



WARTOŚĆ PŁYNNNOŚCI

W BIEŻĄCYM
ZARZĄDZANIU FINANSAMI

GRZEGORZ MICHALSKI

Niniejsza monografia zawiera tezy rozprawy doktorskiej pt. *Wartość płynności w bieżącym zarządzaniu finansami*, obronionej 5 grudnia 2002 roku, przygotowanej na Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu (w Katedrze Zarządzania Finansami Przedsiębiorstwa na Wydziale Zarządzania i Informatyki) i wypromowanej przez prof. dr hab. Wiesława Plute.

Recenzentami pracy byli:

prof. dr hab. Maria Sierpińska z Akademii Ekonomicznej w Krakowie oraz
prof. dr hab. Andrzej Gospodarowicz z Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu.

© Copyright do wydania polskiego CeDeWu Sp. z o.o.

Wszelkie prawa zastrzeżone.

Zabronione jest kopiowanie, przetwarzanie i rozpowszechnianie w jakimkolwiek celu oraz postaci bez pisemnej zgody autora i wydawcy.

Wydawnictwo CeDeWu oraz autor dołożyli wszelkich starań, aby treści zawarte w niniejszej publikacji były kompletne i rzetelne. Nie biorą jednak odpowiedzialności za ich wykorzystanie ani za związane z tym ewentualne naruszenie praw autorskich oraz za skutki działań wynikłe z wykorzystania informacji zawartych w książce.

Projekt okładki: Agnieszka Natalia Bury

DTP: CeDeWu Sp. z o.o.

Wydanie I papierowe, Warszawa 2004
ISBN 83-87885-53-3

Wydanie I elektroniczne, Warszawa 2013
ISBN 978-83-7941-091-0

Wydawca: CeDeWu Sp. z o.o.

00-680 Warszawa, ul. Żurawia 47/49
e-mail: cedewu@cedewu.pl
Redakcja wydawnictwa: (4822) 374 90 20 lub 22
Fax: (4822) 827 38 89

Księgarnia Ekonomiczna

00-680 Warszawa, ul. Żurawia 47
Tel.: (4822) 396 15 00...01
Fax: (4822) 827 38 89

Ekonomiczna Księgarnia Internetowa

www.cedewu.pl
www.4books.pl

Made in Poland

*Moim ukochanym
Annie i Samuelkowi*

Spis treści

| | |
|--|-----------|
| Wstęp | 7 |
| I. Płynność finansowa przedsiębiorstwa | 15 |
| 1.1. Zarządzanie finansami w krótkim okresie | 15 |
| 1.2. Problematyka kapitału obrotowego netto | 19 |
| 1.2.1. Określenie kapitału obrotowego netto | 19 |
| 1.2.2. Cykl kapitału obrotowego | 20 |
| 1.2.3. „Zbiornik płynności” | 25 |
| 1.2.4. Związek między działalnością operacyjną a przepływami pieniężnymi | 27 |
| 1.3. Definicja płynności finansowej | 34 |
| 2. Wartość płynności finansowej | 40 |
| 2.1. Powody utrzymywania płynności w przedsiębiorstwie | 40 |
| 2.2. Różne sposoby ujmowania wartości płynności | 51 |
| 2.3. Rynkowa wartość płynności i jej determinanty | 53 |
| 2.4. Wewnętrzna wartość płynności i jej determinanty | 58 |
| 2.4.1. Krzywa wewnętrznej wartości płynności | 58 |
| 2.4.2. Co wpływa na wewnętrzną wartość płynności? | 60 |
| 2.4.3. Czynniki dodatnio skorelowane z wewnętrzną wartością płynności | 61 |
| 2.4.4. Czynniki ujemnie skorelowane z wewnętrzną wartością płynności | 73 |
| 3. Wyznaczanie optymalnego poziomu płynności na podstawie informacji o jej wartości | 78 |
| 4. Pomiar poziomu płynności w przedsiębiorstwie | 86 |
| 4.1. Konieczność pomiaru poziomu płynności finansowej | 86 |
| 4.2. Cechy idealnego miernika poziomu płynności | 87 |
| 4.3. Statyczny pomiar poziomu płynności | 89 |
| 4.3.1. Wskaźnik bieżącej płynności finansowej | 90 |
| 4.3.2. Szybki wskaźnik płynności | 91 |
| 4.3.3. Wskaźnik środków pieniężnych | 93 |
| 4.3.4. Skorygowany indeks płynności (CLI) | 94 |
| 4.3.5. Wskaźnik płynnych zasobów netto (NLB) | 97 |
| 4.3.6. Model stopnia płynności względnej | 98 |
| 4.4. Dynamiczny pomiar poziomu płynności | 100 |
| 4.4.1. Wskaźnik Lambda | 100 |
| 4.4.2. Preliminarz środków pieniężnych jako miara poziomu płynności | 101 |
| 4.4.3. Wrażliwość poziomu płynności | 106 |
| 4.4.4. Analiza scenariuszy dla preliminarza środków pieniężnych | 113 |

| | |
|--|------------|
| 5. Krótkoterminowe zarządzanie finansami przy uwzględnianiu wartości płynności | 116 |
| 5.1. Zarządzanie należnościami | 116 |
| 5.1.1. Korzyści i koszty wynikające z posiadania należności | 116 |
| 5.1.2. Wewnętrzna wartość płynności a okres spływu należności | 119 |
| 5.1.3. Praktyczne możliwości optymalizacji zarządzania należnościami | 122 |
| 5.2. Zarządzanie zobowiązaniami bieżącymi | 133 |
| 5.3. Zarządzanie środkami pieniężnymi, bieżącymi inwestycjami i finansowaniem ... | 136 |
| 5.3.1. Cel zarządzania środkami pieniężnymi | 136 |
| 5.3.2. Rodzaje strategii finansowych | 137 |
| 5.3.3. Model Baumola i model Beranka | 141 |
| 5.3.4. Model Millera-Orra i model Stone'a | 145 |
| 5.4. Korzyści z opartego na wartości płynności optymalnego krótkoterminowego zarządzania finansami | 150 |
| Zakończenie | 153 |
| Załącznik A. Wyjaśnienie wybranych pojęć stosowanych w pracy | 156 |
| Załącznik B. Opcyjna wartość płynności | 158 |
| Załącznik C. Możliwości finansowe i inwestycyjne związane z istnieniem rynku pieniężnego | 171 |
| Literatura | 182 |

Wstęp

Jednym z wielu obszarów zarządzania przedsiębiorstwem jest zarządzanie finansami przedsiębiorstwa. Jest to dość specyficzna sfera zarządzania zasobami, źródłami tych zasobów i strumieniami generowanymi przez przedsiębiorstwo. Od jej sprawności zależy czy osiągnięty zostanie sukces, czy porażka. Nie wystarczy, bowiem wytwarzać i sprzedawać produkty, na które jest znaczny popyt przy odpowiednio wysokiej cenie. Złe zarządzanie finansami przedsiębiorstwa może zniszczyć korzyści wynikające z tego faktu. To nasuwa od razu na myśl pierwszy cel zarządzania finansami: *nie szkodzić*. Czyli chodzi o to, aby zarządzać majątkiem i źródłami majątku przedsiębiorstwa w sposób, który nie będzie wpływał destruktywnie na wypracowane w niefinansowych sferach działania przedsiębiorstwa korzyści.

Samo „nieszkodzenie” nie jest jednak podstawowym celem zarządzania finansami przedsiębiorstwa. Aby to zauważyć wystarczy zastanowić się, po co ludzie podejmują jakąkolwiek działalność gospodarczą. Czynią to, nie tylko po to, aby zabezpieczyć się przed traceniem posiadanych zasobów, gdyż wtedy wystarczyłoby ukryć posiadane bogactwo w bezpiecznym miejscu, lub po prostu zdeponować w banku. Celem ludzi rozpoczynających działalność gospodarczą jest osiągnięcie korzyści przewyższających oprocentowanie bankowe.

W jaki sposób określić ten cel? Przez długi czas cel ten określano krótko: *maksymalizacja zysku*. Jednakże taki cel rodzi pewne niebezpieczeństwa. Aby osiągnąć maksymalnie wysoki zysk, należy w jak największym stopniu obniżyć koszty i zwiększyć przychody. Pierwsze można osiągnąć poprzez ograniczenie wydatków na reklamę, badania i rozwój oraz na szkolenie kadry. Drugie poprzez wyprzedaż majątku przedsiębiorstwa. Czy rzeczywiście takie działania są celem działania przedsiębiorstwa? Odpowiedź jest oczywista: nie.

Inną znaną propozycją celu działania przedsiębiorstwa jest *kontynuacja działalności*. Takie postawienie celu jest także niezadowolające. Dążenie do przetrwania przedsiębiorstwa „za wszelką cenę”, mimo przynoszenia ogromnych strat, nie jest z pewnością rzeczą pożądaną. Podobnie trudno sobie wyobrazić, aby założyciel przedsiębiorstwa rozpoczął działalność tylko po to, aby przedsiębiorstwo działało, nie ważne jak, byle zawsze.

Można spotkać jeszcze kilka innych propozycji finansowego celu działania przedsiębiorstwa, które w istocie rzeczy nie mogą nim być. Należą do nich: pokonanie konkurencji, maksymalizacja sprzedaży, maksymalizacja udziału w rynku, utrzymanie stabilnego wzrostu dochodów. Pokonać konkurencję można przez przystąpienie do wyniszczającej wszystkich „wojny cenowej”, lub w inny sposób doprowadzić do odniesienia „zwycięstwa” prowadzącego do samozagłady.

Dwa następane cele, maksymalizacja sprzedaży i maksymalizacja udziału w rynku, mają zbliżony charakter. Można to osiągnąć poprzez zaproponowanie zbyt niskich cen sprzedaży, lub przez stosowanie zbyt liberalnej polityki kredytu kupieckiego. Skutkiem tak ustawionego celu będą zbyt wysokie należności, z których znaczna część będzie nieściągalna, a więc przyniesie tylko efekt „na papierze”.

Generalnie wszystkie wymienione wcześniej **propozycje celu finansowego przedsiębiorstwa**, można podzielić na dwie grupy. Pierwsza grupa propozycji kładzie nacisk na **ograniczanie ryzyka działalności przedsiębiorstwa**. Druga natomiast odnosi się do **zwiększania zyskowności**. Obie te grupy rozważane oddzielnie, muszą w konsekwencji prowadzić do niewłaściwego zarządzania finansami. Są one, bowiem w pewnym stopniu przeciwstawne. Maksymalizacja zysku wiąże się nierozdzielnie ze wzrostem ryzyka działalności. Podobnie nadmierne zwracanie uwagi na ograniczanie ryzyka za wszelką cenę, likwiduje możliwości generowania zysków wynikających ze stosowania narzędzi finansowych np. dźwigni.

Właściciel przedsiębiorstwa, jak już wspomnieliśmy, chce osiągnąć ze swojego majątku zainwestowanego w przedsiębiorstwo, większe korzyści, niż te, jakie uzyskałby umieszczając środki w banku. To nasuwa nam finansowy cel zarządzania przedsiębiorstwem: *maksymalizacja bogactwa właścicieli*, a dokładniej: **maksymalizacja wartości rynkowej kapitału własnego właścicieli**. Jakikolwiek działania w procesie zarządzania finansami przedsiębiorstwa, powinny być oceniane z tego punktu widzenia. Jeśli jakieś działanie zwiększa bogactwo właścicieli – należy je podjąć, jeśli natomiast działanie takie niszczyłoby to bogactwo – należy go zaniechać.

Przedsiębiorstwa produkcyjne pomnażają bogactwo ich właścicieli poprzez swoją podstawową działalność. Jest nią wytwarzanie dóbr i usług. Przedsiębiorstwa otrzymują za nie wpływy pieniężne. Aby móc wytworzyć dobra i usługi, przedsiębiorstwa wydają pewne kwoty pieniężne na materiały, surowce i usługi obce umożliwiające im działalność. W związku z tym, że wpływy i wypływy pieniężne nie mają miejsca w tym samym czasie, konieczne jest posiadanie odpowiedniego rezerwowego poziomu płynności. Z tego właśnie powodu, przedsiębiorstwa produkcyjne angażują środki finansowe w posiadanie aktywów bieżących, a w tym również w posiadanie środków pieniężnych.

Środki finansowe przedsiębiorstwa zamrożone w postaci gotówki nie są źródłem jawnych dochodów np. w postaci odsetek od depozytu. Inaczej sprawa ma się z innymi aktywa-

mi, np. z depozytami bankowymi. Przynoszą one jawny dochód w postaci odsetek, ale w zamian mają mniejszą płynność niż gotówka. Utrzymywanie więc rezerw gotówkowych w przedsiębiorstwie jest wynikiem tego, że wartość utraconych jawnych dochodów z tytułu oprocentowania będzie zrekompensowana przez wartość korzyści wynikających z posiadania wyższej płynności.

Jedną z takich korzyści jest zmniejszenie prawdopodobieństwa wystąpienia kosztów związanych z utratą zdolności do regulowania wszystkich bieżących zobowiązań przedsiębiorstwa. Sytuacja, w której niedochodowe podmioty doświadczają kłopotów finansowych, prowadzących do ich likwidacji jest traktowana jako właściwa. Za mniej właściwy uważamy fakt, że dochodowe podmioty doświadczają problemów, które mogą prowadzić do bankructwa. Ta druga sytuacja może często wynikać z niewłaściwego gospodarowania operacyjnymi przepływami pieniężnymi. Przedsiębiorstwo źle zarządzając płynnością finansową doprowadza do zaistnienia sytuacji, w której wartość brakującej płynności przerasta możliwości finansowe firmy i to wywołuje jej upadłość.

Niniejsza książka zajmuje się problemem wartości płynności finansowej. Odpowiedź na pytanie „**jaką wartość ma płynność?**” jest zaliczana do jednego z 10 nierozwiązanych problemów wiedzy o zarządzaniu finansami przedsiębiorstw¹. Podstawowym problemem w bieżącym zarządzaniu finansami, jest ustalenie optymalnego poziomu płynności w przedsiębiorstwie. Utrzymywanie takiego poziomu gwarantuje najlepsze efekty. Aby taki poziom wyznaczyć potrzebna jest informacja o wewnętrznej wartości płynności finansowej w przedsiębiorstwie oraz rynkowej wartości płynności (słownik używanych terminów zamieszczono w załączniku A na końcu). Porównanie tych dwóch wartości informuje zarząd **czy płynność finansowa w przedsiębiorstwie jest na właściwym poziomie**, czy nie. Jeżeli płynność będzie na zbyt wysokim poziomie, należy nadwyżki odpowiednio ulokować, jeżeli natomiast okaże się, że płynność jest zbyt niska, należy podnieść jej poziom.

Wyznaczenie optymalnego poziomu płynności i konsekwentne bieżące zarządzanie finansami, oparte na informacji o nim, przyczynia się do wzrostu wartości przedsiębiorstwa, a przez to do zwiększania bogactwa jego właścicieli². Wzrost wartości przedsiębiorstwa wynika z co najmniej trzech powodów:

- ze zwiększenia przepływów pieniężnych³,
- z ograniczenia zmienności przepływów pieniężnych⁴ i zmniejszenia prawdopodobieństwa wystąpienia zakłóceń w regularnej spłacie zobowiązań,
- z obniżenia prawdopodobieństwa upadłości⁵.

¹ R.A. Brealey, S.C. Myers, *Podstawy finansów przedsiębiorstw*, WN PWN Warszawa 1999, s. 1388.

² J. Szczygielski, *Wartość dodana w strategii finansowej firmy*, Roczniki Naukowe WSiZiM, Wrocław 1999, t. 2, z. 2, s. 63-65.
Por. A. Kamela-Sowińska, *Wartość firmy*, PWE, Warszawa 1996, s. 32-46.

³ Por. H. Rinne, R.A. Wood, N.C. Hill, *Reducing Cash Concentration Costs by Anticipatory Forecasting*, Journal of Cash Management, marzec-kwiecień 1986, s. 44-50.

⁴ W. Tarczyński, M. Mojsiewicz, *Zarządzanie ryzykiem*, PWE, Warszawa 2001, s. 145.

Aby jakieś działanie przyczyniało się do wzrostu wartości przedsiębiorstwa, a przez to zwiększało zamożność jego właścicieli, musi powodować wzrost wartości oczekiwanych przepływów pieniężnych netto⁶:

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

gdzie: V_p – wartość przedsiębiorstwa,
 CF_t – wartość oczekiwanych przepływów pieniężnych,
 r – stopa dyskontowa.

Zwiększenie przepływów pieniężnych jest skutkiem optymalnego zarządzania płynnością dlatego, że przedsiębiorstwo unika *przełtaczania* za pozyskanie brakujących mu środków finansowych. Zjawisko *przełtaczania* ma miejsce wtedy, gdy przedsiębiorstwo z powodu niewłaściwego zarządzania płynnością, w krótkim okresie, nie ma środków finansowych wystarczających do pokrycia bieżących zobowiązań. Mogą wówczas zajść trzy możliwe sytuacje:

- Przedsiębiorstwo zaciągnie kredyt, jednakże będzie to kredyt drogi, po wyższym niż zazwyczaj koszcie.
- Przedsiębiorstwo sprzedaje posiadane bieżące aktywa, często spowoduje to jednak przeprowadzenie niekorzystnej transakcji (polegającej na tym, że przedsiębiorstwo sprzedaje te aktywa po tej samej cenie lub nawet taniej niż samo za nie zapłaciło) lub nawet zakłócenie przyszłej sprzedaży.
- Przedsiębiorstwo nie będzie w stanie terminowo uregulować swoich bieżących zobowiązań. Przyczyni się to do wzrostu kosztów działalności wynikającego z utraty dobrej opinii u dostawców przedsiębiorstwa.

Bez względu na to która z powyższych sytuacji zaistnieje, brak optymalnego zarządzania płynnością finansową grozi obniżeniem się przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez przedsiębiorstwo. Wynikać to będzie ze wzrostu kosztów. Optymalne zarządzanie płynnością finansową w efekcie przyniesie większe przepływy pieniężne. Jak wynika z relacji przedstawionej przez wzór 1, wzrost licznika prawej strony tego równania (CF_t – wartość oczekiwanych przepływów pieniężnych) korzystnie wpływa na wzrost wartości przedsiębiorstwa.

Kolejnym czynnikiem wpływającym na wzrost wartości przedsiębiorstwa jest **ograniczenie zmienności przepływów pieniężnych i zmniejszenie prawdopodobieństwa**

⁵ C.W. Smithson, C.W. Smith, D.S. Wilford, *Zarządzanie ryzykiem finansowym, instrumenty pochodne, inżynieria finansowa i maksymalizacja wartości*, DW ABC, Kraków 2000, s. 135.

⁶ K. Jajuga, *Ryzyko projektu inwestycyjnego a ryzyko firmy*, [w:] *Finanse, ryzyko i ekologia w procesach inwestycyjnych*, red. H. Henzel, AE Katowice, Wydawnictwo Śląsk, Katowice 1999, s. 181. Por. A. Damodaran, *Dobór aktywów: strategię i ich skuteczność*, [w:] *Zarządzanie Inwestycjami*, P.L. Bernstein, A. Damodaran, Wydawnictwo K.E. Liber, Warszawa 1999, s. 192-196.

wystąpienia zakłóceń w spłacie zobowiązań. Optymalne zarządzanie płynnością, a przez to ograniczenie zmienności przepływów pieniężnych⁷, wpływa na wzrost wartości przedsiębiorstwa. Dzieje się tak dlatego, że wraz ze wzrostem ryzyka związanego z danym przedsiębiorstwem, dostawcy kapitału domagają się wyższej stopy procentowej. Podmioty o niższym ryzyku, związanym z optymalnym zarządzaniem płynnością finansową, posiadają możliwość preferencyjnego traktowania przez kontrahentów. Zarówno przez dostawców materiałów, towarów i usług, jak i dostawców kapitału. Takie preferencyjne traktowanie wpłynie na obniżenie kosztu kapitału przedsiębiorstwa (obniżenie stopy dyskontowej – r), a przez to na wzrost wartości przedsiębiorstwa, ponieważ zmniejszeniu mianownika prawej strony towarzyszy wzrost lewej strony równania I.

Optymalne zarządzanie płynnością zwiększa wartość przedsiębiorstwa ponieważ zmniejsza się wówczas prawdopodobieństwo upadłości podmiotu. W wielu przedsiębiorstwach przemysłowych⁸, zwłaszcza niemieckich i w wielu przypadkach w krajach anglosaskich, zaobserwowano utrzymywanie wysokiego poziomu płynności finansowej. Wysoki poziom płynności może służyć jako bufor łagodzący negatywne skutki ryzyka na jakie narażone jest przedsiębiorstwo. W książce przyjmują tezę, że wystarczające zabezpieczenie daje optymalny poziom płynności wynikający z informacji o jej wartości.

Nie jest możliwe ostateczne rozwiązanie problemu zarządzania kapitałem obrotowym netto bez wypracowania teorii płynności. Książka ta jest próbą systematyzacji zagadnień związanych z zarządzaniem płynnością, dokonaną przez pryzmat jej wartości. Istotne jest zwrócenie uwagi na *konieczność innego położenia nacisku przy krótkoterminowym zarządzaniu finansami przedsiębiorstwa i uwzględniania wartości płynności.*

Wyznaczenie wartości płynności finansowej w przedsiębiorstwie jest warunkiem usprawnienia bieżącego zarządzania finansami. W pracy założono, że płynność ma wartość, co prawda wartość ta jest niewielka w „normalnych warunkach”, lecz w sytuacjach ekstremalnych może okazać się wystarczająco duża, aby uznać za zasadne i opłacalne utrzymywanie większych rezerw płynności niż wynikałoby tylko z potrzeb transakcyjnych. Wynika stąd, że przedsiębiorstwa czynią słusznie utrzymując znaczne zasoby płynności, o ile jest to uzasadnione ich oceną wartości płynności. Podmioty, które ignorują wartość płynności, często płacą za ten błąd upadłością lub kosztownymi i długotrwałymi kłopotami. Zastosowanie w praktyce podejścia stosowanego w niniejszym opracowaniu, może przynieść zmniejszenie liczby upadłości przedsiębiorstw oraz przyczynić się do wzrostu ich wartości rynkowej.

Od tego czy przedsiębiorstwo posiada płynność „transakcyjną” i „ostrożnościową” na poziomie wystarczającym, uzależnione jest terminowe zaspokojenie wierzycieli wewnętrznych i zewnętrznych. Natomiast „spekulacyjne” rezerwy płynności dają firmie możliwość realizowania dochodowych projektów, których zwykle nie można przewidzieć.

⁷ Por. S.W. Rawls, C.W. Smithson, *Strategic Risk Management*, Journal of Applied Corporate Finance, vol. 2, nr 4, zima 1990.

⁸ C.W. Smithson, *Zarządzanie ...*, s. 158.

W książce zdefiniowano i przedstawiono wartość płynności i jej znaczenia w bieżącym zarządzaniu finansami.

W rozdziale 1 przedstawiona została problematyka związana z płynnością finansową oraz definicja płynności finansowej. Najpierw przeprowadzono porównanie decyzji krótkoterminowych z długoterminowymi, potem zdefiniowano kapitał obrotowy netto i jego cykl, następnie przedstawiono przedsiębiorstwo jako system przepływów pieniężnych oraz omówiono związek między działalnością operacyjną a przepływami pieniężnymi.

W rozdziale 2 przedstawiono znaczenie wartości płynności. Rozważania dotyczące rynkowej wartości płynności uzupełnione zostały prezentacją sposobu kształtowania się tejże dla jednego z przedsiębiorstw przemysłu tłuszczowego. Następnie przedstawiona została wewnętrzna wartość płynności oraz wpływające na nią czynniki, a przez to na kształt krzywej wewnętrznej wartości płynności. Kształtowanie się tych czynników w warunkach polskich pokazane jest na przykładzie wybranych przedsiębiorstw przemysłu spożywczego.

Rozdział następny poświęcony został wyznaczaniu optymalnego poziomu płynności finansowej w przedsiębiorstwie.

W rozdziale czwartym omawiany jest pomiar poziomu płynności finansowej. Przedstawiono statyczny i dynamiczny sposób pomiaru. Dynamiczna metoda pomiaru została uzupełniona o analizę wrażliwości poziomu płynności oraz o analizę scenariuszy.

Ostatni rozdział przedstawia zarządzanie płynnością finansową przy uwzględnianiu jej wartości. Omówiono w nim optymalne podejście do zarządzania należnościami, zobowiązaniami i środkami pieniężnymi. Podejście to uwzględnia pełne dopasowanie do strategii finansowej realizowanej przez zarząd przedsiębiorstwa. Pokazano w jaki sposób wewnętrzna wartość płynności (kształt i przebieg krzywej wewnętrznej wartości płynności) determinuje odpowiednią strategię finansową, a co za tym idzie, wpływa na sposób zarządzania płynnością finansową.

W skład publikacji wchodzi także trzy załączniki. Pierwszy z nich, załącznik A, zawiera zestawienie pojęć stosowanych w pracy. Konieczność sporządzenia tego zestawienia była podyktowana tym, że wiele terminów odnoszących się do zarządzania płynnością finansową, jest w literaturze finansowej używane wieloznacznie. Wszędzie, gdzie było to możliwe, wybierano terminy zgodne z Międzynarodowymi Standardami Rachunkowości. Pozostałe definicje, pochodzą z polskiej literatury ekonomicznej lub znane są z dyskusji przeprowadzonych w trakcie konferencji naukowych, w których autor brał udział.

Załącznik B zawiera rozważania odnoszące się do opcyjnej wartości płynności. Jest ona jednym ze „składników” wewnętrznej wartości płynności i wynika z tego, że posiadając środki pieniężne na odpowiednim poziomie, posiadamy amerykańską opcję kupna, którą możemy wykorzystać, jeśli nadarzy się okazja osiągnięcia nadzwyczaj wysokich zysków, poprzez zakup aktywów, których normalna wartość w długim okresie jest wysoka, ale z jakichś

powodów ich wartość w krótkim okresie jest zaniżona i mamy do czynienia z jawnym (z punktu widzenia zarządzających) niedoszacowaniem. Zakup takich aktywów wiąże się z pewnymi korzyściami. Im większe prawdopodobieństwo wystąpienia takich sytuacji, tym wyższy jest opcyjny składnik wewnętrznej wartości płynności.

W Załączniku C przedstawiono możliwości inwestycyjne i możliwości zdobycia zewnętrznego finansowania, związane z funkcjonowaniem rynku pieniężnego, a także istniejące na tym rynku zagrożenia. Przedsiębiorstwa posiadające niedobór lub nadwyżkę płynności, zgodnie z modelami omówionymi w podrozdziale 5.3, powinny mieć możliwość uczestniczenia w takim rynku.

Temat wartości płynności finansowej przedsiębiorstwa, jest w literaturze finansowej zaliczany do tematów ważnych. Jak już wspomniano, zalicza się go do 10 najważniejszych, nierozwiązanych problemów wiedzy o zarządzaniu finansami przedsiębiorstwa. Podkreśla się, że nie jest możliwe ostateczne rozwiązanie problemu zarządzania kapitałem obrotowym bez wypracowania teorii płynności, a wśród kluczowych zagadnień z tejże, wymienia się temat wartości płynności finansowej. Mimo tego anglosaska literatura finansowa, omawia go w niewielkim jeszcze stopniu. W polskiej literaturze, temat wartości płynności finansowej najprawdopodobniej jest całkowicie nowym.

* * *

Serdecznie dziękuję Panu Profesorowi Wiesławowi Plucie, którego troskliwa opieka, kierownictwo oraz cenne i inspirujące uwagi umożliwiły powstanie tej pracy. Dziękuję także Koleżankom i Kolegom z Katedry Zarządzania Finansami Przedsiębiorstwa Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu za okazaną mi pomoc i zainteresowanie. Pragnę również wyrazić swoją wdzięczność Panu Profesorowi Krzysztofowi Jajudze, Panu Profesorowi Andrzejowi Gospodarowiczowi, Pani Profesor Wandzie Ronce-Chmielowiec i Panu Profesorowi Bogumiłowi Bernasiowi za cenne uwagi, które w miarę swoich możliwości starałem się uwzględnić. Realizacja tematu pracy została sfinansowana ze środków Komitetu Badań Naukowych (projekt badawczy nr 5H02D 046 21) za co również pragnę podziękować.

Rozdział I

Płynność finansowa przedsiębiorstwa

I.1. Zarządzanie finansami w krótkim okresie

Zarządzanie płynnością przedsiębiorstwa, związane jest z obszarem określanym jako „krótkoterminowe finanse”. Rozważania odnoszące się do okresu długiego, w wielu obszarach różnią się od tych odnoszących się do okresu krótkiego⁹. Finanse w krótkim okresie obejmują decyzje odnoszące się do pieniężnych wpływów, wypływów, poziomu płynności we wszystkich jej aspektach, wartości płynności oraz wewnętrznych przepływów pieniężnych. Krótki okres pojmowany jest najczęściej jako ten, który trwa mniej niż 1 rok (lub ściślej – krócej niż jeden pełny rok bilansowy). W tym okresie można dokonać podziału na okres krótki i infrakrótki. Różnią się one tym, że w okresie infrakrótkim nie ma czasu na jakiegokolwiek zmiany i przemieszczenia w środkach będących w dyspozycji przedsiębiorstwa. Elastyczność wynosi zero¹⁰. Jest to tak krótki okres, że zarząd przedsiębiorstwa może wykonać tylko „jeden ruch”. To rozróżnienie na okres krótki i infrakrótki może mieć znaczenie w niektórych rozważaniach odnoszących się do płynności finansowej przedsiębiorstwa. Zwłaszcza tych odnoszących się do jej wartości. W okresie infrakrótkim rozważania co do wartości płynności są najbardziej klarowne. Płynność finansowa ma niewielką wartość w „normalnych warunkach”, lecz jest ona wystarczająco wysoka, aby uznać za właściwe utrzymywanie jej większego poziomu w przedsiębiorstwie niż wynikałoby to z samego tylko transakcyjnego i celowego popytu na pieniądź. Wartość tej płynności jest szczególnie uwidoczniona w związku z koniecznością działań w infrakrótkim okresie. Znaczenie terminu „wartość płynności” będzie szerzej omówione w rozdziale 2, natomiast terminu „poziom płynności” w podrozdziale 4.1.

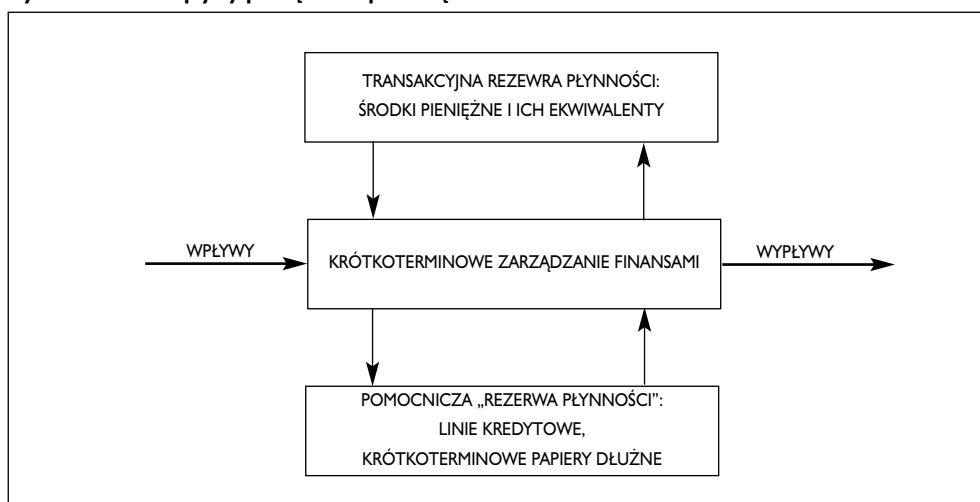
Przedsiębiorstwa produkcyjne realizują swój cel społeczny przez wytwarzanie dóbr. Za dobra te otrzymują one środki pieniężne. Aby móc te dobra wytworzyć, przedsiębiorstwa

⁹ W.L. Sartoris, N.C. Hill, *A Generalized Cash Flow Approach to Short-Term Financial Decisions*, Journal of Finance, 1983, nr 38, s. 349-360. Por. G. Duménil, D. Lévy, *Being Keynesian in the short-term, and classical in the long-term: the traverse to classical long-term equilibrium*, The Manchester School, vol. 67, nr 6, grudzień 1999.

¹⁰ B. Klimczak, *Mikroekonomia*, Wydawnictwo AE, Wrocław, 1998, s. 113-114.

wydają pewne kwoty pieniężne na materiały, surowce i usługi umożliwiające im działalność. W związku z tym, że wpływy i wypływy środków pieniężnych nie są zsynchronizowane, przedsiębiorstwa muszą posiadać odpowiednią „rezerwę płynności”¹¹. Zwana jest ona też „poziomem płynności” lub „portfelem płynności”. Taka „rezerwa płynności” może składać się ze środków pieniężnych i ich ekwiwalentów oraz innych bieżących aktywów.

Rysunek 1.1. Przepływy pieniężne w przedsiębiorstwie



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

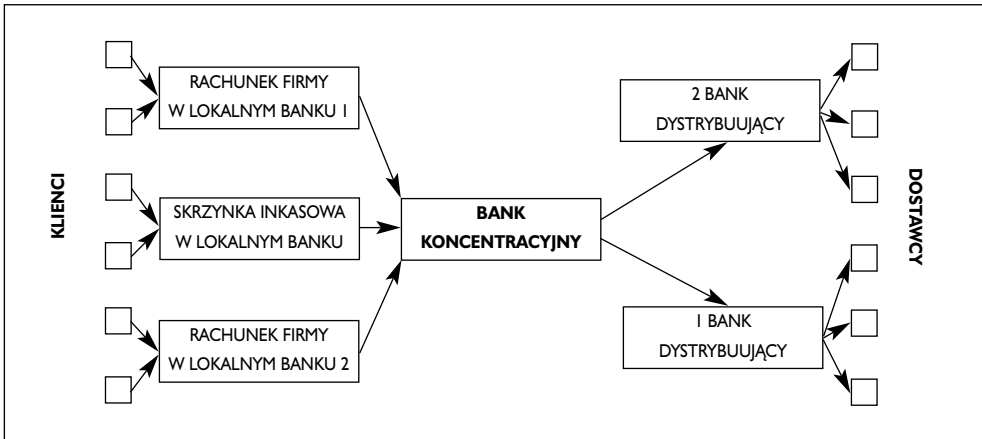
W związku z tym, że przepływy pieniężne przedsiębiorstwa są obciążone niepewnością co do czasu, jak i rozmiarów, wielkość rezerw środków pieniężnych wynikających ze zwykłego, transakcyjnego zapotrzebowania na pieniądź w pewnych okresach może okazać się niedostateczna. Dlatego też, jak to przedstawia rysunek 1.1, może być potrzebny „pomocniczy” dodatkowy zasób bieżących aktywów¹² użyteczny w momentach, gdy zwykły, wynikający z transakcyjnego popytu na pieniądź, zasób płynności okaże się niewystarczający.

Z tego samego powodu istnieje konieczność przemieszczania środków pieniężnych wewnątrz przedsiębiorstwa. Występują więc wewnętrzne przepływy pieniężne, związane z zewnętrznymi wpływami, wypływami oraz źródłami finansowymi (na rysunku 1.1 przedstawione są one przez pionowe strzałki). W związku z występowaniem tych przepływów pieniężnych, przedsiębiorstwo posiada mechanizm, który je „spina”. Jest nim system pieniężny przedsiębiorstwa. Schemat takiego mechanizmu przedstawiony jest na rysunku 1.2.

¹¹ C.F. Lee, J.E. Finnerty, *Corporate Finance: Theory, Method and Applications*, HBJ, Orlando 1990, s. 536-537.

¹² J.D. Martin, J.W. Petty, A.J. Keown, D.F. Scott, *Basic Financial Management*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1991, s. 530-532.

Rysunek 1.2. Elementy systemu pieniężnego przedsiębiorstwa



Źródło: N.C. Hill, *Short-Term ...*, s. 3.

Do elementów tego systemu należą instytucje i usługi wspomagające ściąganie należności od odbiorców oraz instytucje i usługi wspomagające uregulowanie zobowiązań wobec dostawców i innych podmiotów, którym przedsiębiorstwo jest zobowiązane przekazać pieniądze. System taki 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. Sprawność tego systemu jest niezmiernie istotna dla skuteczności krótkookresowego zarządzania finansami, szczególnie płynnością finansową¹³.

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

Długoterminowe decyzje odnoszą się do zagadnień typu:

- jakie wyroby będą produkowane przez firmę,
- jakiego rodzaju maszyny będą używane do produkcji,
- jaka ma być struktura kapitału przedsiębiorstwa,
- jakiego rodzaju politykę odnośnie dywidend przedsiębiorstwo ma prowadzić.

Są to decyzje, z których trudno się 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.

¹³ J.C. Van Horne, *Financial Management and Policy*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1989, s. 398-400; G.W. Emery, *Corporate Finance: Principles and Practice*, Addison-Wesley, Reading, 1998, s. 493-496.

Inaczej jest z decyzjami krótkoterminowymi, które jako punkt wyjścia przyjmują kierunek nadany przez decyzje o charakterze długoterminowym. Koncentrują się na tym, jak w ramach „zadanego” zakresu być jak najbardziej efektywnym i opłacalnym. Krótkoterminowe decyzje finansowe są decyzjami operacyjnymi. Dodatkowo, mają tę cechę, że raz podjęte, mogą być zmienione z niewielkimi, negatywnymi skutkami.

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

Podział na krótko i długookresowe decyzje jedynie ze względu na to czy są one o znaczeniu strategicznym, czy taktycznym, nie jest właściwy. Zarówno długoterminowe, jak i krótkoterminowe decyzje mogą mieć znaczenie taktyczne i strategiczne¹⁴.

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

Z finansami w krótkim okresie związane jest zarządzanie kapitałem obrotowym netto, a w szczególności zarządzanie płynnością finansową przedsiębiorstwa. Zarządzanie kapitałem obrotowym netto odnosi się do: finansowania, zakupu, obrotu i kontroli poziomu aktywów bieżących, który powinien zgadzać się z przyjętą przez przedsiębiorstwo polityką finansową (szerzej dostępnymi przedsiębiorstwu strategiami finansowymi zajmują się w podrozdziale 5.3.2.). 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 zabezpieczenia przedsiębiorstwu optymalnego poziomu płynności finansowej (pojęcie „płynności finansowej” zdefiniowane zostało w podrozdziale 1.3, natomiast pojęcie „poziomu płynności finansowej” w podrozdziale 4.1)¹⁵. Potrzebne przy tym jest poświęcenie odpowiedniej uwagi planowaniu i prognozowaniu przepływów pieniężnych.

¹⁴ N.C. Hill, W.L. Sartoris, *Short-Term Financial Management: Text and Cases*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1995, s. 4-5.

¹⁵ R. Pike, B. Neale, *Corporate Finance and Investment: Decisions and Strategies*, Prentice Hall, London 1999, s. 373.

1.2. Problematyka kapitału obrotowego netto

1.2.1. Określenie kapitału obrotowego netto

Kapitał obrotowy netto jest to różnica między bieżącymi aktywami firmy i jej bieżącymi pasywami¹⁶. Aby wyznaczyć jego poziom, do aktywów bieżących należy zaliczyć: zapasy, należności, środki pieniężne, krótkoterminowe papiery wartościowe oraz rozliczenia międzyokresowe czynne, natomiast do pasywów bieżących zaliczane są: zobowiązania wobec dostawców, budżetu, ZUS, pracowników, zobowiązania z tytułu funduszy specjalnych, dochody przyszłych okresów, rozliczenia międzyokresowe bierne oraz krótkoterminowe rezerwy celowe. Do zobowiązań bieżących nie zalicza się tutaj krótkoterminowych kredytów i pożyczek, ponieważ stanowią one nieodnawialne (automatycznie) źródła finansowania¹⁷.

Za naturalny można uznać fakt, że niedochodowe przedsiębiorstwa doświadczają kłopotów finansowych, prowadzących do ich likwidacji. Mniej spodziewaną rzeczą jest natomiast to, że dochodowe podmioty doświadczają problemów, które mogą prowadzić do bankructwa¹⁸. Ta druga sytuacja może często wynikać z tego, że operacyjne przepływy pieniężne są zagospodarowywane niewłaściwie. Złe zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie doprowadza do zaistnienia sytuacji, w której wartość brakującej płynności przerasta możliwości finansowe firmy i to wywołuje jego upadłość (pojęcie „wartości płynności finansowej” dokładniej omówione jest w podrozdziałach 2.2. do 2.4). Dobrze zarządzające płynnością podmioty powinny utrzymywać na tyle wysoki poziom płynności, aby uchronić się przed kłopotami. Poziom ten nie może być za wysoki, aby nie był źródłem niepotrzebnego spadku rentowności przedsiębiorstwa. Płynność finansowa ma wartość. Jest ona na tyle wysoka w „kryzysowych” sytuacjach, że osiągnięte dzięki uwzględnieniu tego faktu oszczędności, uzasadniają utrzymywanie wyższego poziomu płynności niż wynikałoby to jedynie z potrzeb związanych z normalnymi transakcjami.

Jeżeli zbyt wiele środków finansowych zostanie zaangażowanych w inwestycje lub jeśli należności zostaną ściągnięte zbyt późno, wtedy nawet najlepsza firma może nie być w stanie zapłacić swoich rachunków. Przedsiębiorstwo osiągające sukcesy zarządza swoimi dzia-

¹⁶ W pracy: D. Wędzki, *Kapitał obrotowy netto i brutto – wybrane problemy teoretyczne*, Zeszyty Teoretyczne Rady Naukowej Stowarzyszenia Księgowych w Polsce, nr 42, Warszawa 1997, s. 152-163, przedstawiona została dyskusja nad wyodrębnieniem koncepcji kapitału obrotowego.

¹⁷ U. Wojciechowska, *Płynność finansowa polskich przedsiębiorstw w okresie transformacji gospodarki. Aspekty mikroekonomiczne i makroekonomiczne*, SGH, Warszawa 2001, s. 253-254. Por. A. Damodaran, *Corporate Finance. Theory and Practice*, John Wiley and Sons Inc., New York 1997, s. 353-354.

¹⁸ J.A. Gentry, P. Newbold, D.T. Whitford, *Predicting Bancruptcy: If Cash Flow's Not the Bottom Line, What Is?*, Financial Analysts Journal, vol. 41, wrzesień/październik 1985, s. 47-56.

laniami zarówno przez „pryzmat” dochodowości, jak i dobrego i bezpiecznego wykorzystania przepływów środków pieniężnych¹⁹.

1.2.2. Cykl kapitału obrotowego

W przedsiębiorstwie produkcyjnym mamy do czynienia z ciągłym ruchem pieniądza. W trakcie obrotu podlega on materializacji, następnie jest przedmiotem różnych faz przetwarzania, aby znowu wystąpić w postaci pieniądza obiegowego. Istota tego obiegu to uzyskiwanie przyrostu środków pieniężnych, ponieważ ekonomicznym celem każdego „przejścia” przez fazy produkcji jest właśnie przyrost pieniądza²⁰. W typowym przedsiębiorstwie produkcyjnym działalność operacyjna składa się z sekwencji takich zdarzeń, jak²¹:

- zakup materiałów i surowców,
- zapłata za materiały i surowce,
- wytworzenie produktów gotowych,
- sprzedaż produktów,
- ściąganie należności za sprzedane produkty (jeśli sprzedaż była dokonana na warunkach kredytowych).

Powiązanie tych zdarzeń gospodarczych z towarzyszącymi im bieżącymi decyzjami przedstawiono w tabeli I.1.

Tabela I.1. Powiązanie bieżących decyzji i towarzyszących im zdarzeń gospodarczych

| Zdarzenie gospodarcze | Decyzja gospodarcza |
|--------------------------------|--|
| Zakup materiałów do produkcji | Jaka powinna być wielkość zamówienia? |
| Zapłata za materiały i surowce | Kiedy zapisać na dobro, a kiedy w ciężar rachunku środków pieniężnych? |
| Wytworzenie produktów | Jaka technologia powinna być użyta? |
| Sprzedaż produktów | Czy danemu klientowi udzielić kredytu handlowego? |
| Ściąganie należności | Sposób ściągania należności |

Źródło: S.A. Ross, R.W. Westerfield, J. Jaffe, *Corporate Finance*, Irwin Mc Graw-Hill, Singapore 1999, s. 694.

Zdarzenia te mają wpływ na strukturę czasową wpływów i wydatków pieniężnych. Nie są one zsynchronizowane. Towarzyszy także im niepewność co do momentu ich realizacji. Dodatkowo mamy do czynienia z tym, że zdarzenia gospodarcze takie jak: (1) zakup materiałów, (2) płatności za nie, (3) wytworzenie produktu niekoniecznie zachodzą w takiej (choć jest ona logiczna) kolejności.

Brak synchronizacji wpływów i wpływów środków pieniężnych jest związany z tym, że bardzo rzadko wpływ środków pieniężnych, wynikający z zakupu materiałów, następuje w

¹⁹ T.S. Maness, J.T. Zietlow, *Short-Term Financial Management*, The Dryden Press, Fort Worth, 1998, s. 3.

²⁰ W. Sasin, *Analiza płynności finansowej (cash flow) firmy*, AW InterFart, Łódź 1998, s. 23.

²¹ S.A. Ross, R.W. Westerfield, B.D. Jordan, *Finanse przedsiębiorstw*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1999, s. 611. Por. G. Schilling, *Working capital's role in maintaining corporate liquidity*, TMA Journal, wrzesień/październik 1996, vol. 16, nr 5, s. 4-8.