



WARTOŚĆ PŁYNNOŚCI

W BIEŻĄCYM ZARZĄDZANIU FINANSAMI

Rozdział 5.

**Krótkoterminowe zarządzanie finansami
przy uwzględnianiu wartości płynności**

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 978-83-7941-096-5 (Rozdział 5)

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 następne 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.