

Wprowadzenie

Niniejszy podręcznik przygotowany został z myślą o studentach pierwszego stopnia studiów wyższych, uczestników szkoleń z cyklu „Finanse dla niefinansistów” oraz dla osób które chcą stawiać swoje pierwsze kroki w świecie finansów przedsiębiorstw. W połączeniu z *Leksykonem zarządzania finansami* Wydawnictwa C.H. Beck, książka ta stanowi źródło wystarczające do poznania podstaw finansów przedsiębiorstwa, nawet dla czytelnika, który wcześniej nie miał styczności z naukami ekonomicznymi.

Jednym z wielu obszarów zarządzania przedsiębiorstwem jest zarządzanie finansami przedsiębiorstwa. Jest to dość specyficzna sfera zarządzania zasobami, źródłami tych zasobów i strumieniami wytwarzanymi przez przedsiębiorstwo. Od sprawności zarządzania finansami zależy sukces lub porażka przedsiębiorstwa. Nie wystarczy bowiem wytwarzać i sprzedawać produkty, na które jest nawet znaczne zapotrzebowanie, po odpowiednio wysokiej cenie. Złe zarządzanie finansami przedsiębiorstwa może zniweczyć korzyści wynikające z tego faktu. Nasuwa to od razu na myśl pierwszy cel zarządzania finansami, a mianowicie zasadę: „nie szkodzić”. Polega ona na tym, aby zarządzać majątkiem i źródłami majątku przedsiębiorstwa w sposób, który nie będzie wpływał destruktywnie na korzyści wypracowane w niefinansowych sferach działania przedsiębiorstwa.

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 utraceniem posiadanych zasobów, gdyż do tego celu wystarczyłoby ukrycie posiadanego bogactwa w bezpiecznym miejscu, lub po prostu zdeponowanie go w banku. Celem ludzi rozpoczynających działal-

ność gospodarczą jest osiągnięcie korzyści przewyższających oprocentowanie oferowane przez bank.

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

Inną znaną definicją celu działania przedsiębiorstwa jest „kontynuacja działalności”. Takie postawienie celu jest także niezadowalające. Dążenie do przetrwania przedsiębiorstwa „za wszelką cenę”, mimo przynoszenia ogromnych strat, nie jest z pewnością sytuacją pożądaną. Podobnie trudno sobie wyobrazić, aby założyciel przedsiębiorstwa rozpoczynał działalność tylko po to, aby przedsiębiorstwo funkcjonowało bez względu na efektywność działania.

Można spotkać jeszcze kilka innych niepoprawnie postawionych propozycji finansowego celu działania przedsiębiorstwa. 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 nad rywalami prowadzącego w rzeczywistości do samozagłady.

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

Wszystkie wymienione propozycje postawienia celu finansowego przedsiębiorstwa można podzielić na dwie grupy. Pierwsza grupa 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, ogranicza możliwości wytwarzania zysków wynikających ze stosowania narzędzi finansowych np. dźwigni.

Właściciel przedsiębiorstwa, jak już wspomniano, chce ze swojego majątku zainwestowanego w przedsiębiorstwo osiągnąć korzyści większe od przychodu, który uzyskałby umieszczając środki w banku. To nasuwa nam finansowy cel zarządzania przedsiębiorstwem: maksymalizacja bogactwa właścicieli, lub inaczej: maksymalizacja wartości rynkowej kapitału własnego właścicieli. Wszelkie działania podejmowane w procesie zarządzania finansami przedsiębiorstwa powinny być oceniane właśnie z tego punktu widzenia. Jeśli jakieś działanie zwiększa bogactwo właścicieli – należy je podjąć, jeśli natomiast działanie takie niszczyłoby to bogactwo – należy go zaniechać.

Wzrost wartości przedsiębiorstwa osiągnąć można stosując trzy podstawowe zasady działania:

- ▶ zwiększenia obecnych i przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez przedsiębiorstwo [Rinne i in., 1986, s. 44–50];
- ▶ ograniczenia zmienności obecnych i przyszłych przepływów pieniężnych [Tarczyński, Mojsiewicz, 2001, s. 145] i zmniejszenia prawdopodobieństwa wystąpienia zakłóceń w regularnej spłacie zobowiązań;
- ▶ obniżenia prawdopodobieństwa upadłości przedsiębiorstwa [Smithson i in., 2000, s. 135].

Przykład 1

Pan Jan produkuje drewniane zabawki. Wartość jego firmy to wszystkie pieniądze jakie zarobi „na czysto” na tej działalności zsumowane NA DZISIAJ. Jeśli co roku zarabia 100 000 zł i będzie to kontynuował (bez dużych zmian w firmie) przez kolejne 4 lata, zaś cena pieniądza (koszt kapitału) to 20% rocznie, wówczas zaktualizowana wartość firmy dla pana Jana to nie mniej niż:

$$\frac{100}{1,2} + \frac{100}{1,2^2} + \frac{100}{1,2^3} + \frac{100}{1,2^4} + \frac{\text{w.lik.}}{1,2^4} = 259 + \frac{\text{w.lik.}}{1,2^4},$$

gdzie w.lik. – wartość likwidacyjna aktywów operacyjnych zaangażowanych w produkcję w firmie.

Jeśli Jan jest przeświadczony o tym, że firma będzie zarabiać na czysto 100 000 zł co roku przez bardzo długo (w „nieskończoność”), w przybliżeniu może założyć, że wartość jego firmy to nie więcej niż: $100/0,2 = 500$ tys. zł. Są to wszystkie przyszłe wolne przepływy pieniężne, jakie uda się wypracować w przyszłości przez firmę, wyrażone w dzisiejszym pieniądzu (dzięki użyciu informacji o cenie pieniądza zwanej stopą kosztu kapitału).

Przykład 2

Pani Janina produkuje odzież (jest to działalność bardziej ryzykowna niż produkcja zabawek z drewna), a wartość jej firmy to wszystkie pieniądze jakie zarobi „na czysto” na tej działalności zsumowane na dzisiaj. Jeśli co roku zarabia 100 000 zł i będzie taki zysk osiągać (bez dużych zmian w firmie) przez kolejne 4 lata, a cena pieniądza (koszt kapitału) to 30% rocznie (więcej niż u Jana, w związku z większym ponoszonym ryzykiem), wówczas wartość firmy dla pani Janiny to nie mniej niż:

$$\frac{100}{1,3} + \frac{100}{1,3^2} + \frac{100}{1,3^3} + \frac{100}{1,3^4} + \frac{\text{w.lik.}}{1,3^4} = 217 + \frac{\text{w.lik.}}{1,3^4}.$$

Jeśli Janina jest przeświadczona o tym, że firma na czysto będzie zarabiać 100 000 zł co roku przez bardzo długo (w „nieskończoność”), w przybliżeniu może założyć, że zaktualizowana wartość jej firmy to nie więcej niż: $100/0,3 = 333$ tys. zł.

Aby jakieś działanie przyczyniało się do wzrostu wartości przedsiębiorstwa, a przez to zwiększało zamożność jego właścicieli, musi ono prowadzić do wzrostu zaktualizowanej wartości oczekiwanych wolnych przepływów pieniężnych (FCF_t) w odpowiednio długim okresie działania i generowania tych przepływów (t) oraz przy odpowiednio niskiej cenie pieniądza zamrożonego w danym działaniu, wyrażonej przez stopę procentową, wynikającą z kosztu kapitału przedsiębiorstwa (CC). Zależność ta jest przedstawiona wzorem 1 [Jajuga, 1999, s. 181; Damodaran, 1999, s. 192–196]:

$$V_p = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1 + CC)^t}, \quad (1)$$

gdzie: V_p – wartość przedsiębiorstwa, FCF_t – wartość oczekiwanych wolnych przepływów pieniężnych generowanych przez przedsiębiorstwo, CC – cena pieniądza, stopa dyskontowa wynikająca z kosztu kapitału przedsiębiorstwa.

Wzrost wartości przedsiębiorstwa, a przez to powiększanie bogactwa właścicieli, może mieć miejsce wówczas, gdy równocześnie realizowane są także inne cele, uważane za cząstkowe, takie jak: prestiż przedsiębiorstwa i jego mocna pozycja na rynku, wolność w podejmowaniu decyzji i dobry zarząd, udział w realizacji potrzeb społecznych oraz satysfakcja pracowników z wykonywanej pracy. Zaniechanie troski o prestiż może z czasem zacząć się odbijać negatyw-