

VADEMECUM  
MENEDŻERA

Wiesław Pluta, Grzegorz Michalski

# KRÓTKOTERMINOWE ZARZĄDZANIE KAPITAŁEM

2. WYDANIE

Jak zachować płynność finansową



## VADEMECUM MENEDŻERA

---

Wiesław Pluta, Grzegorz Michalski  
Krótkoterminowe zarządzanie kapitałem



**Wiesław Pluta, Grzegorz Michalski**

# **KRÓTKOTERMINOWE ZARZĄDZANIE KAPITAŁEM**

**2. WYDANIE**

**Jak zachować płynność finansową**

---



*Autorzy poszczególnych rozdziałów:*  
Wiesław Pluta – rozdz. 3 i 8  
Grzegorz Michalski – rozdz. 1, 2, 4, 5, 6, 7

*Recenzja:* Piotr Karpuś

*Redakcja:* Justyna Anisimowicz, Monika Skonecka  
*Redakcja serii:* Ewa Tomkiewicz

*Okladka:* Robert Rogiński



© Wydawnictwo C.H. Beck 2013

Wydawnictwo C.H. Beck Sp. z o.o., ul. Bonifraterska 17  
00-203 Warszawa, tel. (22) 33 77 600

*Skład i łamanie:* Studio Graficzne MIMO, Michał Moczarski, Warszawa  
*Druk i oprawa:* Totem, Inowrocław

ISBN 978-83-255-5540-5



ISBN e-book 978-83-255-5541-2

# Spis treści

<b>Wstęp</b> .....	VII
<b>Rozdział I. Wprowadzenie do bieżącego zarządzania finansami</b> .....	1
1.1. Specyfika decyzji krótkoterminowych .....	2
1.2. Wieloaspektowość płynności finansowej .....	5
1.3. Krótkoterminowe decyzje finansowe a wartość przedsiębiorstwa .....	8
<b>Rozdział II. Monitorowanie poziomu płynności</b> .....	11
2.1. Niewypłacalność i upadłość .....	12
2.2. Analiza sprawozdań finansowych .....	16
2.2.1. Bilans .....	16
2.2.2. Rachunek zysków i strat .....	20
2.2.3. Sprawozdanie z przepływów środków pieniężnych .....	24
2.3. Wartość płynności a poziom płynności .....	25
2.4. Miary poziomu płynności .....	35
2.4.1. Wskaźnik bieżącej płynności .....	36
2.4.2. Wskaźnik płynności przyspieszonej .....	38
2.4.3. Wskaźnik środków pieniężnych .....	41
2.4.4. Skorygowany indeks płynności .....	42
2.4.5. Wskaźnik płynnych zasobów netto .....	44
<b>Rozdział III. Strategie zarządzania kapitałem pracującym netto</b> .....	46
3.1. Aktywa bieżące i pasywa bieżące .....	47
3.2. Cykl konwersji gotówki .....	48
3.3. Zarządzanie aktywami bieżącymi .....	50
3.4. Zarządzanie zobowiązaniami bieżącymi .....	52
3.5. Zarządzanie aktywami i pasywami bieżącymi .....	54
3.6. Relacja: korzyść – ryzyko .....	57
<b>Rozdział IV. Zarządzanie zapasami</b> .....	63
4.1. Proste metody zarządzania zapasami .....	64
4.2. Model POQ .....	65
4.3. Model EOQ .....	67
<b>Rozdział V. Polityka kredytu kupieckiego i zarządzanie należnościami</b> .....	77
5.1. Polityka kredytowa .....	79
5.2. Ściąganie i monitorowanie jakości należności .....	86

<b>Rozdział VI. Zarządzanie gotówką</b> .....	92
6.1. Modele zarządzania środkami pieniężnymi w przedsiębiorstwie .....	93
6.1.1. Model Baumola .....	93
6.1.2. Model Beranka .....	96
6.1.3. Model Millera–Orra .....	97
6.1.4. Model Stone’a .....	99
6.2. Prognozowanie poziomu gotówki .....	102
6.3. Techniki zarządzania środkami pieniężnymi w drodze .....	106
<b>Rozdział VII. Krótkoterminowe źródła finansowania</b> .....	111
7.1. Kredyt handlowy .....	113
7.2. Krótkoterminowe kredyty bankowe .....	113
7.3. Faktoring .....	119
7.4. Instrumenty rynku pieniężnego .....	120
<b>Rozdział VIII. Planowanie finansowe</b> .....	127
8.1. Sprawozdania finansowe <i>pro forma</i> – wariant zmian proporcjonalnych do sprzedaży .....	127
8.1.1. Szacowanie proporcjonalnych przyrostów .....	127
8.1.2. Szacowanie przyrostów kapitałów obcych .....	132
8.1.3. Szacowanie przyrostów nowych kapitałów własnych akcyjnych lub udziałowych .....	135
8.2. Model stabilnego rozwoju .....	138
<b>Literatura</b> .....	143
<b>Indeks</b> .....	153

# Wstęp

Prezentowana pozycja zajmuje się problemami związanymi z bieżącymi decyzjami przedsiębiorstwa w zakresie rozporządzania jego kapitałem. Są to decyzje codziennie podejmowane przez przedsiębiorstwa. Wpływają one na poziom ryzyka upadłości przedsiębiorstwa wynikającej z braku płynności finansowej. Równocześnie, jest to sfera decyzyjna zarządów dość często niedostatecznie doceniana z powodu relatywnie małych jednostkowych kosztów, związanych z błędami w obszarze krótkoterminowego zarządzania kapitałem.

**Publikacja, licznie ilustrowana przejrzystymi przykładami, powinna być cennym źródłem informacji zarówno dla teoretyków, jak też praktyków życia gospodarczego, a w szczególności – zainteresować prezesów przedsiębiorstw, dyrektorów finansowych, głównych księgowych, specjalistów w zakresie zarządzania finansami przedsiębiorstw, a także studentów kierunków ekonomicznych.**

Krótkoterminowe decyzje finansowe, w wielu aspektach różnią się od tych, które odnoszą się do długiego okresu. Obejmują decyzje związane z pieniężnymi wpływami, wypływami, poziomem płynności we wszystkich jej aspektach, wartością płynności oraz wewnętrznymi przepływami pieniężnymi. Działania krótkookresowe i długookresowe są jednak ze sobą bardzo mocno powiązane. Często działania o charakterze krótkoterminowym mają, poza działaniem operacyjnym, także wpływ długoterminowy.

W prezentowanej pozycji zwrócono na ten fakt szczególną uwagę. Proponowane rozwiązania w zakresie krótkoterminowego zarządzania kapitałem uwzględniają również ich wpływ na realizację długookresowego finansowego celu zarządzania przedsiębiorstwem, jakim jest maksymalizacja jego wartości rynkowej.

Praca składa się z ośmiu rozdziałów. Pierwszy z nich zawiera wprowadzenie do krótkoterminowych decyzji w zakresie zarządzania kapitałem. Zdefiniowano w nim pojęcie płynności finansowej oraz omówiono charakter krótkoterminowych decyzji finansowych i ich wpływ na wartość rynkową przedsiębiorstwa.

Rozdział drugi zajmuje się monitorowaniem poziomu płynności finansowej. W pierwszej kolejności omawiane są skutki zbyt niskiego jej poziomu, relacja między niewypłacalnością i upadłością. Następnie przedstawiane są sprawozdania finansowe będące źródłem informacji o poziomie płynności w przedsiębiorstwie. Kolejnym elementem rozdziału drugiego jest omówienie związku między poziomem płynności a jej wartością. Wyższemu poziomowi płynności finansowej



w przedsiębiorstwie towarzyszy relatywny spadek wartości płynności dla tego przedsiębiorstwa. Istnieje też powiązanie odwrotne. Spadek poziomu płynności w przedsiębiorstwie wywołuje wzrost ceny jaką przedsiębiorstwo jest gotowe zapłacić za jej pozyskanie. Zbyt niski poziom płynności wywołujący nadmierny wzrost jej wewnętrznej wartości zagraża tym, że przedsiębiorstwo nie jest w stanie pokryć owego kosztu i kończy swoją działalność w wyniku niewypłacalności prowadzącej do upadłości. Rozdział drugi kończy się omówieniem miar poziomu płynności dostępnych dla działających w Polsce przedsiębiorstw.

W rozdziale trzecim przedstawiono dostępne dla przedsiębiorstw strategie w zakresie zarządzania kapitałem pracującym netto. Na początku została omówiona relacja między aktywami bieżącymi a pasywami bieżącymi. Następnie przedmiotem rozważań jest cykl konwersji środków pieniężnych oraz zarządzanie aktywami i pasywami bieżącymi oraz relacja między ryzykiem a korzyściami wynikającymi z takiego a nie innego podejścia do zarządzania nimi.

Kolejne rozdziały od czwartego do siódmego, zajmują się technikami stosowanymi w trakcie zarządzania zapasami, należnościami, środkami pieniężnymi oraz krótkoterminowymi źródłami finansowania działalności przedsiębiorstwa.

Ostatni rozdział omawia wybrane aspekty planowania finansowego i jego relacji z decyzjami krótkoterminowymi. W rozdziale tym także nacisk położono na model stabilnego rozwoju przedsiębiorstwa.

Finansowym celem zarządzania przedsiębiorstwem, jest budowanie jego wartości dla właścicieli. Niniejsza publikacja przyjmuje, że ten cel także powinien mieć swoje odzwierciedlenie w zarządzaniu płynnością finansową. W polskiej literaturze istnieje bardzo niewiele pozycji omawiających krótkoterminowe zarządzanie kapitałem przedsiębiorstwa, z tej perspektywy.

\* \* \*

Autorzy serdecznie dziękują Koleżankom i Kolegom z Katedry Finansów Przedsiębiorstwa i Zarządzania Wartością Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu za okazaną pomoc i dyskusje, które były cennym materiałem do opracowania niniejszej publikacji.

*Wiesław Pluta*  
*Grzegorz Michalski*  
<http://michalskig.ue.wroc.pl/>

Wrocław, wrzesień 2013 r.

## Rozdział I

# Wprowadzenie do bieżącego zarządzania finansami

Po przeczytaniu rozdziału I Czytelnik będzie znał:

- charakterystykę decyzji krótkoterminowych
- pojęcie płynności finansowej
- relację krótkoterminowych decyzji finansowych i wartości przedsiębiorstwa

Przedsiębiorstwo AromaPol SA jest dużym, międzynarodowym producentem kosmetyków dla dzieci. Zarząd przedsiębiorstwa szacuje, że podstawowa działalność jest związana ze znaczną rentownością. Z tego też powodu, stara się na cele produkcyjne przeznaczyć jak najwięcej środków, które znajdują się w jego dyspozycji. Gołym okiem zauważalny jest konflikt między utrzymaniem bezpiecznych rezerw gotówki a reinwestowaniem wszelkich nadwyżek środków w produkcję. Gotówka utrzymywana w przedsiębiorstwie nie generuje żadnych jawnych korzyści, w postaci choćby odsetek kapitałowych, a jeśli nawet, to są one dużo niższe od zysków wynikających z inwestycji środków w podstawową działalność przedsiębiorstwa. Część zarządu przedsiębiorstwa AromaPol SA dostrzega jednak zagrożenia wynikające ze zbyt niskich rezerw gotówki. Argumentują oni, że mimo iż w sposób jawny gotówka i inne najbardziej płynne aktywa, utrzymywane w przedsiębiorstwie w celach ostrożnościowych, nie przynoszą właściwie żadnych profitów w postaci odsetek, to jednak – jeśli uwzględni się obniżenie ryzyka braku płynności – korzyści z utrzymywania takich rezerw mogą mieć duże znaczenie. W znacznym bowiem stopniu zabezpieczają przedsiębiorstwo przed brakiem środków na uregulowanie wymagalnych zobowiązań.

## 1.1. Specyfika decyzji krótkoterminowych

**Krótkoterminowe decyzje finansowe**, to decyzje związane z pieniężnymi wpływami, wypływami, poziomem płynności we wszystkich jej aspektach, wartością płynności oraz wewnętrznymi przepływami pieniężnymi. Krótki okres pojmowany jest tutaj najczęściej jako trwający mniej niż rok (lub ściślej: krócej niż jeden pełny rok bilansowy).

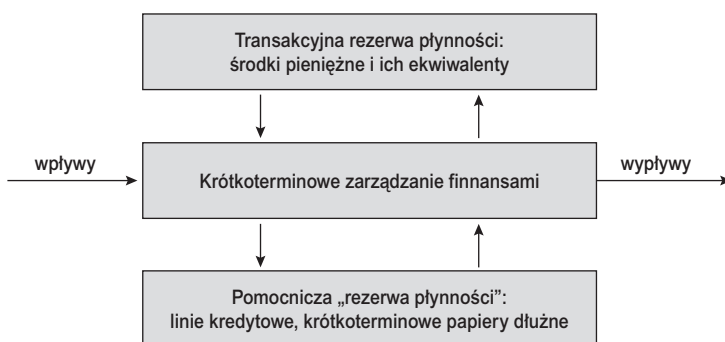
Przedsiębiorstwa produkcyjne realizują cel, którym jest tworzenie bogactwa właścicieli, poprzez wytwarzanie dóbr i usług. Za dobra te otrzymują środki pieniężne – **wpływy**.

W celu wytworzenia tych dóbr, przedsiębiorstwa wydają określone kwoty pieniężne na materiały, surowce i usługi umożliwiające im działalność – są to **wypływy**.

W związku z tym, że wpływy i wypływy środków pieniężnych nie są zsynchronizowane, przedsiębiorstwa muszą posiadać odpowiednią rezerwę płynności (C. F. Lee, J. E. Finnerty, 1990, s. 536–537). Zwana jest ona też **poziomem płynności**. Taka rezerwa płynności może składać się ze środków pieniężnych i ich ekwiwalentów oraz innych bieżących aktywów.

W związku z tym, że wpływy i wypływy pieniężne przedsiębiorstwa są obciążone niepewnością co do czasu i rozmiarów, poziom rezerw środków pieniężnych wynikających ze zwykłego, transakcyjnego zapotrzebowania na pieniądź w pewnych okresach może okazać się zbyt niski. Dlatego też, jak to przedstawia rysunek 1.1., może być potrzebny dodatkowy zasób bieżących aktywów (J. D. Martin, J. W. Petty, A. J. Keown, D. F. Scott, 1991, s. 530–532) użyteczny w momentach, gdy zwykły zasób płynności, wynikający z transakcyjnego popytu na pieniądź, okaże się niewystarczający.

Rysunek 1.1. Bieżące zarządzanie finansami w przedsiębiorstwie

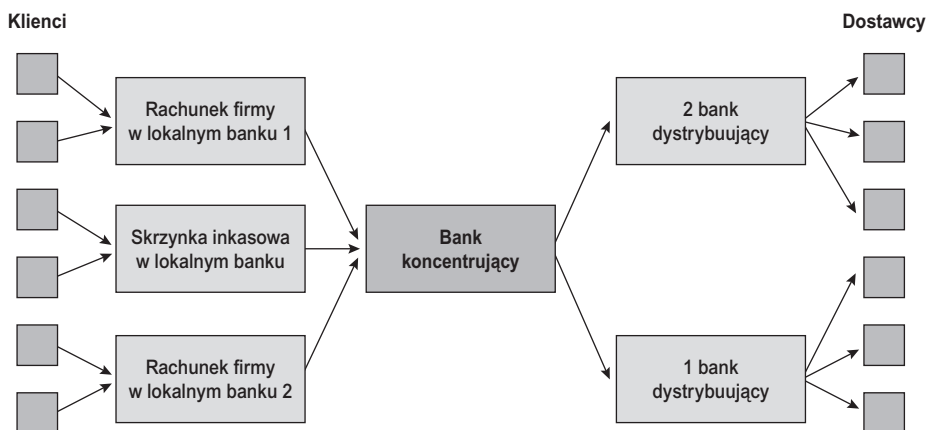


Źródło: N. C. Hill, W. L. Sartoris, Short-Term Financial Management: Text and Cases, Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1995, s. 2.

Z tego samego powodu istnieje konieczność przemieszczania środków pieniężnych wewnątrz przedsiębiorstwa. Występują więc wewnętrzne przepływy pienięż-

ne, związane z zewnętrznymi wpływami, wpływami oraz źródłami finansowania (na rysunku 1.1 przedstawione przez pionowe strzałki). W związku z występowaniem tych przepływów pieniężnych, przedsiębiorstwo posiada mechanizm, który je spina. Jest nim **system pieniężny przedsiębiorstwa**. Schemat takiego mechanizmu został przedstawiony na rysunku 1.2.

**Rysunek 1.2.** Elementy systemu pieniężnego przedsiębiorstwa



Źródło: N. C. Hill, W. L. Sartoris, Short-Term Financial Management: Text and Cases, Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1995, s. 3.

Do jego elementów należą instytucje i usługi wspomagające ściąganie należności od odbiorców oraz instytucje i usługi wspomagające regulowanie zobowiązań wobec dostawców i innych podmiotów. System pieniężny zawiera także część centralną. To do niej kierowane są wszystkie wpływy i z niej biorą swój początek wszystkie wypływy środków pieniężnych. W systemie tym kluczową rolę odgrywają banki (J. C. Van Horne, 1989, s. 398–400).

Dla odróżnienia finansów krótkoterminowych od długoterminowych zwyczajowo używa się granicznego okresu o długości jednego roku. Jest to w niektórych przypadkach niejednoznaczne. Aby bardziej klarownie ustalić punkt podziału, należy zwrócić uwagę nie tylko na czas, ale i na charakter operacji. Wówczas rozróżnienie między nimi staje się prostsze.

**Długoterminowe decyzje** odnoszą się do zagadnień typu:

- jakie wyroby będą produkowane przez przedsiębiorstwo,
- jakiego rodzaju maszyny będą używane do produkcji,
- jaka ma być struktura kapitału przedsiębiorstwa,
- jakiego rodzaju politykę odnoszącą się do podziału zysku przedsiębiorstwo ma prowadzić.

Oczywiście przedstawiony katalog możliwych zagadnień nie jest zamknięty, wskazuje jednak ich charakter. Wspólnym mianownikiem tych decyzji jest to, że trudno się z nich wycofać lub odwrócić ich skutki, jeżeli zostanie popełniony błąd. Są to również decyzje, które określają podstawowy charakter przedsiębiorstwa, a w szczególności określają, jak ma ono być kierowane.

Inaczej jest z **decyzjami krótkoterminowymi**, które jako punkt wyjścia przyjmują kierunek nadany przez decyzje o charakterze długoterminowym. Koncentrują się jednak na tym, jak w ramach zadanego zakresu uzyskiwać największą efektywność i opłacalność. Krótkoterminowe decyzje finansowe są decyzjami operacyjnymi.

W bardzo wielu przypadkach działania długookresowe i krótkookresowe są ze sobą mocno powiązane. Dzieje się tak wtedy, gdy bieżące działanie o charakterze operacyjnym ma – poza efektem krótkoterminowym – także wpływ długoterminowy.

Podział na krótko- i długookresowe decyzje jedynie ze względu na to, czy mają one znaczenie strategiczne, czy taktyczne, nie jest właściwy. Zarówno długoterminowe, jak i krótkoterminowe decyzje mogą mieć znaczenie taktyczne i strategiczne (N. C. Hill, W. L. Sartoris, 1995, s. 4–5).

Specyfika finansów w krótkim okresie ma do siebie to, że najczęściej odnosi się do operacyjnych decyzji, które nie modyfikują ogólnej strategii przedsiębiorstwa. Działania krótkoterminowe najczęściej nie wymagają równie dokładnych analiz jak długoterminowe i są, w przypadku popełnienia błędu, mniej kosztowne niż długookresowe. Najczęściej też decyzje krótkookresowe odnoszą się do operacji pieniężnych lub składników kapitału pracującego.

Z finansami w krótkim okresie związane jest zarządzanie kapitałem pracującym netto, a w szczególności zarządzanie płynnością finansową przedsiębiorstwa.

**Kapitał pracujący** (ang. *working capital*) jest to wartość aktywów bieżących finansowanych zobowiązaniami bieżącymi i częścią kapitałów stałych.

**Kapitał pracujący netto** (ang. *net working capital*) jest częścią aktywów bieżących finansowaną kapitałami stałymi. Stanowi on różnicę aktywów bieżących i pasywów bieżących lub różnicę pasywów stałych i aktywów stałych.

**Zarządzanie kapitałem pracującym netto** odnosi się do: finansowania, zakupu, obrotu i kontroli poziomu aktywów bieżących (który powinien zgadzać się z przyjętą przez przedsiębiorstwo polityką finansową). **Zarządzanie płynnością finansową** przedsiębiorstwa jest pojęciem węższym, skupia się, w zależności od aktualnych potrzeb przedsiębiorstwa, na nabywaniu lub zbywaniu środków pieniężnych, ich ekwiwalentów i innych aktywów bieżących. Działania te podejmowane są

w celu zapewnienia przedsiębiorstwu optymalnego poziomu płynności finansowej (R. Pike, B. Neale, 1999, s. 373). Potrzebne jest przy tym poświęcenie odpowiedniej uwagi planowaniu i prognozowaniu przepływów pieniężnych.

## 1.2. Wieloaspektowość płynności finansowej

**Płynność finansowa** przedsiębiorstwa jest to, najkrócej ujmując, zdolność do spłaty bieżących zobowiązań.

Utrzymanie tej zdolności traktowane jest często jako podstawowy warunek funkcjonowania przedsiębiorstwa.

Rozumienie płynności finansowej jako wypłacalności przedsiębiorstwa (jak w powyższej definicji) jest najczęściej spotykane. W takim ujęciu, stanowi ona *możliwość regulowania zobowiązań przedsiębiorstwa, wynikających ze zwykłych transakcji, niespodziewanych zdarzeń, oraz zaistniałych sytuacji, pozwalających na „okazyjny zakup dóbr”* (G. Bannock, W. Manser, 1992, s. 158).

Z drugiej strony spotyka się także definicję płynności, mówiącą o: *wymienialności aktywów przedsiębiorstwa na inne aktywa. W takim ujęciu płynność jest łatwością dokonywania transakcji wymiany, przy towarzyszących jej niskich kosztach transakcyjnych* (B. Olzacka, R. Palczyńska-Gościniak, 1998, s. 207–208). Jest tutaj położony większy nacisk na wymienialność jednego przedmiotu na drugi.

### Przykład 1.1

Przedsiębiorstwo Nur produkuje drewniane meble dla dzieci. Płynność w znaczeniu wymienialności aktywów przedsiębiorstwa na inne aktywa byłaby dla przedsiębiorstwa Nur łatwością zamiany stolików (produktu gotowego) na tarcicę, będącą surowcem do produkcji mebli. Najczęściej jednak będzie chodziło o łatwość zamiany wyrobów gotowych i innych aktywów będących w posiadaniu przedsiębiorstwa na środki pieniężne. Łatwość taka wiązać się musi w myśl podanej przed chwilą definicji z pomijalnie niskimi kosztami transakcyjnymi.

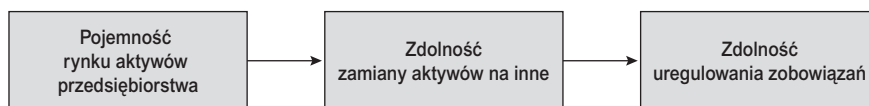
Kolejnym spotykanym znaczeniem płynności finansowej jest *przestrzeń dla transakcji na rynku*, a w szczególności na rynku finansowym. Płynność taka występuje wtedy, gdy istnieje na danym rynku swoboda dokonywania wielkich transakcji sprzedaży lub kupna, bez obawy, że nie znajdzie się odpowiedniego popytu lub podaży (J. W. Henderson, T. S. Maness, New York 1989, s. 95).

### Przykład 1.2

Jeśli przedsiębiorstwo Nur z przykładu poprzedniego, zamierza sprzedać określoną ilość gotowych produktów, to przy założeniu występowania na rynku mebli dla dzieci płynności w znaczeniu przestrzeni do transakcji, uda się bez żadnych problemów sprzedać zamierzoną ilość, bez konieczności korygowania ceny i bez strat wynikających z opóźnień w sprzedaży.

Pomiędzy tymi trzema spojrzeniami na płynność finansową występują istotne powiązania. Jeśli pojawi się konieczność uregulowania zobowiązania – o rozmiarze przekraczającym zasoby posiadanych przez dłużnika środków pieniężnych i ich ekwiwalentów – to możliwość zapłaty jest uzależniona od tego, czy istnieje sposobność zamiany aktywów będących w posiadaniu dłużnika na środki pieniężne. Jeśli jest to możliwe, to wówczas zobowiązanie może być uregulowane terminowo. Ewentualność takiej zamiany zależy od tego, jaką pojemność ma rynek posiadanych przez dłużnika aktywów. Zatem zdolność do uregulowania zobowiązań dłużnika (*krótkoterminowa wypłacalność*) wiąże się z pojemnością rynku aktywów stanowiących zapasy (lub szerzej: „majątek”) dłużnika. Trzeci przejaw płynności finansowej przedsiębiorstwa może występować także wtedy, gdy zdolność zamiany aktywów przedsiębiorstwa na inne aktywa jest niska. Sytuacja taka zachodzi np. gdy przedsiębiorstwo posiada niewykorzystaną linię kredytową na odpowiednią kwotę. Z drugiej strony, środki pozostawione w banku dla przedsiębiorstwa można traktować jako aktywa będące już w jego dyspozycji w oparciu o finansowanie kredytem. Procent pobierany od tej kwoty przez bank jest wówczas kosztem tych aktywów.

**Rysunek 1.3.** Powiązania między trzema przejawami płynności finansowej



Źródło: opracowanie własne.

### Przykład 1.3

Jeżeli przedsiębiorstwo Nur natrafiło na konieczność zapłaty kwoty za surowce, a wielkość środków pieniężnych w tym czasie kształtowała się na zbyt niskim poziomie, to aby uregulować to zobowiązanie, konieczne jest zdobycie brakujących środków. O tym, czy zostaną one zdobyte, decyduje fakt, czy aktywa posiadane przez przedsiębiorstwo można łatwo zamienić na środki pieniężne (jest to drugi przejaw płynności, czyli: zdolność zamiany aktywów na inne aktywa). Będzie to możliwe wtedy, gdy rynek aktywów – które zadłużone przedsiębiorstwo posiada, a następnie zdecyduje się zamienić na środki pieniężne – pomieści te aktywa (jest to trzeci przejaw płynności: pojemność rynku aktywów posiadanych przez przedsiębiorstwo).

Przedstawione wszystkie trzy przejawy płynności: **wypłacalność**, **wymienialność** i **pojemność rynku**, są ze sobą mocno związane i zależne od siebie.

Podsumowując, należy stwierdzić, że najczęściej, jeśli wymieniana jest **płynność finansowa** bez specjalnych określeń, chodzi o poniższe znaczenie (za: *U. Wojciechowska*, 2001, s. 14).

**Płynność finansowa** jest to zdolność rozpatrywanej jednostki gospodarczej (przedsiębiorstwa) do dokonywania zakupów wszelkiego rodzaju towarów i usług wtedy, gdy są one potrzebne do zaspokojenia potrzeb produkcyjnych tej jednostki, jak też zdolność do regulowania jej wszelkiego rodzaju zobowiązań finansowych w pełnej wysokości i w obowiązujących terminach.

Przytoczona definicja płynności finansowej ujmuje oddzielnie *zdolność do dokonywania zakupów* oraz *zdolność do regulowania zobowiązań pieniężnych*, tak jakby były to dwie oddzielne cechy płynności finansowej. Jeżeli wszystkich zakupów przedsiębiorstwo dokonywałoby na zasadach odroczenia terminu płatności (na warunkach kredytowych), wystarczyłoby ujęcie w definicji samej tylko zdolności do regulowania zobowiązań. Są jednak przypadki przedsiębiorstw, które dokonują zakupów także na zasadzie natychmiastowej zapłaty.

Określenie: *pełna wysokość zobowiązań*, użyte w tej definicji, wskazuje na to, że przedsiębiorstwo stojące przed koniecznością spłaty zobowiązań nie dokonało jednostronnych modyfikacji kwoty zobowiązania. Z kolei określenie *obowiązujący termin* odnosi się do ostatniego dnia, w którym uregulowanie należności ma być dokonane (U. Wojciechowska, 2001, s. 14).

Posiadane przez przedsiębiorstwo płynne aktywa bezpośrednio determinują zdolność do dokonywania zakupów i regulowania wszelkiego rodzaju zobowiązań finansowych. Dlatego zwiększając zasoby płynnych aktywów, zwiększa się tę zdolność i odwrotnie. W związku z tym można mówić o niedoborze lub o nadwyżce płynności. Oba zjawiska: niedoboru i nadwyżki płynności są zjawiskami normalnymi, o ile są krótkotrwałe.

**Nadwyżka płynności** wynika z sytuacji, w której przedsiębiorstwo posiada poziom płynności lub przewidywane w najbliższym okresie wpływy pieniężne przekraczające zapotrzebowanie na dokonywanie zakupów i terminowe regulowanie zobowiązań.

**Niedobór płynności**, analogicznie, wiąże się ze zbyt małymi zasobami lub wpływami pieniężnymi. Nie wystarczają one do tego, aby dokonywać wszystkich koniecznych zakupów i regulować wszystkie zobowiązania.

Płynność finansowa może być rozpatrywana jako zjawisko mikroekonomiczne (dotyczące jednego przedsiębiorstwa) lub makroekonomiczne (dotyczące grupy przedsiębiorstw, np. firm przemysłu spożywczego). W tym drugim przypadku, gdy mowa o płynności finansowej jako wypłacalności, chodzi o wypłacalność w znaczeniu ponadjednostkowym. Tego rodzaju płynność wpływa na sytuację przedsiębiorstw w sposób pośredni.

W ujęciu makroekonomicznym płynność finansowa lub jej brak determinuje koszt zewnętrznego finansowania lub stopę w przypadku dokonania inwestycji przez przedsiębiorstwo dysponujące nadwyżkami.



Brak płynności w wielu podmiotach gospodarczych wywołuje zgłaszanie przez nie zapotrzebowania na zewnętrzne finansowanie, zewnętrzne finansowanie, czego wynikiem jest wzrost rynkowego kosztu tego finansowania. Podobnie działa ogólny brak płynności w skali makro, wynikający z określonej polityki monetarnej państwa. Gdy jakiegoś towaru jest mniej niż go potrzeba – staje się relatywnie cenniejszy.

Płynność finansowa przedsiębiorstwa może być również rozpatrywana w perspektywie długookresowej i krótkookresowej. W perspektywie krótkoterminowej to zdolność do dokonywania zakupów wtedy, gdy są one potrzebne i zdolność do regulowania zobowiązań finansowych w obowiązujących terminach. Długookresowa płynność finansowa jest określana mianem równowagi dochodowej (M. Rzepnikowska, E. Śnieżek, 1995, s. 22–25).

**Równowaga dochodowa** występuje wtedy, gdy przedsiębiorstwo posiada zdolność do dokonywania zakupów i zdolność do regulowania zobowiązań finansowych.

Jest to zatem sytuacja, w której przychody pieniężne podmiotu zasadniczo przewyższają jego łączne wymagania pieniężne. Niekoniecznie jednak stanowi to gwarancję istnienia płynności finansowej w krótkim okresie, czyli z punktu widzenia płynności długookresowej nie jest konieczne, aby pieniądze były dostępne „na każde zawołanie”. Przedsiębiorstwo może więc legitymować się równowagą dochodową (płynnością finansową w długim okresie) i równocześnie nie posiadać krótkookresowej płynności finansowej.

#### Przykład 1.4

Przedsiębiorstwo produkujące meble może mieć rocznie więcej oczekiwanych wpływów gotówki niż jej wypływów. Taka równowaga dochodowa może być zagwarantowana przez kontrakty, zapewniające zbyt wyprodukowanych mebli po określonych cenach. Jednak nie ma gwarancji, że przedsiębiorstwo to – na skutek nagłych i nieprzewidzianych wydatków (awaria sprzętu, błędne decyzje dotyczące kapitału obrotowego netto) – nie napotka trudności związanych ze spłatą bieżących zobowiązań (np. konieczność uregulowania rachunków za energię elektryczną).

### 1.3. Krótkoterminowe decyzje finansowe a wartość przedsiębiorstwa

Jak wykazano w podrozdziale 1.1, decyzje krótkoterminowe mają wpływ na realizację i skuteczność realizacji zamierzeń długookresowych. Wiadomo, że jako podstawowy finansowy cel działania przedsiębiorstwa przyjmuje się maksymalizację jego wartości. W najprostszym ujęciu wzór na **wartość przedsiębiorstwa** można przedstawić następująco:

### 1.3. Krótkoterminowe decyzje finansowe a wartość przedsiębiorstwa

$$V_p = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t}, \quad (1.1)$$

gdzie:

$V_p$  – wartość przedsiębiorstwa,

$CF_t$  – przepływy pieniężne generowane przez przedsiębiorstwo w okresie  $t$ ,

$t$  – jest uzależnione od przewidywanej liczby okresów działania przedsiębiorstwa.

Jak widać, w liczniku prawej strony równania 1.1 znajdują się przepływy pieniężne, generowane przez przedsiębiorstwo. Są one szacowane na podstawie wzoru:

$$CF_t = (S_t - KS_{BD} - KZ_t - D) \cdot (1 - T) + D - \Delta NWC_t, \quad (1.2)$$

gdzie:

$S_t$  – przychody ze sprzedaży,

$KS_{BD}$  – koszty stałe bez uwzględnienia amortyzacji,

$KZ_t$  – koszty zmienne w okresie  $t$ ,

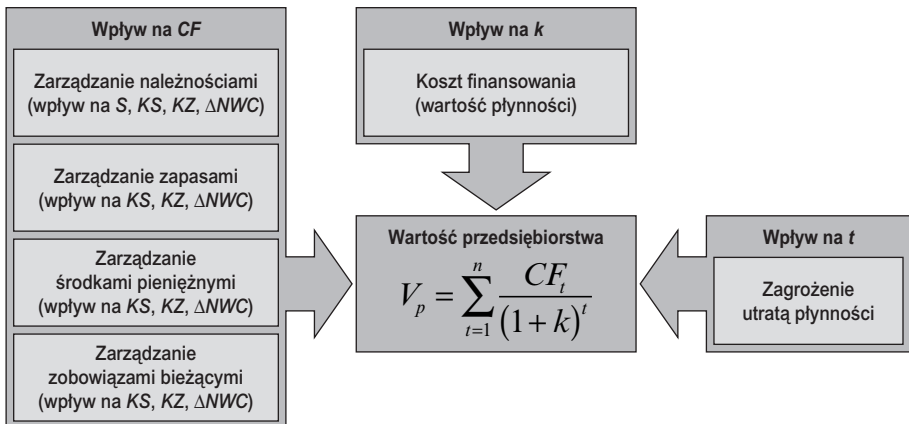
$D$  – amortyzacja,

$T$  – efektywna stopa podatkowa,

$\Delta NWC$  – przyrost kapitału pracującego netto.

Natomiast w mianowniku prawej strony równania 1.1, występuje stopa procentowa reprezentująca koszt kapitału finansującego przedsiębiorstwo (oznaczona przez  $k$ ) oraz liczba okresów, w których występować będą przepływy pieniężne generowane przez przedsiębiorstwo (oznaczona przez  $t$ ).

**Rysunek 1.4.** Wpływ decyzji krótkoterminowych na wartość przedsiębiorstwa



Źródło: opracowanie własne.

**Zagrożenie utratą płynności**, mogące być podstawą powstawania trudności finansowych, ma wpływ na przewidywaną długość życia przedsiębiorstwa. Skracają

niu przewidywanego okresu działania przedsiębiorstwa, towarzyszy obniżanie jego wartości. Na zagrożenie utratą płynności mają wpływ wszystkie elementy krótkoterminowych decyzji finansowych.

**Koszt finansowania** jest pośrednio związany z zagrożeniem utraty płynności, lecz nie tylko. Jest on bezpośrednim efektem wartości płynności dla przedsiębiorstwa, a ta zależna jest od typu przedsiębiorstwa i jego zarządu, sytuacji na rynku oraz racjonalnego zarządzania wszystkimi elementami będącymi pod wpływem decyzji krótkoterminowych. Wzrostowi kosztu finansowania towarzyszy spadek wartości przedsiębiorstwa.

Kolejnym elementem wpływającym na wzrost wartości przedsiębiorstwa są **oczekiwane przepływy pieniężne**. Na ich wielkość wpływają efekty zarządzania krótkoterminowymi należnościami, zarządzania zapasami, środkami pieniężnymi oraz bieżącymi zobowiązaniami przedsiębiorstwa. Zarządzaniem tymi obszarami zajmować się będziemy w następnych rozdziałach.

## Rozdział II

# Monitorowanie poziomu płynności

**Przeczytanie rozdziału II pozwoli Czytelnikowi:**

- zrozumieć relację między płynnością finansową, niewypłacalnością i upadłością
- dostrzec informacyjną przydatność sprawozdań finansowych
- zrozumieć relację między poziomem płynności finansowej w przedsiębiorstwie a jej wartością
- poznać metody pomiaru poziomu płynności finansowej w przedsiębiorstwie

Zarząd przedsiębiorstwa AromaPol SA przeanalizował sytuacje kryzysowe, których doświadczano w latach poprzednich. Zauważono, że w czasie, gdy przedsiębiorstwo zaczynało ekspansję na rynek ukraiński, zaangażowano zbyt wiele środków w działania z tym związane. W efekcie nastąpiło poważne zagrożenie upadłością całego przedsiębiorstwa. Do siedziby spółki nawet „zapukał komornik”. Z jednej strony, sprzedaż szła świetnie. Wiązała się z bardzo wysoką rentownością. Z drugiej jednak, trzeba było ponosić bardzo wysokie koszty finansowe związane z pożyczkami zaciąganyymi „na ostatnią chwilę”. W połączeniu z kosztami sądowymi, przejściowe kłopoty finansowe wiązały się ze sporym wydatkiem. Jasno była widoczna relacja, że im większe rezerwy gotówki i płynnych aktywów spółka posiada, tym niższy jest marginalny koszt krótkoterminowego finansowania zewnętrznego. I odwrotnie, gdy rezerwy topniały, częściej dochodziło do „spięć” z wierzycielami, i coraz drożej kosztowało „łatanie dziur”.

Członkowie zarządu przedsiębiorstwa AromaPol SA, po wyjściu z sytuacji kryzysowej, sami zauważyli, że „mieli więcej szczęścia niż rozumu”. Koszty braku płynności mogły pochłonąć wszelkie dobrodziejstwa wynikające z sukcesów w sprzedaży.