

*Magdalena Burzykowska**

MIKROEKONOMICZNE CZYNNIKI KSZTAŁTUJĄCE RYNKOWĄ WARTOŚĆ PLYNNOŚCI FINANSOWEJ PRZEDSIĘBIORSTWA

Współczesna literatura z zakresu teorii przedsiębiorstwa przyjmuje, iż „[...] celem wszystkich decyzji podejmowanych w przedsiębiorstwie jest maksymalizacja jego wartości rynkowej”¹. E. Nowak przyjmuje, że „[...] podstawowym celem przedsiębiorstwa powinno być maksymalizowanie korzyści właścicieli”².

Maksymalizując wartość dla akcjonariuszy, a więc sumę korzyści, jakie otrzymują właściciele z tytułu posiadanych udziałów w przedsiębiorstwie, maksymalizuje się korzyści wszystkich podmiotów związanych z przedsiębiorstwem. A. Rappaport tłumaczy to w ten sposób:

[...] los przedsiębiorstwa w długim okresie zależy od relacji finansowych ze wszystkimi podmiotami związanymi z przedsiębiorstwem. Pracownicy chcą konkurencyjnych płac i świadczeń pozapłacowych. Odbiorcy domagają się produktów wysokiej jakości i usług świadczonych po konkurencyjnych cenach. Dostawcy i posiadacze obligacji oczekują spłaty swoich wierzytelności z nadejściem terminu zapadalności ich roszczeń [...]³.

Zarząd – wysokich gratyfikacji, zaś akcjonariusze – wysokich zarobków z zainwestowanych w przedsiębiorstwo kapitałów.

Uznanie maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa za jego cel funkcjonowania sprawia, że generowanie wartości podmiotu staje się osnową wszystkich jego działań. Wszystkie zasoby, procesy i zachodzące między nimi interakcje są analizowane pod kątem efektywności i kreowania wartości. Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa jest zatem „[...] integracyjnym procesem zaprojektowanym tak, aby poprzez koncentrację na kluczowych czyn-

* Mgr, asystent – doktorant, Katedra Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa UŁ.

¹ W. Dębicki, *Teoretyczne i praktyczne aspekty zarządzania finansami przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 14.

² E. Nowak, *Controlling w przedsiębiorstwie, koncepcje i instrumenty*, Wydawnictwo ODDK, Gdańsk 2003, s. 201.

³ A. Rappaport, *Wartość dla akcjonariuszy – poradnik menedżera i inwestora*, WIG-Press, Warszawa 1999, s. 5.

nikach wartości usprawnić proces podejmowania decyzji strategicznych i operacyjnych⁴.

Koncentracja na kluczowych czynnikach wartości wydaje się problemem istotnym, złożonym, ale i różnorodnym w swej treści. Można bowiem wskazać na szereg determinant kształtujących wartość przedsiębiorstwa, takich jak: „[...] stan i wielkość techniczno-ekonomicznego zużycia majątku przedsiębiorstwa, stosowana technologia i technika produkcji, *know-how* [...]”⁵, strategia rozwojowa firmy czy kapitał intelektualny. Ogólny przegląd czynników wartości podaje D. Walters. Autor ten wyróżnia: „[...] gotówkę, zainwestowany kapitał, koszt kapitału”⁶. A. Rappaport do swoich komponentów zalicza: „[...] przepływy pieniężne z działalności operacyjnej, stopę dyskontową oraz zadłużenie”⁷.

A. Black, P. Wright i J. Bachman⁸ dokonują podziału czynników wartości przedsiębiorstwa na: strategiczne, finansowe i operacyjne. Do czynników strategicznych autorzy ci zaliczają: ryzyko, rentowność i wzrost; czynniki finansowe to: okres wzrostu wartości, stopa wzrostu sprzedaży, marża zysku operacyjnego, inwestycje w majątek trwały, inwestycje w kapitał obrotowy, stopa podatku dochodowego oraz koszt kapitału.

Wydaje się, że za wiodącą grupę czynników można uznać czynniki finansowe, które w wyniku działań operacyjnych bezpośrednio kształtują sytuację ekonomiczno-finansową przedsiębiorstwa, odzwierciedlając w ten sposób nadwyżki finansowe (korzyści finansowe) dla wszystkich zainteresowanych stron (właściciele, akcjonariuszy, dostawców, kontrahentów, pracowników przedsiębiorstwa itd.).

Lokalizacji czynników finansowych doszukujemy się w obszarze finansowym działalności przedsiębiorstwa. Obszar ten ściśle wiąże się ze sferą: zaopatrzenia, produkcji, zbytu, marketingu czy inwestycji, bowiem każdy z tych obszarów generuje przychody, koszty, wydatki lub wpływy, które mają znaczenie dla stanu finansowo-majątkowego przedsiębiorstwa, a zwłaszcza dla jego płynności finansowej.

„Płynność finansowa oprócz zdolności przedsiębiorstwa do wypełniania zobowiązań płatniczych w każdym czasie”⁹ jest swego rodzaju „amerykańską

⁴ T. D u d y c z, *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2005, s. 11.

⁵ L. B e d n a r s k i, R. B o r o w i e c k i, J. D u r a j, E. K u r t y s, T. W a ś n i e w s k i, B. W e r s t y, red. E. K u r t y s, *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 1998, s. 393.

⁶ D. W a l t e r s, *The implications of Shareholder Value Planning and Management for Logistics Decision Making*, „International Journal of Physical Distribution & Logistics Management” 1999, nr 4.

⁷ A. R a p p a p o r t, *op. cit.*, s. 65.

⁸ A. B l a c k, P. W r i g h t, J. B a c h m a n, *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy*, Dom Wydawniczy ABC, Kraków 2000, s. 101.

⁹ M. S i e r p i ń s k a, B. N i e d b a ł a, *Controlling operacyjny w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003, s. 299.

opcją kupna”¹⁰, ponieważ „[...] dopóki jest się w posiadaniu odpowiedniego poziomu płynności, można wykonać swoje uprawnienia z tytułu jej posiadania”¹¹. Jest to równoznaczne z zaspokojeniem własnych oraz wierzycieli oczekiwań. Taki wizerunek pozwala wskazać na wewnętrzną płynność finansową przedsiębiorstwa, czyli „[...] cenę, jaką właściciel przedsiębiorstwa, biorąc pod uwagę indywidualne potrzeby i warunki, będzie gotowy zaoferować w zamian za udostępnienie mu środków finansowych”¹².

Dzięki istnieniu wewnętrznej płynności finansowej przedsiębiorstwa można mówić o jej wartości rynkowej. „Wartość rynkowa płynności finansowej będzie oznaczała cenę za kolejną złotówkę płynnych aktywów, której wymaga rynek od pragnącego ją nabyć zarządu”¹³. Można zaryzykować stwierdzenie, że im pewniejsza wewnętrzna wartość płynności finansowej przedsiębiorstwa, tym wyższa jej wartość rynkowa. E. Nowak za najlepsze przybliżenie wartości rynkowej przedsiębiorstwa uważa jego wartość wewnętrzną.

W literaturze przedmiotu obok rynkowej wartości płynności finansowej (zwanej obiektywną¹⁴) wskazuje się na płynność: subiektywną, decyzyjną i arbitralną¹⁵:

- **subiektywna wartość płynności** jest wyznaczana na podstawie przesłanek, którymi kieruje się przedsiębiorca, na podstawie określonej funkcji celu. Inaczej mówiąc, subiektywna wartość płynności jest to cena, jaką zarząd danego przedsiębiorstwa, biorąc pod uwagę swoje indywidualne warunki, jest gotów zapłacić za kolejną złotówkę płynnych aktywów lub mówiąc inaczej – za „jednostkę płynności”. **Subiektywna wartość płynności** jest jednym z przejawów wewnętrznej wartości płynności, całkowicie zależnej od oceny sytuacji dokonanej wewnątrz przedsiębiorstwa i z inicjatywy jego kierownictwa;

- **wartość decyzyjna płynności** wyznaczana jest przez sprzedającego lub kupującego (a więc zainteresowaną stronę) i wyraża interesy strony wartościującej;

- **wartość arbitralna płynności** określana jest na podstawie danych przedsiębiorstwa. W momencie jej wyznaczania jest ona poza wpływem kierow-

¹⁰ Amerykańska opcja kupna charakteryzuje się tym, że realizacji uprawnień wynikających z opcji można dokonywać w dowolnym momencie od chwili ich powstania do ich wygaśnięcia.

¹¹ G. M i c h a l s k i, *Płynność finansowa małych i średnich przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2005, s. 81.

¹² G. M i c h a l s k i, *Wpływ opóźnień w spłacie należności na budowę modelu wewnętrznej wartości płynności*, J. D z i e c h c i a r z (red.), *Ekonometria. Zastosowania metod ilościowych*, „Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu” 2002, nr 935, s. 164.

¹³ *Ibidem*.

¹⁴ L. B e d n a r s k i, R. B o r o w i e c k i, J. D u r a j, E. K u r t y s, T. W a ś n i e w s k i, B. W e r s t y, *op. cit.*, s. 392.

¹⁵ *Ibidem*, s. 391–393.

nictwa przedsiębiorstwa, ponieważ oparta jest na danych pochodzących tylko i wyłącznie z przedsiębiorstwa, jest jednym z przejawów wewnętrznej wartości płynności. Wartość ta jest wyznaczana jedynie na podstawie obiektywnych przesłanek i zależy tylko od czynników ekonomicznych, nie ma w niej miejsca na subiektywny osąd dokonany przez kierujących przedsiębiorstwem.

Wartość subiektywna jest wynikiem uzupełnienia wartości arbitralnej o wnioski będące skutkiem posługiwania się intuicją przez kierownictwo przedsiębiorstwa. Może być niższa od arbitralnej, jeśli kierownicy mają niewielką awersję do ryzyka, lub odwrotnie, znacznie wyższa od arbitralnej, jeśli kierujący przedsiębiorstwem mają znaczną awersję do ryzyka. Wraz ze wzrostem kompetencji osób odpowiedzialnych za przedsiębiorstwo różnice między wartością subiektywną i wartością arbitralną będą malały. „Idealnym stanem jest ten, w którym wartość arbitralna, subiektywna i decyzyjna są wyznaczane na tym samym poziomie”¹⁶. Nie ma wówczas problemu z wyznaczeniem rynkowej wartości płynności finansowej.

W literaturze przedmiotu dokonuje się podziału czynników kształtujących płynność finansową, co oznacza, że klasyfikacja czynników może stanowić znaczącą pomoc dla kierownictwa przedsiębiorstwa w postaci informacji o tych zmiennych, które wymagają podjęcia szczególnych działań ze strony przedsiębiorstwa w celu zachowania/przywrócenia płynności finansowej. Prezentowane determinanty są również znaczącym wyznacznikiem rynkowej wartości płynności finansowej.

U. Wojciechowska wskazuje zmienne¹⁷:

- makroekonomiczne (niezależne od sposobu działania przedsiębiorstwa),
- branżowe (także zewnętrzne i niezależne od przedsiębiorstwa),
- mikroekonomiczne (zależne od sposobu działania przedsiębiorstwa).

Do makroekonomicznych czynników kształtowania płynności zalicza się:

- funkcjonowanie systemu pieniężnego w gospodarce, czyli politykę pieniężną systemu bankowego (stopy oprocentowania kredytów),
- stawki podatków i opłat zaliczanych do kosztów produkcji, a także obciążające wyniki finansowe podmiotów gospodarczych (podatek dochodowy),
- stawki podatków obciążających przychody ze sprzedaży (podatek VAT, podatek akcyzowy),
- ceny sprzedawanych towarów i usług, ceny zakupu surowców, energii, opakowań i czynników produkcji oraz ceny odpłatnie świadczonych usług, np. telekomunikacyjnych, pocztowych, transportowych,

¹⁶ G. M i c h a l s k i, *Płynność...*, s. 82–83.

¹⁷ U. W o j c i e c h o w s k a, *Płynność finansowa polskich przedsiębiorstw w okresie transformacji gospodarki. Aspekty makroekonomiczne i mikroekonomiczne*, SGH, Warszawa 2001, s. 21–24.

– koszty pracy związane z wypłatą wynagrodzeń oraz innych świadczeń pieniężnych i rzeczowych związanych z zatrudnianiem pracowników, a także przymusowe płatności na rzecz systemu finansowego państwa (składki ZUS, składki na Fundusz Pracy itp.).

Poszczególne determinanty makroekonomicznej płynności finansowej są w większości kształtowane przez mechanizm rynkowy.

Do branżowych czynników kształtowania płynności zalicza się¹⁸:

- etap rozwoju branży,
- stopień ryzyka branżowego,
- nowoczesność i perspektywy rozwoju branży,
- specyfikę sfery realnej branży.

Do mikroekonomicznych czynników kształtowania płynności zalicza się:

– organizację rozliczeń pieniężnych między partnerami handlowymi; w tym przypadku chodzi o właściwe zsynchronizowanie pieniężnych przychodów i wydatków (zachowanie równowagi dochodowej),

– terminy płatności; korzystna sytuacja w zakresie płynności wystąpi, gdy przeciętny okres inkasa wszelkiego rodzaju należności będzie równy (lub krótszy) przeciętnemu terminowi regulowania zobowiązań,

– umiejętność zarządzania płynnością finansową przez kadrę zarządzającą.

D. Wędzki dzieli czynniki kształtujące płynność finansową zgodnie z kryterium rodzaju na zależne i niezależne od przedsiębiorstwa¹⁹. Oznacza to, że czynniki zależne należą do takich, na które przedsiębiorstwo ma wpływ, zaś za czynniki niezależne uznaje się te, które znajdują się poza sferą jego oddziaływania. Do czynników zależnych od przedsiębiorstwa autor ten zalicza:

– technologię i organizację procesu produkcji, ponieważ mają one wpływ na wielkość zapasów materiałów i surowców oraz produkcję w toku, czyli płynność majątku obrotowego,

– specyfikę branży, w której działa przedsiębiorstwo, gdyż wyznacza ona płynność majątku obrotowego oraz płynność źródeł finansowania,

– strategię finansową, która jest wyrazem dążenia zarządu do spełnienia misji przedsiębiorstwa, a więc ukształtowania pozytywnego wizerunku firmy w otoczeniu, dlatego aby formułować strategię finansowania majątku i móc ustalić prawidłową strukturę finansowania poszczególnych składników majątku, należy brać pod uwagę płynność majątku z podziałem na część stałą i zmienną,

– jakość zarządzania, która obejmuje metody i techniki kształtowania poszczególnych składników kapitału obrotowego, tak aby zachować ciągłość cyklu operacyjnego,

¹⁸ M. S y p e l, *Zagrożenie płynności finansowej*, „Prawo Przedsiębiorcy” 2002, nr 10, s. 72.

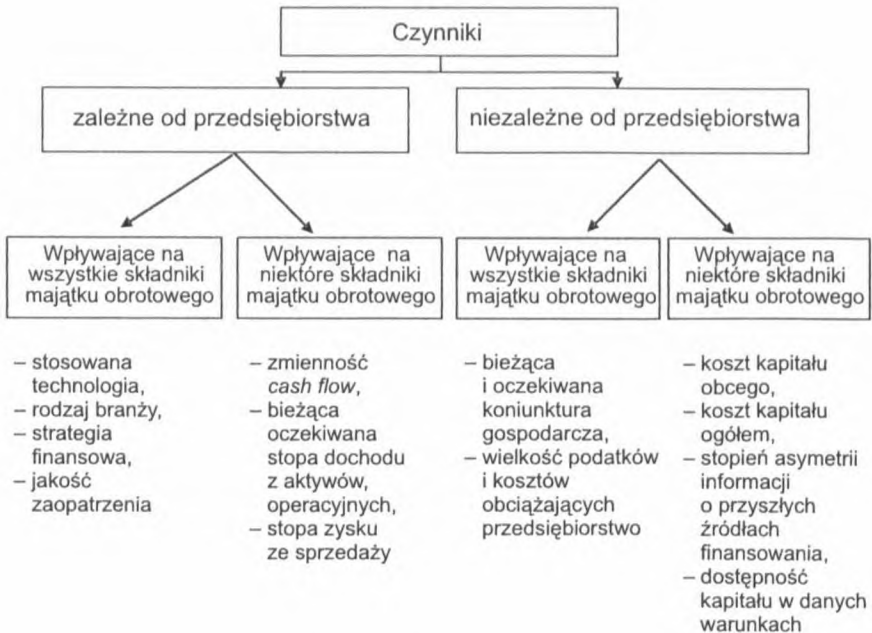
¹⁹ D. W ę d z k i, *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2002, s. 72.

- zmienność przepływów pieniężnych,
- bieżącą oczekiwaną stopę dochodu z aktywów operacyjnych,
- stopę zysku ze sprzedaży.

Natomiast do czynników niezależnych od przedsiębiorstwa, ale także wpływających na płynność, zaliczyć można:

- bieżącą i oczekiwaną koniunkturę gospodarczą,
- wielkość podatków i kosztów obciążających przedsiębiorstwo,
- koszt inwestycji w majątek trwały,
- koszty siły roboczej,
- wartość aktywów,
- koszt kapitału własnego,
- koszt kapitału ogółem,
- niewystarczającą wiedzę o przyszłych źródłach finansowania,
- dostępność kapitału w danych warunkach.

Dokonując rozróżnienia czynników kształtujących płynność finansową na zależne i niezależne od przedsiębiorstwa, można wyodrębnić te, które oddziałują tylko na niektóre ze składników majątku obrotowego oraz na większość z nich lub nawet na wszystkie (schemat 1).



Schemat 1. Czynniki kształtujące wartość płynności finansowej przedsiębiorstwa

Źródło: opracowanie własne na podstawie: D. Wędzki, *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2002, s. 72.

Uzupełnieniem wyżej przedstawionego podziału mogą być zmienne prezentowane przez D. W. Olszewskiego, który wyróżnia m. in. czynniki zawarte w tab. 1²⁰:

Tabela 1

Zmienne objaśniające płynność finansową według D. W. Olszewskiego

Zależne	Niezależne
<ul style="list-style-type: none"> - struktura aktywów obrotowych i tempo ich zamienialności na gotówkę (stan środków pieniężnych, poziom zapasów, stan i struktura należności), - wielkość sprzedaży wyrobów i usług, - sprawność w zakresie zarządzania kapitałem obrotowym (gospodarka zapasami, cykl produkcji, sprawność w zakresie windykowania należności), - struktura zobowiązań (zobowiązania krótko- i długoterminowe), - jakość wytwarzanych dóbr i usług, - polityka i działalność w zakresie sprzedaży i zaopatrzenia (stosowane instrumenty polityki handlowej, rozpoznanie rynku, udział eksportu i udział importu, ich kierunki, charakterystyka rynków zaopatrzeniowych), - organizacja przedsiębiorstwa (struktura zarządzania, delegacja uprawnień, podział na działy i jednostki, oddziały, filie, obieg informacji, prowadzona rachunkowość), - sprawność i kwalifikacje kadry kierowniczej, usytuowanie kierownictwa firmy, - kwalifikacje pozostałej części załogi, - przedsiębiorczość właściciela firmy, - metody zarządzania 	<ul style="list-style-type: none"> - pozycja na rynku, - koniunktura w gospodarce, - struktura i realność rynkowa majątku i kapitałów, - organizacje i stowarzyszenia pracownicze oraz ich rola i wpływ na działalność przedsiębiorstwa

Źródło: opracowanie na podstawie: D. W. Olszewski, *Zdolność płatnicza przedsiębiorstwa – koncepcje i metody oceny*, „Bank i Kredyt” 1992, nr 6, s. 14.

G. Łukasik wyodrębnia ujemne i dodatnie strony czynników płynności finansowej (tab. 2).

Wydaje się, że szczególnego znaczenia nabierają zmienne mikroekonomiczne płynności finansowej, bowiem bezpośrednio warunkują istnienie jej wartości rynkowej oraz rozwój przedsiębiorstwa. Przyjmując wcześniejsze stwierdzenie, że „[...] im pewniejsza wewnętrzna wartość płynności finansowej przedsiębiorstwa, tym wyższa jej wartość rynkowa”, czyni zmienne mikroekonomiczne głównymi determinantami rynkowej wartości płynności finansowej.

²⁰ D. W. O l s z e w s k i, *Zdolność płatnicza przedsiębiorstwa – koncepcje i metody oceny*, „Bank i Kredyt” 1992, nr 6, s. 14.

Klasyfikacja czynników oddziałujących na płynność finansową przedsiębiorstwa

Czynniki	Rodzaj czynnika	Zakres sterowalności ze strony przedsiębiorstwa	Oddziaływanie na płynność	
			dodatnie	ujemne
Makroekonomiczne	polityka monetarna	ograniczony	- polityka ożywienia gospodarczego, - ułatwienie dostępu do kredytu, - obniżenie stóp procentowych	- restrykcyjna polityka monetarna, - utrudnienie dostępu do kredytu (wzrost stóp procentowych)
	polityka fiskalna, rozwiązania systemu podatkowego i ich stabilność	wyбір strategii podatkowej zmniejszającej obciążenia podatkowe	- zmniejszenie płatności podatkowych, - stabilność systemu ułatwiająca, - planowanie wydatków	- wzrost płatności podatkowych, - niestabilność systemu ograniczająca planowanie wydatków
	koniunktura gospodarcza	uzależniony od zdolności adaptacji przedsiębiorstwa do zmian na rynku oraz zakresu aktywności gospodarczej	- wzrost zysku	- spadek zysku
	stopień rozwoju rynku finansowego	ograniczony do możliwości swobodnego wyboru zróżnicowanych źródeł pozyskiwania i lokaty kapitału oraz możliwości spełnienia warunków wyznaczonych przez kapitałodawców	- łatwość dostępu do kapitału o niższym koszcie	- trudność dostępu do kapitału, (wyższy koszt kapitału)

Branżowe	etap rozwoju branży	ograniczony, w zależności od pozycji przedsiębiorstwa w branży, stopnia elastyczności działania, możliwości dywersyfikacji produktów branży	- ułatwienie w dostępie do kapitału dla branż rozwijających się	- utrudnienia w dostępie do kapitału dla branż „zamierających”
	stopień ryzyka branżowego		-	-
	nowoczesność i perspektywy rozwoju branży		- wysoki poziom dźwigni operacyjnej	- niski poziom dźwigni operacyjnej
	specyfika sfery realnej branży		-	-
Sfera działalności operacyjnej				
Mikroekonomiczne	pozycja rynkowa przedsiębiorstwa	związany ze zdolnością konkurencyjną przedsiębiorstwa i strategią marketingową	- wzrost nadwyżki finansowej	- spadek nadwyżki finansowej
	strategia cenowa			
	powiązanie z rynkiem międzynarodowym	ograniczony do możliwości zabezpieczenia się przed ryzykiem walutowym	- dodatnie różnice kursowe	- ujemne różnice kursowe
	polityka zapasów	samodzielne decyzje przedsiębiorstwa	- możliwość odzyskania w części lub całości należnych kwot	- utrudniona egzekucja należności
	dobór form rozliczeń finansowych	-	-	- realizacja dodatkowych zobowiązań
zobowiązania pozabilansowe (warunkowe) przedsiębiorstwa	-	-	- zatory płatnicze	

Źródło: opracowanie własne na podstawie: G. Ł u k a s i k, *Polityka pozyskiwania kapitału przez przedsiębiorstwa w warunkach rozwoju rynku finansowego*, Akademia Ekonomiczna, Katowice 1998, s. 76-78.

Biorąc pod uwagę wpływ takich czynników na kształtowanie płynności finansowej przedsiębiorstwa, jak:

- struktura aktywów obrotowych i tempo ich zamienialności na gotówkę (stan środków pieniężnych, poziom zapasów, stan i struktura należności),
 - wielkość sprzedaży wyrobów i usług,
 - sprawność w zakresie zarządzania kapitałem obrotowym (gospodarka zapasami, cykl produkcji, sprawność w zakresie windykowania należności),
 - struktura zobowiązań (zobowiązania krótko- i długoterminowe)²¹,
- wskazać można, iż stanowią one w znacznym stopniu również o wartości rynkowej przedsiębiorstwa.

Zapasy w przedsiębiorstwie są składnikami majątkowymi obejmującymi surowce, materiały, półprodukty, produkcję w toku, wyroby gotowe i towary. Zapasy uczestniczą we wszystkich procesach gospodarczych. Tak jak inne składniki majątku obrotowego, zużywają się w całości w jednym cyklu obrotowym firmy, dlatego muszą być systematycznie odnawiane. „Ze względu na zróżnicowaną strukturę zapasów różne są powody ich utrzymywania w przedsiębiorstwie”²². Zapasy surowców, materiałów i produkcji niezakończonych są utrzymywane, bowiem zapewniają:

- rytmiczność produkcji i prawidłowy poziom wykorzystania zdolności produkcyjnych niezależnie od sezonowych zmian popytu na wytwarzany produkt;

- wydłużenie serii produkcyjnych, co wpływa na zmniejszenie jednostkowych kosztów produkcji;

- zakup materiałów i ich transport w większych partiach, co pozwala uzyskać korzyści związane z dyskontem ilościowym: rabaty cenowe, niższe koszty transportu (gdy są one wyższe niż koszt utrzymania tych zapasów);

- ochronę przed skutkami wzrostu cen materiałów, zmian stopy procentowej kredytów, wahań kursów walut. Jeśli zapasy kupowane są na wolnym rynku, to ich ceny podlegają relacjom podaży i popytu. Często więc dokonywane są zwiększone ponad aktualne zapotrzebowanie zakupy, aby zabezpieczyć się przed zwyżką ceny;

- mniejszą niepewność co do wielkości i czasu dostaw;

- ochronę przed skutkami nagłych zdarzeń, jak strajki, pożary, powodzie;

- planowanie produkcji.

Zapasy produktów gotowych:

- zapewniają ciągłość sprzedaży; popyt na produkty zmienia się w czasie, dlatego zapasy stanowią bufor między zmieniającym się popytem a podażą produktów. Potrzeba zabezpieczenia się przed niespodziewanymi zmianami

²¹ M. Sierpińska, *Controlling funkcyjny w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2004, s. 267.

²² M. Jerzemowska, *Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 2004, s. 221.

popytu jest istotnym powodem utrzymywania podwyższonych stanów zapasów. W wypadku przewidywań zwiększonego popytu na wyroby przedsiębiorstwa stosowane są zwiększone zamówienia w celu utrzymania tzw. zapasu bezpieczeństwa, czyli wielkości zapasów, która gwarantuje ich dostępność przez pewien z góry określony czas. W wypadku potencjalnych zakłóceń w zaopatrzeniu w produkty gotowe przedsiębiorstwo nie ponosi z tego tytułu strat, bowiem zabezpieczone jest w ten właśnie sposób;

- wpływają na poziom obsługi klienta, który pragnie mieć dostęp do danych produktów w dogodnym dla siebie czasie i miejscu. Utrzymywanie zapasów wiąże się z potrzebą zaspokojenia wszystkich zamówień, które mogą nadejść od odbiorców, stąd przedsiębiorstwo stara się utrzymać pełną gamę asortymentową. Utrzymywanie zapasów może mieć również określone znaczenie w kontaktach przedsiębiorstwa z otoczeniem. Gotowość dostawy w firmie może być ważnym atutem w grze konkurencyjnej na rynku. Jest ona szczególnie ważna w przypadku produktów „czułych na obsługę”, tj. produktów o niestabilizowanej pozycji na rynku i produktów w fazie ich wprowadzania na rynek.

Wrażliwość klientów na braki i opóźnienia w dostawach jest szczególnie wysoka na rynkach towarów, których marka nie jest ugruntowana na rynku. Klienci nie znają wówczas produktu, stąd ich wrażliwość na braki i opóźnienia jest szczególnie wysoka. „Braki zapasów wyrobów gotowych i niezrealizowane zamówienia mogą okazać się bardzo kosztowne, gdyż klienci wybiorą dostępne w tym czasie produkty konkurencji”²³.

- ugruntowują pozycję firmy na rynku; duża dostępność produktu na rynku powoduje wzrost liczby jego nabywców, rezygnujących z tych produktów, na które muszą czekać;
- pozwalają realizować zysk ze sprzedaży.

Utrzymywanie zapasów w przedsiębiorstwie ma swoje uzasadnione powody, jednak ich wzrost może negatywnie wpłynąć na płynność finansową. Nadmierny ich stan zwiększa ryzyko wystąpienia trudności z ich zbytem, wskutek np. pojawienia się na rynku substytutów lub nowocześniejszych wyrobów konkurencji itp. Zbyt wysokie zapasy mogą również nigdy nie zostać sprzedane lub mogą zostać sprzedane po znacznie niższej, nawet od kosztów ich wytworzenia, cenie. Powodem mogą być gusty konsumentów, które szybko się zmieniają. Wskazać tu można na szybki postęp techniczny, który powoduje w krótkim okresie znaczne spadki cen oferowanych dóbr rynkowych (taka sytuacja występuje często w branży informatyki i telekomunikacji). Szybki postęp techniczny skraca cykl życia produktu, co w efekcie przekłada się na kumulowanie zapasów w magazynach przedsiębiorstwa,

²³ M. S i e r p i ń s k a, D. W ę d z k i, *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999, s. 111.

powodując negatywny wpływ na płynność finansową wskutek gromadzenia zapasów trudno zbywalnych.

Duży udział zapasów w strukturze majątku obrotowego i ich nadmierna ilość tworzy dodatkowe koszty związane z ich magazynowaniem oraz ich ubezpieczeniem. Ponadto ich nadmiar stanowi dla przedsiębiorstwa koszt utraconych możliwości, bowiem na skutek zamrożenia gotówki pozbawia go realizacji opłacalnych przedsięwzięć inwestycyjnych.

Rynek wyceniający wartość przedsiębiorstwa może negatywnie ocenić powiększanie stanu zapasów w przedsiębiorstwie. Może on bowiem upatrywać trudności upłynnienia zapasów (sprzedaży) lub też nieumiejętne zarządzanie nimi. Rotacja zapasów przyjmuje wówczas tendencję malejącą, co przedkłada się na wydłużający cykl ich upłynnienia. Nadmiar zapasów powoduje, że cena za kolejną złotówkę płynnych aktywów, której wymagalby rynek od pragnącego ją nabyć zarządu, maleje.

Obok zapasów istotną zmienną kształtującą rynkową wartość płynności finansowej są rozmiary i struktura należności. Ich poziom wynika przede wszystkim z polityki kredytowej, jaką przedsiębiorstwo prowadzi wobec swoich kontrahentów. Może ona przyjąć charakter restrykcyjny lub liberalny, wykorzystując przy tym parametry w postaci: terminu płatności, terminu ściągania należności, stopy opustów, wskaźników ryzyka kredytowego.

Podejście liberalne w zarządzaniu płynnością finansową kieruje się przede wszystkim maksymalizacją wielkości sprzedaży. Przedsiębiorstwo ustala długi termin płatności oraz prowadzi łagodną politykę ściągania należności. Konsekwencją tej strategii może być znaczny przyrost sprzedaży połączony jednak z wyraźnym wzrostem należności przeterminowanych i nieściągalnych²⁴. Wzrost należności *de facto* zwiększa wartość współczynnika szybkiej płynności finansowej, co oznaczałoby poprawę płynności finansowej, jednak w rzeczywistości przedsiębiorstwo nie posiada fizycznie gotówki (lecz tylko księgowo), co zaniża faktyczną wartość płynności finansowej, przedsiębiorstwa. Oznacza to również wzrost ryzyka niewypłacalności.

Restrykcyjna polityka kredytowania wiąże się z rezygnacją odbiorców o wyższym poziomie ryzyka, wycofaniem z ofert opustów, bardziej surową polityką inkasowania należności, co w konsekwencji doprowadza do zmniejszenia kwot należności i kosztów ich finansowania oraz ograniczenia należności przeterminowanych i nieściągalnych. W razie nie wywiązywania się przez kontrahenta z płatności w oznaczonym terminie, natychmiast są uruchamiane prawne zabezpieczenia należności, np. zastaw itd.

Wybór polityki kredytowej koreluje z poziomem wartości rynkowej płynności finansowej. Liberalna polityka należności to wyższa sprzedaż, większy przychód ze sprzedaży oraz większy wynik finansowy, a z drugiej

²⁴ *Ibidem.*

strony większe ryzyko finansowe działalności przedsiębiorstwa i odwrotnie. Może to w sposób pozytywny/negatywny ukształtować wartość rynkową płynności finansowej. Bez względu jednak na wybór polityki zarządzania należnościami przedsiębiorstwo powinno dążyć do utrzymania wysokiej rotacji należności, co sprzyjałoby krótszemu cyklowi ich egzekwowania. W efekcie poprawie ulega wewnętrzna płynność finansowa oraz jej wartość rynkowa.

T. Dudycz wskazuje, że „[...] wartość przedsiębiorstwa zależy od aktualnej wartości operacyjnych strumieni pieniężnych”²⁵. Wolne strumienie pieniężne, będące strumieniami gotówki generowanej przez działalność operacyjną, można analizować z punktu widzenia rynkowej wartości płynności finansowej. W celu jej zapewnienia narzuca się konieczność utrzymania pewnego strumienia gotówki, który podlegając materializacji i fazie przetwarzania wstępuje ponownie w postać pieniądza obiegowego. Istota tego obiegu to uzyskiwanie przyrostu środków pieniężnych zapewniających zdolność przedsiębiorstwa do zrealizowania w trybie natychmiastowym płatności wobec kontrahentów, instytucji finansowych czy pracowników itp. Przyrost gotówki umożliwia również korzystanie z opustów proponowanych przez dostawców dóbr zaopatrzeniowych, zachowanie dobrej oceny zdolności kredytowej w bankach i u dostawców, skorzystanie z nadarzającej się okazji zakupu produktów po atrakcyjnych cenach lub długów innych firm po cenach znacznie niższych niż ich wartość nominalna. Nadwyżka gotówki stanowi przede wszystkim o potencjale samofinansowania i może być przeznaczona na inwestycje, uzupełnianie zapasów, spłatę zobowiązań i kredytów, a przede wszystkim na wypłatę dywidendy.

Nadwyżkę środków pieniężnych można uznać za dobry indyktor zysku. Jej poziom odzwierciedla rzeczywisty przebieg siły dochodowej przedsiębiorstwa w okresach minionych i stanowi istotny punkt wyjścia do obliczania przyszłych możliwości utrzymania osiągniętych wyników²⁶.

W dłuższych okresach zysk wykazuje tendencje podobne do zmian występujących w nadwyżce środków pieniężnych, a zatem ich przyrost może być sygnalizatorem zyskowności przedsiębiorstwa. Taki wizerunek środków pieniężnych jest gwarantem wypłaty dywidendy, co w ostateczności zwiększa wycenę rynkową przedsiębiorstwa.

Utrzymywanie zbyt wysokiego stanu środków pieniężnych można jednakże stanowić koszt utraconych korzyści, bowiem może powodować istotne ograniczenie efektywności działalności przedsiębiorstwa, co z kolei może

²⁵ T. Dudycz, *op. cit.*, s. 39.

²⁶ L. Bednarski, R. Borowiecki, J. Duraj, E. Kurtyś, T. Waśniewski, B. Wersty, *op. cit.*, s. 125.

negatywnie wpływać na stopę zwrotu, a tym samym na wartość rynkową przedsiębiorstwa. Dlatego zarządzanie zasobami środków pieniężnych, podobnie jak w przypadku pozostałych aktywów obrotowych, ma na celu minimalizację kosztów ich zaangażowania z zapewnieniem płynności finansowej przedsiębiorstwa.

„Warto zauważyć, że podnoszona w literaturze przedmiotu teza, iż większe przedsiębiorstwa w mniejszym stopniu niż przedsiębiorstwa małe cenią wartość płynności finansowej”²⁷, opiera się na analizie relacji: gotówka – aktywa oraz gotówka – roczna sprzedaż, które w dużych przedsiębiorstwach kształtują się na niższym poziomie. Sytuacja ta może być związana z faktem, że duże przedsiębiorstwa mają łatwiejszy dostęp do rynku kapitałowego i pieniężnego²⁸. Wartość rynkowa płynności finansowej w takim przypadku również może być wysoko oceniana przez interesariuszy przedsiębiorstwa, podnosząc jej cenę rynkową.

Większą wartość zyskuje wewnętrzny poziom płynności finansowej przedsiębiorstwa, im większa jest niepewność i tym samym ryzyko dopływu gotówki do przedsiębiorstwa. Obniża to wówczas wartość rynkową płynności finansowej, bowiem niskie/niepewne stany gotówki ograniczają możliwości płatnicze i mogą spowodować zakłócenia w realizowaniu bieżących zobowiązań.

Zwykle w przedsiębiorstwie poziom zobowiązań bieżących jest wysoki. Wydłużanie terminów spłaty zobowiązań bieżących umożliwia przedsiębiorstwu korzystanie z tzw. darmowego kredytu, który w krótkich okresach poprawia finanse przedsiębiorstwa oraz przyczynia się do wyższej stopy zwrotu dla stron zainteresowanych, np. akcjonariuszy. Natomiast wykorzystanie kapitału obcego krótkoterminowego, np. „[...] w postaci kredytu bankowego tworzy dla przedsiębiorstwa odsetkowe tarcze podatkowe, gdyż odsetki od kredytów i pożyczek pomniejszają podstawę wymiaru podatku dochodowego”²⁹. Rzeczywisty koszt zadłużenia przedsiębiorstwa jest wówczas mniejszy od nominalnego o oszczędności podatkowe.

Szczególnym rodzajem zobowiązania bieżącego dla akcjonariuszy kształtującego wartość rynkową płynności finansowej jest dywidenda. „Jej wypłata stanowi rezygnację z alokacji środków finansowych w firmie”³⁰ i zmusza przedsiębiorstwo do poszukiwania kapitałów zewnętrznych. Z uwagi jednak na dobrą kondycję finansową, potwierdzoną wypłatą dywidendy, przedsiębiorstwo nie powinno mieć problemów z pozyskaniem obcych kapitałów na jego rozwój.

²⁷ G. M i c h a l s k i, *Wpływ...*, s. 166–167.

²⁸ *Ibidem*.

²⁹ M. J e r z e m o w s k a, *op. cit.*, s. 163.

³⁰ A. K o w a l s k i, *Zasady wypłaty i ustalania wysokości dywidendy*, „Gazeta Prawna” 2004, nr 70.

Wyplata dywidendy obniża wewnętrzną płynność finansową przedsiębiorstwa, umacniając jednak jej wartość rynkową, wzrasta również wartość przedsiębiorstwa oraz bieżąca cena akcji firmy.

„Brak wypłaty dywidendy nie musi być utożsamiany ze złą kondycją finansową przedsiębiorstwa, może bowiem wynikać z preferencji płynności wśród akcjonariuszy, która oznacza równocześnie potrzebę otrzymywania stałych, regularnych dochodów”³¹. Pozyskanie nie wypłaconej dywidendy poprawia strukturę kapitału oraz płynność finansową przedsiębiorstwa w wyniku wzrostu środków pieniężnych. Wzmacnia możliwości rozwojowe przedsiębiorstwa, pozbawiając je konieczności korzystania z kapitałów obcych. „Zatrzymanie dywidendy może jednak przyczynić się do bieżącego spadku cen rynkowych akcji firmy”³².

Korzystanie z krótkoterminowych kapitałów obcych umożliwia rozwój przedsiębiorstwa oraz maksymalizację korzyści finansowych, z drugiej strony ich nadmiar prowadzi w konsekwencji do niewypłacalności przedsiębiorstwa (kryzys finansowy), jego bankructwa, co może zagrozić upadłością. Utrata płynności finansowej przedsiębiorstwa z powodu zbyt wysokiego zadłużenia to groźba zmniejszenia elastyczności w podejmowaniu decyzji, pogorszenie rentowności, wzrost kosztu pozyskiwania finansowania zewnętrznego, wycofania udziałów przez kapitałodawców i pogorszenie jego rynkowej pozycji. Dlatego im bardziej wzrasta prawdopodobieństwo trudności finansowych, a kierownictwo przedsiębiorstwa zdaje sobie z tego sprawę, tym wyżej ceni ono wewnętrzną płynność finansową. Przedsiębiorstwa próbują wówczas pozyskać kolejną złotówkę płynności poprzez sprzedaż aktywów niebędących środkami pieniężnymi. Skutkiem takich działań jest malejąca wycena wartości rynkowej płynności finansowej przedsiębiorstwa.

Malejąca wewnętrzna wartość płynności finansowej nie musi stanowić o braku zainteresowania przedsiębiorstwem ze strony rynku zakupu tych jednostek gospodarczych. Przeciwnie, może być dobrą inwestycją dla stron zainteresowanych przejęciem bądź kupnem przedsiębiorstwa z uwagi na korzystną cenę nabycia/sprzedaży. Im większa liczba stron zainteresowanych nabyciem takiego przedsiębiorstwa, tym jego wycena może przyjmować tendencję wzrostową.

Wartość rynkowa płynności finansowej kształtowana jest poziomem kapitału obrotowego netto. „Kapitał ten eksponuje płynną rezerwę przeznaczoną do zaspokajania zapotrzebowania na kapitał, wywołany nieprzewidzianymi potrzebami i niepewnością w działalności gospodarczej”³³.

³¹ J. U c h m a n, *Podatkowe uwarunkowania polityki wypłat dywidend spółek kapitałowych*, „Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu” 2002, nr 943, s. 44.

³² *Ibidem*, s. 45.

³³ J. K o z ł o w s k i, *Zarządzanie finansami w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Turystyki i Hotelarstwa, Bydgoszcz 2003, s. 161.

Przedsiębiorstwo, dysponując nadwyżką majątku obrotowego nad zobowiązaniami krótkoterminowymi, ma środki, które mogą zostać przeznaczone na odnowienie cyklu operacyjnego na zakładanym poziomie.

Dodatni poziom kapitału minimalizuje również ryzyko wynikające z finansowania środków obrotowych, a efektywne zarządzanie kapitałem obrotowym netto decyduje nie tylko o przetrwaniu przedsiębiorstwa w krótkim okresie, lecz także o jego rozwoju w dłuższej perspektywie³⁴.

Dodatni kapitał obrotowy netto stanowi zatem gwarancję utrzymania płynności finansowej w przedsiębiorstwie, będąc jednocześnie istotną zmienną kształtującą jej wartość rynkową.

Określając stopień użyteczności współczynników płynności w ocenie rynkowej wartości płynności finansowej można zaobserwować szczególną zależność w przypadku gotówkowej i szybkiej płynności. Zależność ta jest silniejsza w odniesieniu do płynności gotówkowej, słabsza zaś w przypadku szybkiej płynności finansowej. Wynika to z faktu, iż

Przedsiębiorstwo posiadając wysoki współczynnik gotówkowej płynności finansowej może w danym momencie spłacić – natychmiast – część zobowiązań wymagalnych z posiadanych najbardziej płynnych aktywów. Zatem jego wiarygodność do wywiązania się ze zobowiązań jest tym większa im większy jest ten współczynnik. Tym samym jego wartość rynkowa może w ocenie inwestorów rosnąć. Natomiast w przypadku szybkiej płynności finansowej zależność ta jest nieco słabsza, gdyż zależy nie tylko od posiadanych przez przedsiębiorstwo środków pieniężnych, lecz także od należności krótkoterminowych, których ryzyko ściągłości może różnić się w zasadniczy sposób w zależności od wiarygodności poszczególnych kontrahentów z jakimi współdziała przedsiębiorstwo. Informacje te mogą być dla inwestorów trudniej dostępne i dlatego wpływ współczynnika szybkiej płynności finansowej na wartość rynkową przedsiębiorstwa może być mniejszy³⁵.

* * *

Uznanie maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa za jego cel funkcjonowania sprawia, że generowanie tej wartości jest możliwe dzięki istnieniu w nim płynności finansowej. Stanowi ona bowiem nie tylko o zdolności podmiotu gospodarczego do zaspokojenia własnych oczekiwań, ale i ocze-

³⁴ M. W ó j c i k, *Poziom i struktura kapitału obrotowego a wartość przedsiębiorstwa*, [w:] E. U r b a n i c z y k (red.), *Nowe tendencje w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Kreos, Szczecin 2001, materiały konferencyjne, s. 533.

³⁵ Powyższe informacje zostały oparte na badaniach przeprowadzonych w branży drzewnej w 2002 r. Wyników owych badań nie można uogólnić, jednakże można je uznać za znaczący wkład dotyczący problematyki płynności finansowej przedsiębiorstwa. M. S y s k a, *Płynność finansowa a wartość rynkowa przedsiębiorstwa*, [w:] J. D u r a j (red.), *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki*, Wydawnictwo Naukowe Novum, Płock 2002, materiały konferencyjne, s. 401–423.

kiwań wierzycieli, w tym: pracowników, dostawców, posiadaczy obligacji czy akcjonariuszy.

Wzrost poziomu płynności finansowej odzwierciedla wzrost korzyści finansowych dla interesariuszy, a tym samym zwiększa wartość rynkową płynności finansowej przedsiębiorstwa. Niezbędne zatem wydaje się zwrócenie uwagi na determinanty, które przyczyniają się do wzrostu tej płynności.

W opracowaniu szczególnej analizie poddano zmienne mikroekonomiczne, jako bezpośrednie zmienne warunkujące istnienie rynkowej wartości płynności finansowej oraz finansowe korzyści stron zainteresowanych. Do takich zmiennych zaliczono: zapasy, należności operacyjne, środki pieniężne, zobowiązania operacyjne oraz kapitał obrotowy netto.

Magdalena Burzykowska

THE MICROECONOMIC FACTORS ARE FORMING MARKET VALUE OF FINANCIAL LIQUIDITY

The main purpose of this report is to appear microeconomics factors which creates market value of financial liquidity. There are among microeconomics factors: stocks, current receivables, liquidity assets, current liabilities and working capital.

The enterprise has got directly influence on the deterrents of financial liquidity and may create not only their level but also financial advantages for partners (workers, deliverers, owners, shareholders *etc.*).