

## 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).

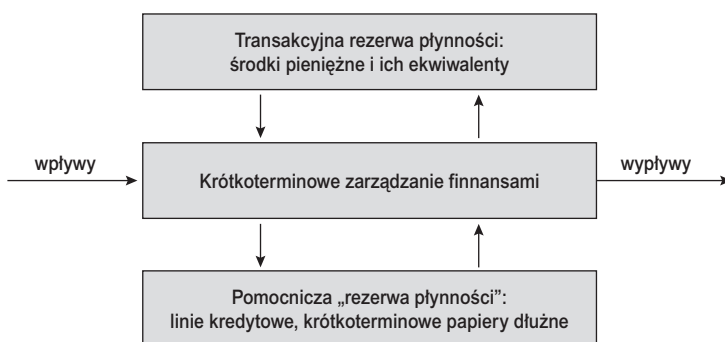
Przedsiębiorstwa produkcyjne realizują cel, którym jest tworzenie bogactwa właścicieli, poprzez wytwarzanie dóbr i usług. Za dobra te otrzymują środki pieniężne – **wpływy**.

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

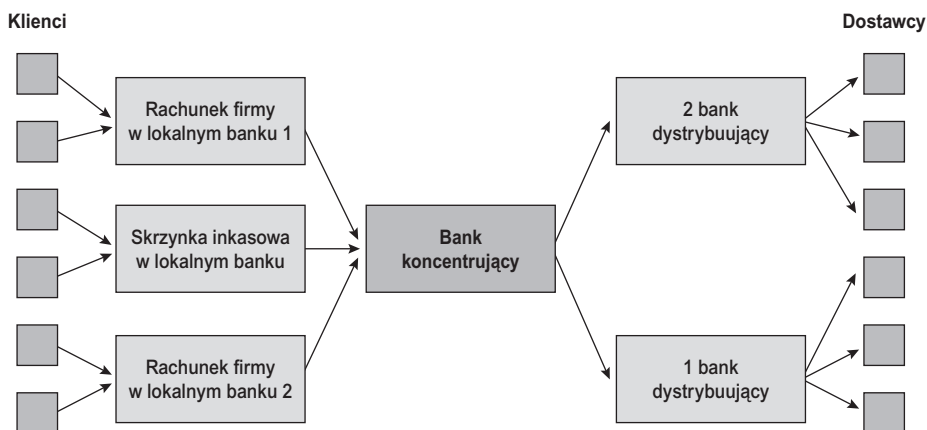


Źródło: N. C. Hill, W. L. Sartoris, Short-Term Financial Management: Text and Cases, Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1995, s. 2.

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.

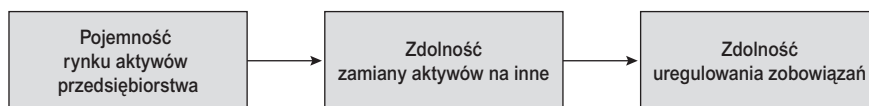
Kolejnym spotykanym znaczeniem płynności finansowej jest *przestrzeń dla transakcji na rynku*, a w szczególności na rynku finansowym. Płynność taka występuje wtedy, gdy istnieje na danym rynku swoboda dokonywania wielkich transakcji sprzedaży lub kupna, bez obawy, że nie znajdzie się odpowiedniego popytu 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  $t$ ,

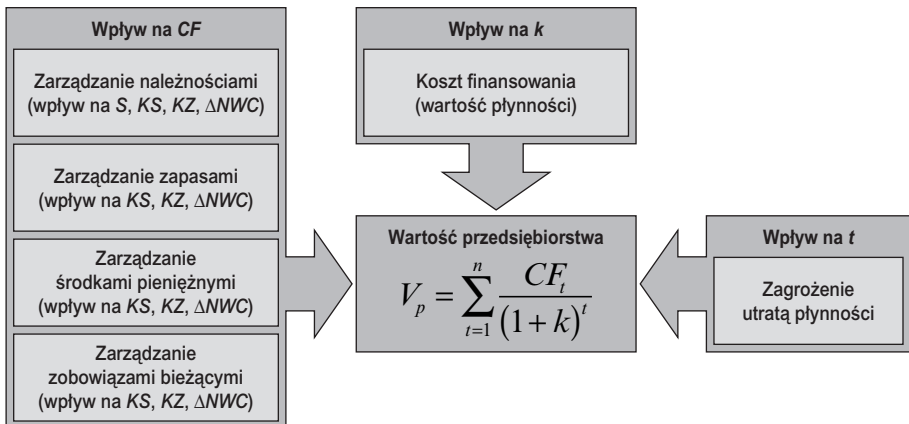
$D$  – amortyzacja,

$T$  – 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.