyko finansowania kapitałem własnym, przekładające się na niższy koszt kapitału własnego. Realizacja zadań w nieopodatkowanej organizacji *non profit* (wersja B) pociąga za sobą korzyść jedynie w postaci braku opodatkowania. W opodatkowanej organizacji prowadzącej działalność na rynku usług medycznych kontrolowanej i finansowanej na zasadach w pełni komercyjnych (wersja C) żadna z tych korzyści nie wystąpi, jednak, jak się powszechnie wierzy, taka forma ma się wiązać z wyższą efektywnością zarządzania operacyjnego [Berger 2008, s. 45-48]. Podejście restrykcyjne wiąże się z najniższym poziomem aktywów bieżących, dzięki czemu najniższym zapasom, należnościom i operacyjnym środkom pieniężnym utrzymywanym w firmie towarzyszą najniższe operacyjne koszty utrzymywania tych składników (w tab. 1 (wersja A) widoczne jako najwyższy udział *EBIT* w *CR*). Równocześnie niższy niż przy podejściu elastycznym poziom zapasów będzie pociągać za sobą niższą wielkość aktywów trwałych (*FA*), ale też niższą wielkość sprzedaży (*CR*). Niższy poziom aktywów trwałych to rezultat np. mniejszych potrzeb w zakresie powierzchni magazynowej i innych elementów majątku związanych z przechowywaniem i przemieszczaniem mniejszej ilości zapasów. Suma aktywów trwałych (*FA*) i aktywów bieżących (*CA*), pomniejszona o poziom zobowiązań wobec dostawców (*AP*), jest źródłem informacji o poziomie kapitału zaangażowanego w przedsiębiorstwo a co za tym idzie, informuje o wolnych przepływach pieniężnych w początkowej fazie wdrażania danej strategii (FCF_0):

$$-(FA + CA - AP) = FCF_0.$$

Posiadając informacje o zysku przed odsetkami i opodatkowaniem (*EBIT*) i stopie opodatkowania ($T=0\%$), możemy oszacować zmiany w zysku operacyjnym netto po opodatkowaniu (*NOPAT*), które równocześnie są informacją o spodziewanych zmianach w wolnych przepływach pieniężnych w okresach, w których prognozowane jest działanie danej strategii ($FCF_{1..∞}$):

$$NOPAT_{1..∞} = EBIT \times (1 - T) = FCF_{1..∞}.$$

Niższa sprzedaż z kolei to rezultat uboższej oferty wyrobów gotowych i mniejszej zdolności do zaprezentowania wyrobów w mniejszej liczbie miejsc, w których klienci mogliby zdecydować się na zakup produktów firmy. W podejściu restrykcyjnym, poza najniższymi kosztami operacyjnymi, trzeba się jednak liczyć z najwyższymi kosztami finansowymi. Wyższe koszty finansowe wynikają z wyższego poziomu ryzyka niż w podejściu elastycznym. W tabeli 1 (wersja A) jest to uwidocznione w wyższym (niż w strategii elastycznej) poziomie współczynnika ryzyka β_i^* . Współczynnik ten kształtuje następnie koszt kapitału własnego k_e :

$$k_e = \beta_i^* \times (k_m - k_{RF}) + k_{RF},$$

gdzie: β_i^* – współczynnik ryzyka charakterystycznego dla danej firmy, zależnego od trzech składników, takich jak ryzyko aktywów posiadanych przez firmę typowych dla danego sektora, w jakim działa firma, ryzyko finansowe wynikające z relacji długu do kapitału własnego (D/E), ryzyko indywidualne firmy na tle sektora; k_m – stopa zwrotu z portfela rynkowego (w naszym przykładzie wyceniona na 18%); k_{RF} – stopa zwrotu wolna od ryzyka (w naszym przykładzie oszacowana na poziomie 4%).

W podobny sposób wyższe ryzyko znajdzie swoją wycenę w kosztach kapitału obcego (długu). Wierzyciele (najczęściej banki), oceniając przedsiębiorstwo, jeśli stosuje ono podejście restrykcyjne, doliczą do stóp kosztu kredytów (zarówno długoterminowych (k_{dd}), jak i krótkoterminowych (k_{dk})) premię za wyższe ryzyko niż gdyby miały do czynienia z przedsiębiorstwem stosującym strategię elastyczną. W rezultacie całościowa stopa kosztu kapitału (CC):

$$CC = \frac{E}{E + D_d + D_k} \times k_e + \frac{D_d}{E + D_d + D_k} \times k_{dd} \times (1 - T) + \\ + \frac{D_k}{E + D_d + D_k} \times k_{dk} \times (1 - T)$$

będzie wyższa przy strategii restrykcyjnej niż przy strategii elastycznej. Poziom stopy kosztu kapitału (CC) przełoży się również na spodziewane zmiany w efektywności NPO ΔV_{npo} .

Tabela 1. Wpływ na koszty operacyjne i finansowe wyboru strategii inwestowania w aktywa płynne – wersja A, B i C

Wersja A			
	restrykcyjna	pośrednia	elastyczna
1	2	3	4
Gotówkowe przychody (CR)	2000	2080	2142
Aktywa trwałe (FA)	1400	1444,8	1479,5
Aktywa płynne (CA)	600	936	1285,4
Aktywa całkowite (TA) = Pasywa całkowite (TL)	2000	2380,8	2764,9
Zobowiązania wobec dostawców (AP)	300	468	642,7
Kapitał zaangażowany ($E+D$)	1700	1912,8	2122,2
Kapitał własny (E)	680	765,1	848,9
Kapitał obcy długoterminowy (D_d)	340	382,6	424,4
Kapitał obcy krótkoterminowy (D_k)	680	765	849
udział $EBIT$ w CR	0,5	0,45	0,4
Zysk przed odsetkami i opodatkowaniem ($EBIT$)	1000,00	936,00	857,00
Zysk operacyjny netto po opodatkowaniu ($NOPAT$)	1000,00	936,00	857,00
Wolne przepływy pieniężne od 1 do ∞ ($FCF_{1,\infty}$)	1000,00	936,00	857,00
Wolne przepływy pieniężne w 0 (FCF_0)	-1700,00	-1913,00	-2122,00
Współczynnik ryzyka β_i^*	0,80	0,60	0,40
Koszt kapitału własnego (k_e)	15,20%	12,40%	9,60%
Koszt kapitału obcego długoterminowego (k_{dd})	6,00%	6,00%	6,00%
Koszt kapitału obcego krótkoterminowego (k_{dk})	5,00%	5,00%	5,00%
Koszt kapitału finansującego NPO (CC)	9,28%	8,16%	7,04%
Przyrost efektywności NPO (ΔV_{npo})	9 075,86	9 557,59	10 051,30
Wersja B			
Gotówkowe przychody (CR)	2000	2080	2142
Aktywa trwałe (FA)	1400	1444,8	1479,5
Aktywa płynne (CA)	600	936	1285,4
Aktywa całkowite (TA) = Pasywa całkowite (TL)	2000	2380,8	2764,9
Zobowiązania wobec dostawców (AP)	300	468	642,7
Kapitał zaangażowany ($E+D$)	1700	1912,8	2122,2
Kapitał własny (E)	680	765,1	848,9
Kapitał obcy długoterminowy (D_d)	340	382,6	424,4
Kapitał obcy krótkoterminowy (D_k)	680	765	849
udział $EBIT$ w CR	0,5	0,45	0,4
Zysk przed odsetkami i opodatkowaniem ($EBIT$)	1000,00	936,00	857,00
Zysk operacyjny netto po opodatkowaniu ($NOPAT$)	1000,00	936,00	857,00

1	2	3	4
Wolne przepływy pieniężne od 1 do ∞ ($FCF_{1,\infty}$)	1000,00	936,00	857,00
Wolne przepływy pieniężne w 0 (FCF_0)	-1700,00	-1913,00	-2122,00
Współczynnik ryzyka β_i^*	1,60	1,40	1,20
Koszt kapitału własnego (k_e)	26,40%	23,60%	20,80%
Koszt kapitału obcego długoterminowego (k_{dd})	10,00%	9,50%	9,00%
Koszt kapitału obcego krótkoterminowego (k_{dk})	8,50%	8,00%	7,50%
Koszt kapitału finansującego NPO (CC)	14,93%	13,57%	12,21%
Przyrost efektywności NPO (ΔV_{npo})	4996,13	4984,06	4897,99
Wersja C			
Gotówkowe przychody (CR)	2000	2080	2142
Aktywa trwałe (FA)	1400	1444,8	1479,5
Aktywa płynne (CA)	600	936	1285,4
Aktywa całkowite (TA) = Pasywa całkowite (TL)	2000	2380,8	2764,9
Zobowiązania wobec dostawców (AP)	300	468	642,7
Kapitał zaangażowany ($E+D$)	1700	1912,8	2122,2
Kapitał własny (E)	680	765,1	848,9
Kapitał obcy długoterminowy (D_d)	340	382,6	424,4
Kapitał obcy krótkoterminowy (D_k)	680	765	849
udział $EBIT$ w CR	0,5	0,45	0,4
Zysk przed odsetkami i opodatkowaniem ($EBIT$)	1000,00	936,00	857,00
Zysk operacyjny netto po opodatkowaniu ($NOPAT$)	810,00	758,16	694,17
Wolne przepływy pieniężne od 1 do ∞ ($FCF_{1,\infty}$)	810,00	758,16	694,17
Wolne przepływy pieniężne w 0 (FCF_0)	-1700,00	-1913,00	-2122,00
Współczynnik ryzyka β_i^*	1,60	1,40	1,20
Koszt kapitału własnego (k_e)	26,40%	23,60%	20,80%
Koszt kapitału obcego długoterminowego (k_{dd})	10,00%	9,50%	9,00%
Koszt kapitału obcego krótkoterminowego (k_{dk})	8,50%	8,00%	7,50%
Koszt kapitału finansującego (CC)	14,93%	13,57%	12,21%
Przyrost efektywności (ΔV)	3723,87	3 673,62	3 564,19

Źródło: dane hipotetyczne.

4. Podsumowanie

Jak widać w tabeli, podejście elastyczne wiąże się z najwyższym poziomem aktywów bieżących, przez co największym zapasom, należnościami i operacyjnym środkiem pieniężnym utrzymywanym w organizacji, towarzyszą najwyższe operacyjne koszty utrzymywania tych składników (w tabeli widoczne jako najniższy udział $EBIT$ w CR). Równocześnie wyższy niż przy podejściu restrykcyjnym poziom zapa-

sów będzie pociągać za sobą wyższą wielkość aktywów trwałych, ale też wyższą wielkość spodziewanej sprzedaży. Wyższy poziom aktywów trwałych to rezultat np. większych potrzeb w zakresie powierzchni magazynowej i innych elementów majątku związanych z przechowywaniem i przemieszczaniem większej ilości zapasów. Spodziewane wyższe przychody to rezultat szerszej oferty i większej zdolności do osiągania celów w większej liczbie miejsc, w których beneficjenci mogliby skorzystać z oferty organizacji. Podejściu elastycznemu, poza najwyższymi kosztami operacyjnymi, towarzyszą najniższe koszty finansowe. Niższe koszty finansowe to rezultat niższego poziomu ryzyka niż w podejściu restrykcyjnym. W tabeli jest to uwidocznione w niższym (niż w strategii restrykcyjnej) poziomie współczynnika ryzyka β^* . Współczynnik ten kształtuje następnie koszt kapitału własnego k_e . W podobny sposób niższe ryzyko znajdzie swoją wycenę w kosztach długu. Wierzyciele, oceniając organizację stosującą podejście elastyczne, doliczą do stóp kosztu kredytów zarówno długoterminowych (k_{da}), jak i krótkoterminowych (k_{dk}) mniejszą premię za ryzyko niż gdyby mieli do czynienia z firmą stosującą strategię restrykcyjną. W rezultacie całościowa stopa kosztu kapitału (CC) będzie niższa w ramach strategii elastycznej niż w strategii restrykcyjnej. Poziom stopy kosztu kapitału (CC) przełoży się również na spodziewany przyrost efektywności ΔV lub ΔV_{npo} .

Porównując trzy typy podejścia do realizacji zadań, zauważamy, że nieopodatkowana jednostka kontrolowana i finansowana przez samorząd (wersja A) uzyskała (przy fikcyjnym założeniu takich samych jak w wariantach B i C wynikach operacyjnych) największe przyrosty ΔV_{npo} . Realizacja zadań nieopodatkowanej organizacji *non profit* (wersja B) pociąga za sobą jedynie korzyść w postaci braku opodatkowania i wyniki były tu pośrednie. W opodatkowanej organizacji prowadzącej działalność na rynku usług medycznych, kontrolowanej i finansowanej na zasadach w pełni komercyjnych (wersja C) żadna z tych korzyści nie wystąpiła. Wersja C miałaby sens, jeśli wyższą efektywność zarządzania operacyjnego takiej formy rzeczywiście się potwierdzi i jeśli ta efektywność będzie wyższa niż korzyści wynikające z niższych kosztów finansowania.

Literatura

- Baumol W.J., *The transactions demand for cash: An inventory theoretic approach*, "Quarterly Journal of Economics" 1952, vol. 66 (November), s. 545-556.
- Beck S.E., Stockman D.R., *Money as real options in a cash-in-advance economy*, "Economics Letters" 2005, vol. 87, s. 337-345.
- Beranek W., *Analysis for Financial Decisions*, R.D. Irwin, Homewood 1963.
- Berger S., *Fundamentals of Health Care Financial Management*, Wiley, New York 2008.
- Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych w 2007 r.*, GUS, Warszawa 2008.
- Błazek J., *Nonprofit Financial Planning*, Wiley, New York 2008.
- Bougheas S., Mateut S., Mizen P., *Corporate trade credit and inventories: New evidence of a trade-off from accounts payable and receivable*, "Journal of Banking & Finance" 2009, vol. 33, no 2, s. 300-307.

- Brigham E.F., Gapenski L.C., *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa, 2000.
- Cote J.M., Latham C.K., *The merchandising ratio: A comprehensive measure of working capital strategy*, "Issues in Accounting Education" 1999, vol. 14, no 2 (May), s. 255-267.
- Emery G.W., *Positive theories of trade credit*, Advances in Working Capital Management vol. 1, JAI Press, Greenwich (Ct) 1988, s. 115-130.
- Fabozzi F.J., *Investment Management*, Prentice Hall, Upper Saddle River 1999.
- Gallinger G., Ifflander A.J., *Monitoring accounts receivable using variance analysis*, "Financial Management" 1986 (Winter), s. 69-76.
- Graber P.J., *Assets*, "The Accounting Review" 1948, vol. 23, no 1 (January), s. 12-16.
- Graham J.E., *Firm Value and Optimal Level of Liquidity*, Garland, New York 2001.
- Hawawini G., Viallet C., *Finanse menedżerskie*, PWE, Warszawa 2007.
- Hill N.C., Sartoris W.L., *Short-term Financial Management: Text and cases*, Prentice Hall, Englewood Cliffs 1995.
- Holmstrom B., Tirole J., *LAPM: A liquidity-based asset pricing model*, "Journal of Finance" 2001, vol. 56, s. 1837-1867 [WP6673, National Bureau of Economic Research, Cambridge, 1998].
- Khoury N.T., Smith K.V., MacKay P.I., *Comparing working capital practices in Canada, the United States and Australia*, "Revue Canadienne des Sciences de l'Administration" 1999, vol. 16, no 1 (March), s. 53-57.
- Kim Y.H., Atkins J.C., *Evaluating investments in accounts receivable: A wealth maximizing framework*, "Journal of Finance" 1978, vol. 33, no 2, s. 403-412.
- Kim C-S., Mauer D.C., Sherman A.E., *The determinants of corporate liquidity: Theory and evidence*, "Journal of Financial and Quantitative Analysis" 1998, vol. 33, no 3.
- Lane G.S., Longstreth E., Nixon V., *A Community Leaders Guide to Hospital Finance, The access project*, Suite 2001.
- Lee C.F., Finnerty J.E., *Corporate Finance: Theory, method and applications*, HBJ, Orlando 1990.
- Levy H., Gunthorpe D., *Introduction to Investments*, South-Western College Publishing, Cincinnati 1999.
- Lofthouse S., *Investment Management*, Wiley, Chichester 2005.
- Lyn E.O., Papaioannou G.J., *Liquidity and the Financing Policy of the Firm: An empirical test*, Advances in Capital Management, vol. 3, JAI Press Inc., London 1996, s. 65-83.
- Martin J.D., Petty J.W., Keown A.J., Scott D.F., *Basic Financial Management*, Prentice Hall, Englewood Cliffs 1991.
- Merton R.C., Perold A.F., *Theory of risk capital in financial firms*, [w:] *The New Corporate Finance. Where theory meets practice*, ed. D.H. Chew, McGraw-Hill, Boston 1999.
- Michalski G., *Leksykon zarządzania finansami*, C.H. Beck, Warszawa 2004a.
- Michalski G., *Wartość płynności w bieżącym zarządzaniu finansami*, CeDeWu, Warszawa 2004b.
- Miller M.H., Orr D., *A model of the demand for money by firms*, "Quarterly Journal of Economics" 1966, vol. 80, s. 413-435.
- Miller T.W., Stone B.K., *The value of short-term cash flow forecasting systems*, Advances in Working Capital Management vol. 3, JAI Press Inc., London 1996, s. 3-63.
- Mueller F.W., *Corporate working capital and liquidity*, "The Journal of Business of the University of Chicago" 1953, vol. 26, no 3 (July), s. 157-172.
- Myers S.C., Rajan R.G., *The paradox of liquidity*, "Quarterly Journal of Economics" 1998, vol. 113, no 3, s. 733-771.
- Nowicki M., *The Financial Management of Hospitals and Healthcare Organizations*, Health Administration Press, New York 2004.
- Opler T., Stulz R., Williamson R., *The determinants and implications of corporate cash holdings*, "Journal of Financial Economics" 1999, vol. 52, no 1, s. 3-46.
- Orlicky J., *Material Requirements Planning*, McGraw-Hill, New York 1975.

- Parrino R., Kidwell D.S., *Fundamentals of Corporate Finance*, Wiley, New York 2008.
- Peterson R., Silver E.A., *Decision Systems for Inventory Management and Production Planning*, Wiley, New York 1979.
- Plossl G.W., *Production and Inventory Control, Principles and Techniques*, Prentice Hall, Englewood Cliffs 1985.
- Poteshman A., Parrino R., Weisbach M., *Measuring investment distortions when risk-averse managers decide whether to undertake risky project*, "Financial Management" 2005, vol. 34 (Spring), s. 21-60.
- Ralsler T., *ROI for Nonprofits*, Wiley, New York 2007.
- Raymond S.U., *Nonprofit Finance for Hard Times*, Wiley, New York 2010.
- Reilly F.K., *Investments*, The Dryden Press, Fort Worth 1992.
- Rutkowski A., *Podejście inwestycyjne przy udzielaniu kredytu kupieckiego*, „Rachunkowość” 2000, nr 1, s. 19-25.
- Stone B.K., *The use of forecasts and smoothing in control – limit models for cash management*, "Financial Management" 1972, s. 72-84.
- Tobin J., *Liquidity preference as behavior toward risk*, "Review of Economic Studies" 1958 no 25, s. 65-86.
- Wędzki D., *Teoria zintegrowanego zarządzania kredytem handlowym w przedsiębiorstwie*, Zeszyty Naukowe, Monografie nr 141, AE, Kraków 2000.
- Wędzki D., *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa. Przepływy pieniężne a wartość dla właścicieli*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2003.
- Wojciechowska U., *Płynność finansowa polskich przedsiębiorstw w okresie transformacji gospodarki. Aspekty mikroekonomiczne i makroekonomiczne*, SGH, Warszawa 2001.
- Zietlow J., Hankin J.A., Seidner A.G., *Financial Management for Nonprofit Organizations*, Wiley, New York, 2007.
- Zietlow J., *Nonprofit financial objectives and financial responses to a tough economy*, "Journal of Corporate Treasury Management" 2010, vol.3, no 3 (May) [Henry Steward Publications, ISSN1753-2574], s. 238-248.

THE EFFICIENCY OF LIQUID ASSETS INVESTMENT: TAXED AND NOT TAXED HEALTHCARE ORGANIZATIONS CASE

Summary: Depending on the kind of realized mission, sensitivity on risk, which is a result of decision about liquidity financing policy, is on a different level. The kind of healthcare organization influences the best strategy choice. If an exposition on liquidity strategy risk is greater, the strategy is more conservative. If the exposition on that risk is lower, the net working capital strategy is more aggressive. The paper shows how decisions about liquidity strategy and choice between the kind of taxed or non-taxed form the inflow of risk of the healthcare organizations and its economical results during the realization of the main mission.

Keywords: healthcare finance, working capital, liquidity management, nonprofit liquidity management.