

Mirosław Wasilewski, Teresa Domańska

Katedra Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw

Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

Strategia płynności finansowej ZT Kruszwica S.A. w ujęciu harmonizacji

Wstęp

Jednym z głównych celów przedsiębiorstwa w obszarze strategicznym jest zachowanie ciągłości procesów produkcyjnych. Z jednej strony racjonalne gospodarowanie wpływa na utrzymanie przez jednostkę płynności finansowej, z drugiej natomiast zachowanie płynności determinuje ciągłość procesów gospodarczych [Sierpińska, Jachna 2004, s. 145]. Posiadanie przez przedsiębiorstwo płynności finansowej oznacza jego zdolność do terminowego regulowania zobowiązań bieżących [Sierpińska, Jachna 2007, s. 81]. Zarządzający każdym przedsiębiorstwem stoją przed problemem utrzymania odpowiednich relacji między osiąganiem zadowalających wyników finansowych a minimalizowaniem ryzyka utraty płynności. Problem utrzymania płynności finansowej na satysfakcjonującym poziomie może być rozwiązany dzięki zastosowaniu odpowiedniej polityki kredytowania odbiorców oraz zarządzaniu majątkiem obrotowym. W tym celu stosuje się pewne techniki zarządzania, które w literaturze zostały nazwane strategią płynności finansowej.

We współczesnej literaturze wyróżniono dwie koncepcje dotyczące zarządzania płynnością finansową: w ujęciu dochód – ryzyko oraz harmonizacji. Koncepcja harmonizacji zakłada optymalne dopasowanie cykliczności sprzedaży do satysfakcjonującego poziomu płynności finansowej. Formułując strategię w ujęciu harmonizacji należy kierować się dwiema głównymi zasadami. Pierwsza z nich opiera się na utrzymywaniu aktywów i odpowiadających im źródeł finansowania jedynie w okresach, w których niezbędne są przedsiębiorstwu do zapewnienia ciągłości procesu produkcyjnego. Druga zasada określa sposób finansowania poszczególnych składników majątku obrotowego w zależności od fazy cyklu sprzedaży [Wędzki 2003, s. 171]. Przed przystąpieniem do określania charakteru strategii płynności finansowej należy sklasyfikować, na potrzeby koncepcji harmonizacji, aktywa oraz pasywa przedsiębiorstwa. Wśród aktywów wyodrębniono aktywa operacyjne, stałe aktywa obrotowe oraz okresowe aktywa

obrotowe. Aktywa operacyjne, niezależne od sprzedaży, obejmują długoterminowy majątek przedsiębiorstwa, który zapewnia określony poziom produkcji. Stałe aktywa obrotowe, również niezależne od sprzedaży, obejmują minimalny stan poszczególnych aktywów obrotowych, zapewniających ciągłość produkcji. Należy do nich zaliczyć minimalny poziom zapasów, należności, środków pieniężnych i ich ekwiwalentów, a także międzyokresowych rozliczeń czynnych. Zależne od sprzedaży okresowe aktywa obrotowe obejmują zatem pozostałą część zapasów, należności, środków pieniężnych oraz krótkoterminowych aktywów finansowych. Poszczególne składniki majątku obrotowego zmieniają się cyklicznie, zgodnie z charakterem sezonowości sprzedaży. Wówczas zarządzający przedsiębiorstwem mogą decydować się na minimalizowanie stanu zbędnych zapasów składników majątku obrotowego, które w danym cyklu sprzedaży powodują jedynie zamrożenie środków pieniężnych.

Zgodnie z koncepcją harmonizacji, pasywa podzielono na kapitał stały, stałe zobowiązania bieżące, spontaniczne zobowiązania bieżące oraz okresowe zobowiązania bieżące. Na kapitał stały wpływają zarówno kapitały zależne, jak i niezależne od sprzedaży, zaangażowane stale w przedsiębiorstwie. Stałe zobowiązania bieżące, niezależne od sprzedaży, to przede wszystkim krótkoterminowe zobowiązania oraz inne rozliczenia międzyokresowe, utrzymywane w przedsiębiorstwie stale na odpowiednim poziomie. Zależne całkowicie od sprzedaży spontaniczne zobowiązania bieżące charakteryzują się tym, że powstają w chwili dokonania zakupu dóbr lub usług. Ostatnim rodzajem pasywów według klasyfikacji zgodnej z koncepcją harmonizacji są okresowe zobowiązania bieżące. Powstają one w momencie decyzji zarządu, spowodowanej gwałtownym wzrostem sprzedaży.

Rodzaje strategii płynności finansowej zostały wyodrębnione na podstawie zależności zachodzących między poszczególnymi rodzajami aktywów oraz pasywów [Wędzki 2003, s. 183]. Podczas tworzenia strategii płynności finansowej ważne jest finansowanie aktywów, niezbędnych przedsiębiorstwu przez określony czas, z kapitałów o analogicznym bądź porównywalnym okresie zapadalności. W ramach koncepcji harmonizacji można wyróżnić trzy rodzaje strategii płynności finansowej: doskonałą, konserwatywną oraz agresywną [Wędzki 2003, s. 183].

Wprowadzenie strategii doskonałej umożliwia przedsiębiorstwu osiągnięcie maksymalnej sprzedaży, przy wykorzystaniu w odpowiedniej proporcji składników majątku obrotowego oraz najkorzystniejszych źródeł ich finansowania. Strategia doskonała gwarantuje zachowanie odpowiedniego balansu między rentownością działalności przedsiębiorstwa a ograniczeniem ryzyka utraty płynności finansowej. Jednakże wprowadzenie strategii doskonałej jest bardzo trudne, dlatego przedsiębiorstwa często w praktyce stosują alternatywną strategię kon-

serwatywną. Utrzymywanie większego udziału najbardziej płynnego majątku obrotowego oraz mniejszego udziału zobowiązań krótkoterminowych jest charakterystyczne dla przedsiębiorstwa stosującego strategię konserwatywną. Oznacza to, iż przedsiębiorstwo jest nastawione na zapewnieniu bufora bezpieczeństwa w postaci kapitału obrotowego netto [Sierpińska, Jachna 2007, s. 121], zapewniającego płynność finansową na satysfakcjonującym poziomie. Strategia agresywna podobnie jak konserwatywna jest alternatywą strategii doskonałej. Zastosowanie strategii agresywnej przez przedsiębiorstwo świadczy o nastawieniu jednostki w głównej mierze na zysk operacyjny. Oznacza to, że poziom pasywów bieżących znacznie przewyższa wielkość utrzymywanych przez jednostkę aktywów bieżących. Wystąpienie choćby niewielkiego zatoru płatniczego ze strony kontrahentów może doprowadzić do utraty płynności finansowej. Stosowanie tej strategii z jednej strony poprawia rentowność prowadzonej działalności gospodarczej, z drugiej natomiast zwiększa ryzyko niewypłacalności przedsiębiorstwa [Wasilewski, Zabolotny 2008, s. 262].

Kierując się wyznaczonymi regułami oraz charakterem strategii, należy przystąpić do określenia następujących etapów budowania strategii płynności finansowej w ujęciu harmonizacji:

1. Określenie charakteru cykliczności sprzedaży.
2. Ustalenie zapotrzebowania na operacyjne aktywa.
3. Określenie stałych aktywów obrotowych, wyznaczonych na poziomie minimalnych wielkości poszczególnych aktywów obrotowych.
4. Ustalenie zapotrzebowania na okresowe aktywa obrotowe, będące różnicą między majątkiem obrotowym a stałymi aktywami obrotowymi.
5. Dopasowanie źródeł finansowania do poszczególnych składników majątku obrotowego.

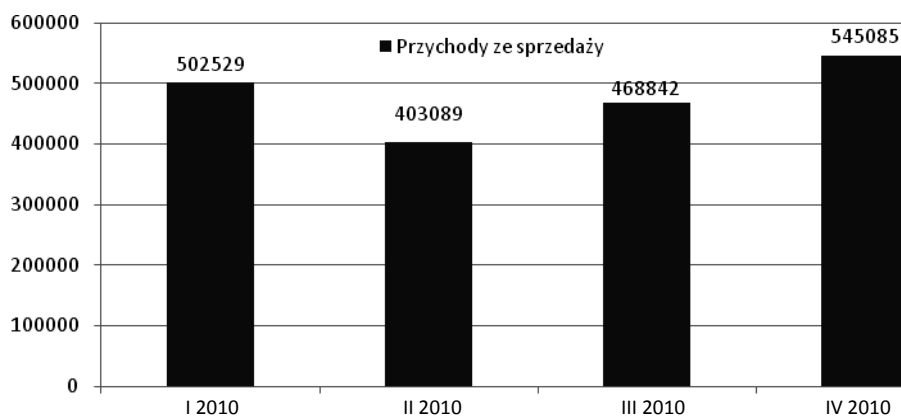
Celem opracowania jest określenie doskonałej strategii płynności finansowej w ujęciu harmonizacji oraz zbadanie odchyleń i ich przyczyn od strategii rzeczywistej ZT Kruszwica S.A. Wybór obiektu badawczego został podyktowany specyficznym charakterem działalności przedsiębiorstwa. Badania przeprowadzono na podstawie kwartalnych sprawozdań finansowych spółki z 2010 r.

Wyniki badań

Branża przetwórstwa tłuszczowego odznaczała się sezonowością sprzedaży w ciągu roku obrotowego. Charakter działalności gospodarczej przedsiębiorstwa ZT Kruszwica S.A. kształtowały pewne czynniki, które determinowały osiągnięte przez spółkę wyniki finansowe. Przede wszystkim należy do nich zaliczyć

koszt zakupywanego surowca, wolumen sprzedaży oraz kształtujące się zapasy surowców.

Na rysunku 1 przedstawiono charakter cykliczności sprzedaży ZT Kruszwica S.A., kształtujący się w poszczególnych kwartałach 2010 r. W pierwszym kwartale wartość przychodów ze sprzedaży wynosiła 502 529 tys. zł. W drugim kwartale wartość sprzedaży spadła o 99 440 tys. zł i kształtowała się na poziomie 403 089 tys. zł. W trzecim kwartale odnotowano wzrost wartości sprzedaży (o 65 753 tys. zł), do poziomu 468 842 tys. zł. W kwartale czwartym spółka osiągnęła wartość przychodów ze sprzedaży w kwocie 545 085 tys. zł, odnotowano więc wzrost wartości sprzedaży o 76 243 tys. zł w porównaniu do trzeciego kwartału.



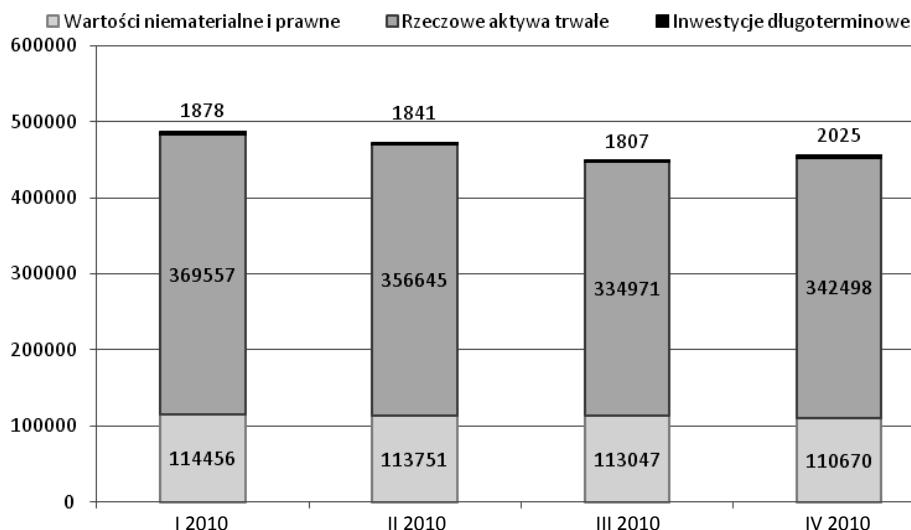
Rysunek 1

Wartość przychodów ze sprzedaży ZT Kruszwica S.A. (tys. zł)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ZT Kruszwica S.A.

Na podstawie osiągniętych wyników ze sprzedaży określono sezonowy charakter przychodów z działalności operacyjnej. Przyjęto, iż w pierwszym kwartale następuje spadek przychodów ze sprzedaży. Kwartał drugi charakteryzuje się depresją wartości sprzedaży. W trzecim kwartale występuje wzrost przychodów ze sprzedaży, natomiast kwartał czwarty charakteryzuje się maksymalnymi przychodami ze sprzedaży.

Zgodnie z procedurą tworzenia strategii płynności finansowej w ujęciu harmonizacji, ustalono wartość aktywów operacyjnych (rys. 2). W 2010 r. aktywa operacyjne ulegały nieznacznym wahaniom. W badanym okresie stwierdzono tendencję spadkową wartości utrzymywanych przez ZT Kruszwica S.A. aktywów operacyjnych. W kwartale pierwszym wartość aktywów operacyjnych była na poziomie 485 891 tys. zł. W drugim kwartale wartość aktywów operacyjnych spadła o 13 654 tys. zł i wyniosła 472 237 tys. zł. W trzecim kwartale odnotowano dalszy



Rysunek 2

Kształtowanie wartości aktywów operacyjnych w ZT Kruszwica S.A. (tys. zł)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ZT Kruszwica S.A.

spadek aktywów o 22 412 tys. zł, do poziomu 449 825 tys. zł. W kwartale czwartym wartość aktywów operacyjnych wzrosła o 5368 tys. zł i stanowiła 455 193 tys. zł.

Głównym składnikiem aktywów operacyjnych były rzeczowe aktywa trwałe. W badanym okresie najwyższy poziom rzeczowych aktywów trwałych odnotowano w kwartale pierwszym (369 557 tys. zł), najniższy natomiast w kwartale trzecim (334 971 tys. zł). Istotnym elementem kształtującym wielkość aktywów operacyjnych były wartości niematerialne i prawne, które systematycznie malały w badanym okresie. Na aktywa operacyjne składały się ponadto inwestycje długoterminowe, które nie ulegały znacznym wahaniom. Minimalny poziom inwestycji długoterminowych odnotowano w trzecim kwartale (1807 tys. zł), a maksymalny w kwartale czwartym (2025 tys. zł).

Na podstawie zamieszczonych w tabeli 1 wartości poszczególnych składników majątku obrotowego ustalono wielkość stałych aktywów obrotowych. W skład stałych aktywów obrotowych wchodziły minimalne wartości pozycji aktywów obrotowych.

Maksymalny poziom aktywów obrotowych zaobserwowano w kwartale trzecim (792 598 tys. zł). Również w tym okresie odnotowano maksymalną wielkość zapasów, na poziomie 644 555 tys. zł. Maksymalny poziom należności wystąpił w drugim kwartale i wynosił 181 532 tys. zł. Najwięcej środków pieniężnych (68 167 tys. zł) przedsiębiorstwo utrzymywało w fazie minimalnej sprzedaży. W fazie maksymalnej sprzedaży zarządzający przedsiębiorstwem ZT

Tabela 1

Wartość aktywów obrotowych ZT Kruszwica S.A. (tys. zł)

Wyszczególnienie	Kwartaly			
	I	II	III	IV
Zapasy	251 027	82 616	644 555	531 424
Należności	177 232	181 532	129 971	144 959
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	3 449	68 167	813	902
Krótkoterminowe aktywa finansowe	20 999	5 713	12 215	37 110
Rozliczenia międzykresowe czynne	3 231	5 180	5 044	4 022
Aktywa obrotowe	455 938	343 208	792 598	718 417

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ZT Kruszwica S.A.

Kruszwica S.A. zdecydowali się przeznaczać najwięcej środków pieniężnych na inwestycje w krótkoterminowe aktywa finansowe (37 110 tys. zł).

Minimalny poziom aktywów obrotowych odnotowano w fazie minimalnej sprzedaży i wówczas stanowiły one 343 208 tys. zł. Najniższy stan zapasów odnotowano w kwartale drugim, wynoszący 82 616 tys. zł, a także minimalny poziom krótkoterminowych aktywów finansowych (5713 tys. zł). W kwartale wzrostu sprzedaży należności kształtowały się na minimalnym poziomie, wynoszącym 129 971 tys. zł. Również najniższy stan środków pieniężnych (813 tys. zł) wystąpił w kwartale trzecim. Minimalne wartości poszczególnych składników majątku obrotowego zostały zaprezentowane w tabeli 2.

Tabela 2

Wartość stałych aktywów obrotowych (tys. zł)

Wyszczególnienie	Kwartaly			
	I	II	III	IV
Zapasy	82 616			
Należności	129 971			
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	813			
Krótkoterminowe aktywa finansowe	5 713			
Rozliczenia międzykresowe czynne	3 231	5 180	5 044	4 022
Stale aktywa obrotowe	222 344	224 293	224 157	223 135

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ZT Kruszwica S.A.

Stałe aktywa obrotowe, poza minimalnymi wielkościami poszczególnych składników majątku obrotowego, powiększają w całości krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe czynne. W przedsiębiorstwie powinny być utrzymywane stale na określonym poziomie. Rozliczenia międzyokresowe czynne w ZT Kruszwica S.A. zmieniały się wraz z fazą cyklu sezonowości sprzedaży. W badanym okresie maksymalny poziom stałych aktywów obrotowych (224 293 tys. zł) odnotowano w fazie minimalnej sprzedaży, natomiast w fazie spadku sprzedaży zaobserwowano ich minimalną wielkość 222 344 tys. zł.

Kolejnym etapem w procesie budowy strategii doskonałej jest ustalenie wewnętrznej struktury zapotrzebowania aktywów obrotowych (tab. 3). Zgodnie z założeniami koncepcji harmonizacji, zoptymalizowano rzeczywistą strukturę aktywów obrotowych przedsiębiorstwa ZT Kruszwica S.A. [Zabolotnyy 2010, s. 220]. W fazie spadku sprzedaży udział zapasów okresowych znajdował się na minimalnym poziomie, natomiast udział należności malał. W badanym okresie środki pieniężne były utrzymywane na maksymalnym poziomie, a udział krótkoterminowych aktywów finansowych wzrastał. W pierwszym kwartale przedsiębiorstwo odzyskiwało część środków pieniężnych ulokowanych w należnościach oraz w zapasach, które powinno przeznaczać na inwestycje w krótkoterminowe aktywa finansowe. W drugim kwartale przedsiębiorstwo zwiększało poziom zapasów, przygotowując się do fazy wzrostu sprzedaży. Należności znajdowały się na minimalnym poziomie, ponieważ zostały one ściągnięte z poprzednich okresów. Środki pieniężne malały, część z nich przeznaczana była jeszcze na inwestycje, które osiągały maksimum, natomiast pozostała część przeznaczana była już na odbudowywanie zapasów.

W fazie wzrostu przedsiębiorstwo utrzymywało zapasy na maksymalnym poziomie, przygotowując się jednocześnie do szczytu sezonu. Zaczynało stosować mniej restrykcyjną politykę kredytowania odbiorców w celu stymulowania

Tabela 3

Wewnętrzna struktura zapotrzebowania na okresowe aktywa obrotowe (%)

Wyszczególnienie	Kwartaly			
	I	II	III	IV
Zapasy	20,9	59,1	81,8	24,5
Należności	53,7	15,6	16,5	73,9
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	20,2	17,4	0,1	0,1
Krótkoterminowe aktywa finansowe	5,2	8,0	1,6	1,5
Aktywa obrotowe	100,0	100,0	100,0	100,0

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ZT Kruszwica S.A.

popytu. Przedsiębiorstwo uwalniało środki pieniężne ulokowane w inwestycjach celem zwiększenia udziału należności. W fazie maksymalnej sprzedaży przedsiębiorstwo utrzymywało zapasy na minimalnym poziomie. Podobnie kształtowały się krótkoterminowe aktywa finansowej oraz środki pieniężne. W tym okresie przedsiębiorstwo oferowało bardzo korzystne dla odbiorców linie kredytowe, co powodowało wzrost udziału należności do maksymalnego poziomu.

Określenie nowego podziału aktywów przedsiębiorstwa ma na celu dopasowanie odpowiadających im źródeł finansowania. Pierwszym etapem ustalenia struktury finansowania majątku obrotowego jest określenie wielkości kapitału stałego.

$$AOp + \Delta AOp_i = KS + \sum Zn_i$$

gdzie:

AOp – aktywa operacyjne,

ΔAOp_i – przyrost aktywów operacyjnych w i-tym okresie,

KS – kapitał stały,

$\sum Zn_i$ – zysk netto.

Aktywa operacyjne oraz inwestycje z nimi związane są finansowane z kapitału stałego, a także zysku netto. Stosowanie tej zasady podczas określenia struktury finansowania zapewnia utrzymanie płynności finansowej na zadowalającym poziomie. Propozycję wielkości kapitału stałego dla przedsiębiorstwa ZT Kruszwica S.A. przedstawiono w tabeli 4.

Tabela 4

Propozycja wartości kapitału stałego ZT Kruszwica S.A. (tys. zł)

Wyszczególnienie	Kwartaly			
	I	II	III	IV
Aktywa operacyjne	485 891	472 237	449 825	455 193
Kapitał stały	485 891	472 237	449 825	455 193

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ZT Kruszwica S.A.

W 2010 r. odnotowano tendencję spadkową utrzymywanego w przedsiębiorstwie ZT Kruszwica S.A. kapitału stałego. W pierwszym kwartale wartość tego kapitału osiągnęła poziom 485 891 tys. zł. W kwartale drugim i trzecim zaobserwowano dalszy spadek kapitału stałego. Na koniec 2010 r. kapitał stały osiągnął poziom 455 193 tys. zł. Strategia doskonała płynności finansowej zakłada dopasowanie wielkości utrzymywanego kapitału stałego finansującego w całości malejące aktywa operacyjne w badanym okresie.

Kolejnym elementem formułowania struktury finansowania majątku obrotowego jest kalkulacja stałych zobowiązań bieżących (tab. 5). Na ich wartość wpływają zobowiązania z tytułu świadczeń pracowniczych, z tytułu bieżącego podatku dochodowego, z tytułu dywidendy, a także pozostałe zobowiązania krótkoterminowe.

Tabela 5

Kalkulacja stałych zobowiązań bieżących ZT Kruszwica S.A. (tys. zł)

Wyszczególnienie	Kwartaly			
	I	II	III	IV
Zobowiązania z tytułu świadczeń pracowniczych	19 456	12 250	13 384	16 384
Zobowiązania z tytułu bieżącego podatku dochodowego	3 240	1 417	3 358	0
Zobowiązanie z tytułu dywidendy	0	71 489	0	0
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	2 912	3 797	519	481
Stale zobowiązania bieżące	25 608	88 953	17 261	16 865

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ZT Kruszwica S.A.

Na wynik kalkulacji stałych zobowiązań bieżących nie mają wpływu zobowiązania z tytułu dostaw i usług, kredytów i pożyczek, a także papierów wartościowych. Stale zobowiązania bieżące kształtują się na minimalnym poziomie sumy poszczególnych zobowiązań bieżących. W 2010 r. minimalny poziom stałych zobowiązań bieżących odnotowano w fazie maksymalnej sprzedaży (na poziomie 16 865 tys. zł).

Następnym elementem w procesie określania struktury finansowania w strategii doskonałej jest kalkulacja spontanicznych zobowiązań bieżących. Wówczas należy kierować się następującym warunkiem:

$$SAO = SZB + SpZB_i$$

gdzie:

SAO – stałe aktywa obrotowe,

SZB – stałe zobowiązania bieżące,

SpZB – spontaniczne zobowiązania bieżące.

Stale aktywa obrotowe finansowane są w części ze zobowiązań bieżących, a w pozostałej części ze spontanicznych zobowiązań bieżących. Zatem wielkość spontanicznych zobowiązań określona jest jako różnica stałych aktywów obrotowych oraz stałych zobowiązań bieżących (tab. 6).

Tabela 6

Kalkulacja spontanicznych zobowiązań bieżących ZT Kruszwica S.A. (tys. zł)

Wyszczególnienie	Kwartaly			
	I	II	III	IV
Stale aktywa obrotowe	222 344	224 293	224 157	223 135
Stale zobowiązania bieżące	16 865	16 865	16 865	16 865
Spontaniczne zobowiązania bieżące	205 479	207 428	207 292	206 270

Źródło: Opracowanie własne na podstawie ZT Kruszwica S.A.

W procedurze tworzenia strategii doskonałej istotnym elementem jest ustalenie okresowych aktywów obrotowych. Należy je obliczyć jako różnicę między wielkością majątku obrotowego oraz wyznaczonymi stałymi aktywami obrotowymi (tab. 7).

Tabela 7

Okresowe aktywa obrotowe ZT Kruszwica S.A. (tys. zł)

Wyszczególnienie	Kwartaly			
	I	II	III	IV
Aktywa obrotowe	455 938	343 208	792 598	718 417
Stale aktywa obrotowe	222 344	224 293	224 157	223 135
Okresowe aktywa obrotowe	233 594	118 915	568 441	495 282

Źródło: Opracowanie własne na podstawie ZT Kruszwica S.A.

Wyznaczone okresowe aktywa obrotowe finansowane są w połowie ze spontanicznych zobowiązań bieżących oraz z okresowych zobowiązań bieżących (tab. 8):

$$OAO = OZB + SpZB_i$$

gdzie:

OAO – okresowe aktywa obrotowe,

OZB – okresowe zobowiązania bieżące,

SpZB_i – spontaniczne zobowiązania bieżące.

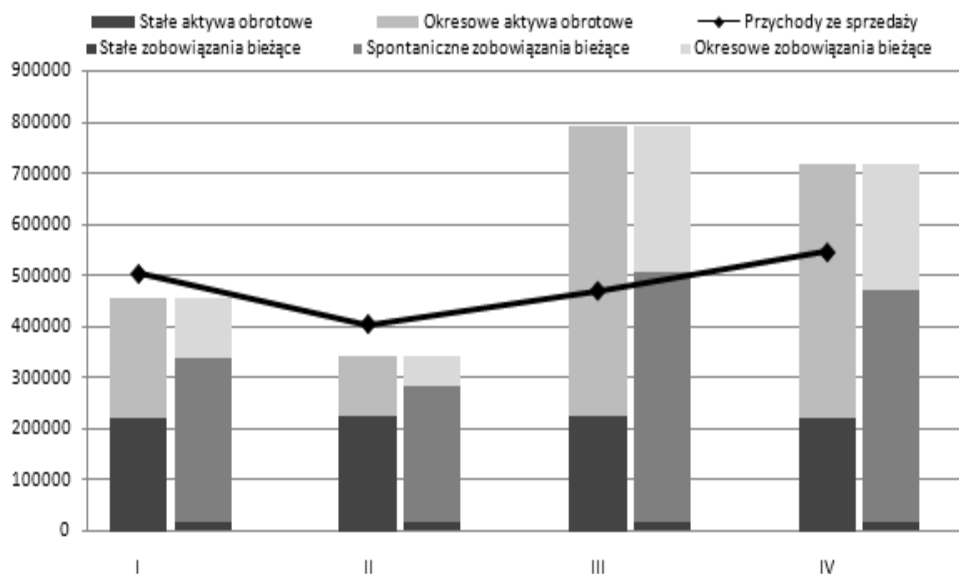
Na rysunku 3 zaprezentowano dostosowanie wprowadzonej w przedsiębiorstwie ZT Kruszwica S.A. strategii doskonałej płynności finansowej do charakteru sezonowości sprzedaży. Zaznaczono poziom utrzymywanego w tym przedsiębiorstwie majątku obrotowego oraz odpowiadających mu źródeł finansowania, dostosowanych do poszczególnych faz cyklu sprzedaży. Dzięki zastosowaniu strategii doskonałej płynności finansowej w poszczególnych fazach cyklu sprze-

Tabela 8

Spontaniczne oraz okresowe zobowiązania bieżące ZT Kruszwica S.A.

Wyszczególnienie	Kwartaly			
	I	II	III	IV
Okresowe aktywa obrotowe	233 594	118 915	568 441	495 282
Spontaniczne zobowiązania bieżące	322 276	266 886	491 513	453 911
Okresowe zobowiązania bieżące	116 797	59 458	284 221	247 641

Źródło: Opracowanie własne na podstawie ZT Kruszwica S.A.

**Rysunek 3**

Struktura aktywów obrotowych i źródeł finansowania w strategii doskonałej (tys. zł)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie ZT Kruszwica S.A.

daży można stwierdzić, iż między określonymi rodzajami aktywów obrotowych oraz źródłami ich finansowania zachodzi pełna synchronizacja [Wasilewski, Zabotny 2008, s. 260].

Stale zobowiązania bieżące oraz część zobowiązań spontanicznych finansują stale aktywa obrotowe. Pozostała część spontanicznych zobowiązań bieżących oraz okresowe zobowiązania bieżące są przeznaczone na finansowanie okresowych aktywów obrotowych.

Do porównania rzeczywistej oraz doskonałej strategii płynności finansowej posłuży porównanie struktury aktywów i pasywów. Dokonanie analizy obu strategii umożliwi określenie charakteru rzeczywistej strategii płynności finansowej ZT Kruszwica S.A. Tabela 9 prezentuje strukturę poszczególnych składników aktywów oraz pasywów tego przedsiębiorstwa w strategii doskonałej i rzeczywistej. Aktywa operacyjne oraz stałe aktywa obrotowe kształtują się w obu strategiach na tym samym poziomie, co wynika bezpośrednio z niezależności od sprzedaży. Zasadnicze różnice wynikają z utrzymywanych wartości okresowych aktywów obrotowych, a także ze sposobu ich finansowania. W strategii rzeczy-

Tabela 9

Struktura aktywów i pasywów w strategii doskonałej i rzeczywistej (%)

Wyszczególnienie	Strategia doskonała				Strategia rzeczywista			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Aktywa operacyjne	51,6	57,9	36,2	38,8	51,6	57,9	36,2	38,8
Stale aktywa obrotowe, w tym:	23,6	27,5	18,0	19,0	23,6	27,5	18,0	19,0
Zapasy	37,1	36,8	36,8	37,0	37,1	36,8	36,8	37,0
Należności	58,5	58,0	58,0	58,2	58,5	58,0	58,0	58,2
Środki pieniężne	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Aktywa finansowe	2,6	2,5	2,5	2,6	2,6	2,5	2,5	2,6
Krótkookresowe rozliczenia	1,4	2,3	2,3	1,8	1,4	2,3	2,3	1,8
Okresowe aktywa obrotowe, w tym:	24,8	14,6	45,8	42,2	24,8	14,6	45,8	42,2
Zapasy	20,9	59,1	81,8	24,5	72,1	0,0	98,9	90,6
Należności	53,7	15,5	16,5	73,9	20,2	43,4	0,0	3,0
Środki pieniężne	20,2	17,4	0,1	0,1	1,1	56,6	0,0	0,1
Aktywa finansowe	5,2	8	1,6	1,5	6,6	0,0	1,1	6,3
Kapitał stały ogółem	51,8	58,3	36,4	38,9	78,3	79,1	51,2	56,5
Zobowiązania krótkoterminowe	48,2	41,7	63,6	61,1	21,7	20,9	48,8	43,5
Stale zobowiązania bieżące	3,7	4,9	2,1	2,3	17,7*	56,2	6,7	6,6
Spontaniczne zobowiązania	70,7	77,8	62,0	63,2	33,6	26,2	25,3	21,3
Okresowe zobowiązania	25,6	17,3	35,9	34,5	48,7	17,6	68,0	72,1

Poszczególne rodzaje zobowiązań bieżących (stałe, spontaniczne oraz okresowe) zostały oszacowane na podstawie danych ze sprawozdań finansowych ZT Kruszwica S.A. zamieszczonych w informacji dodatkowej

Źródło: Opracowanie własne na podstawie ZT Kruszwica S.A.

wistej udział zapasów jest wyższy niż w zaproponowanej strategii doskonałej. W pierwszym kwartale wartość zapasów maleje, w drugim osiąga minimum, w trzecim kwartale odnotowuje się maksymalny poziom zapasów, natomiast w czwartym kwartale ich wartość zaczyna maleć. W ZT Kruszwica S.A. udział zapasów w strukturze majątku obrotowego był najwyższy, co wskazywało na podejście konserwatywne w zakresie zarządzania nimi.

W strategii rzeczywistej udział należności utrzymywany był na niższym poziomie niż w strategii doskonałej. W pierwszym kwartale udział należności rósł, w drugim osiągnął maksimum, w trzecim był minimalny, natomiast w czwartym kwartale rósł. Oznaczało to, iż przedsiębiorstwo ZT Kruszwica S.A. stosowało w tym okresie bardziej restrykcyjne warunki kredytowania kontrahentów. W kwartale charakteryzującym się minimalnym poziomem wartości sprzedaży przedsiębiorstwo, stosując strategię doskonałą, powinno utrzymywać należności krótkoterminowe na niższym poziomie, niż w strategii doskonałej. Ściągnięcie należności krótkoterminowych z poprzednich okresów skutkowałoby z jednej strony poprawą płynności finansowej, z drugiej natomiast przeznaczeniem wolnych środków na zakup surowca oraz wcześniejsze rozpoczęcie procesu produkcyjnego.

Środki pieniężne i ich ekwiwalenty w strategii rzeczywistej utrzymywane były na niższym poziomie (oprócz kwartału drugiego) niż w strategii doskonałej. W pierwszym kwartale wartość środków pieniężnych rosła, w kwartale drugim osiągała maksimum, w trzecim była minimalna, natomiast w kwartale czwartym rosła. W fazie minimalnej sprzedaży przedsiębiorstwo utrzymywało wyższy udział środków pieniężnych w porównaniu do strategii doskonałej. Spowodowane to było przygotowaniem do przeprowadzenia kampanii skupu w następnym kwartale. W strategii rzeczywistej przedsiębiorstwo utrzymywało niższy poziom okresowych środków pieniężnych, co może świadczyć o stosowaniu bardziej agresywnego podejścia w stosunku do tych aktywów.

Udział krótkoterminowych aktywów finansowych w strategii rzeczywistej w kwartałach pierwszym i czwartym jest wyższy niż w strategii doskonałej. Inaczej kształtowała się ich wartość w fazie minimalnej oraz wzrostu sprzedaży, wówczas aktywa finansowe utrzymywane były na niższym poziomie w porównaniu do strategii doskonałej. W pierwszym kwartale udział krótkoterminowych aktywów finansowych znajdował się na maksymalnym poziomie, a w drugim kwartale na minimalnym. W kwartale trzecim i czwartym wartość okresowych aktywów finansowych rosła. W fazie minimalnej sprzedaży przedsiębiorstwo powinno lepiej wykorzystywać środki pieniężne celem zwiększenia poziomu inwestycji, jak również sfinansowania w większym stopniu należności kontrahentów spółki.

Strategia zarządzania majątkiem okresowym charakteryzowała się większą konserwatywnością w stosunku do benchmarku. Oznacza to, że zarządzający przedsiębiorstwem zwracali szczególną uwagę na zachowanie płynności finansowej oraz minimalizację ryzyka jej utraty. Jednocześnie takie działania powodują osiąganie relatywnie niższych wyników z działalności operacyjnej, co wynika z wykorzystania jedynie części mocy produkcyjnych przedsiębiorstwa.

Dostosowując strukturę finansowania do poszczególnych składników majątku obrotowego, należy zwrócić uwagę na relację kapitałów stałych do krótkoterminowych zobowiązań. W 2010 r. kapitał stały przedsiębiorstwa ZT Kruszwica S.A. w całości pokrywał aktywa operacyjne, zapewniające dany poziom sprzedaży. W pozostałej części kapitał stały finansował działalność bieżącą jednostki. Wskazuje to na podejście konserwatywne zarządzających spółką w zakresie finansowania jej majątku operacyjnego.

W strategii rzeczywistej stałe zobowiązania bieżące były utrzymywane powyżej benchmarku. Taka sytuacja była spowodowana wzrostem kosztów administracyjnych, związanych między innymi z trwającym procesem konsolidacji oraz restrukturyzacji spółki ZPT Warszawa S.A. Spontaniczne zobowiązania bieżące charakteryzowały się niższym udziałem w strategii rzeczywistej w porównaniu do benchmarku, natomiast okresowe zobowiązania bieżące odnotowano na wyższym poziomie. Kapitał stały, niezależny od sprzedaży, w całości finansował aktywa operacyjne, jak również w większej części stałe aktywa obrotowe. Stałe zobowiązania bieżące przeznaczono na sfinansowanie w pozostałej części stałych aktywów obrotowych oraz w części okresowych aktywów obrotowych. Spontaniczne oraz okresowe zobowiązania bieżące zasilają w całości okresowe aktywa obrotowe. Stwierdzono zatem, iż prowadzona przez zarządzających ZT Kruszwica S.A. strategia rzeczywista w zakresie źródeł finansowania majątku obrotowego jest konserwatywna względem benchmarku. Taka sytuacja zapewnia bezpieczeństwo w postaci zachowania płynności finansowej, przy jednoczesnej utracie dodatkowych korzyści dla właścicieli.

Wnioski

W opracowaniu określono rzeczywistą strategię płynności finansowej dla przedsiębiorstwa ZT Kruszwica S.A. oraz porównano ją z obecnie stosowaną strategią rzeczywistą. Na podstawie przeprowadzonych badań sformułowano następujące wnioski:

1. Okresowe aktywa obrotowe zmieniały się wraz z fazą cyklu sprzedaży. W fazie minimalnych przychodów ze sprzedaży aktywa obrotowe utrzymywane były na najniższym poziomie, natomiast w fazie wzrostu sprzedaży osiągały maksymalny poziom. Oznaczało to, iż przedsiębiorstwo, zgodnie z założeniami koncepcji harmonizacji, okresowych aktywów obrotowych potrzebowało tylko przez pewien czas, co było ściśle uzależnione od fazy cyklu sprzedaży.
2. Wprowadzenie zmodyfikowanej struktury rzeczywistej aktywów obrotowych spowodowało poprawę płynności finansowej w okresach szczególnego ryzyka jej utraty. W okresach nadpłynności nowa polityka zarządzania aktywami pozwoliła na lepsze gospodarowanie zapasami przedsiębiorstwa. Zastosowanie strategii doskonałej w przedsiębiorstwie ZT Kruszwica S.A. umożliwiło dopasowanie do poszczególnych składników majątku obrotowego odpowiadających im źródeł finansowania. Spowodowało to racjonalniejsze wykorzystanie dostępnych źródeł finansowania, co w konsekwencji poprawiło płynność finansową przedsiębiorstwa.
3. Rzeczywista strategia charakteryzowała się większą konserwatywnością w porównaniu do strategii doskonałej. Zarządzający przedsiębiorstwem utrzymywali wyższy poziom zapasów w stosunku do pozostałych aktywów obrotowych. W zakresie finansowania majątku obrotowego, podobnie jak w przypadku zarządzania okresowymi aktywami, przedsiębiorstwo stosowało bardziej konserwatywne podejście. Takie działanie służyło minimalizowaniu ryzyka utraty płynności, niemniej jednak wpływało niekorzystnie na efektywność gospodarowania.

Literatura

- WĘDZKI D.: *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa*. Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2003.
- SIERPIŃSKA M., JACHNA T.: *Metody podejmowania decyzji finansowych*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- SIERPIŃSKA M., JACHNA T.: *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004.
- WASILEWSKI M., ZABOLOTNY S.: *Strategia płynności finansowej Grupy Kapitałowej Żywiec S.A. w ujęciu harmonizacji*. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Finanse. Rynki Finansowe. Ubezpieczenia, nr 520 (14) 2008.
- ZABOLOTNY S.: *Metodyczne aspekty modelowania struktury majątku obrotowego w koncepcji synchronizacji zarządzania płynnością finansową*. Zeszyty Naukowe SGGW w Warszawie, Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej, nr 82 (2010).

The financial liquidity strategy in a view of harmonization of the ZT Kruszwica S.A.

Abstract

In this article the comparison between strategy of current financial liquidity and strategy of excellent financial liquidity, according to assumption of harmonization, was presented. The object of research was ZT Kruszwica S.A. enterprise. The period of research included year 2010. Managers of enterprise used more conservative strategy of working capital management and also in financial sector of business activity. It caused lower risk of losing financial liquidity and lower effective of operational activity at the same time. Modification of current structure of working capital caused improvement in financial liquidity and better use of financial sources.