

Kształtowanie i efektywność strategii płynności finansowej PKM DUDA S.A.

Wstęp

Zmniejszenie płynności finansowej jest jednym z ważniejszych i często pierwszych wyraźnie zauważalnych przez zarząd przedsiębiorstwa symptomów świadczących o zagrożeniu upadłością [Narkiewicz 2004, s. 129]. Płynność finansowa definiowana jest jako zdolność przedsiębiorstwa do wywiązywania się z zobowiązań bieżących oraz dokonania wszelkiego rodzaju nieprzewidywalnych zakupów [Wojciechowska 2001, s. 14]. Płynność ta jest podstawowym warunkiem zachowania ciągłości gospodarowania oraz przetrwania na rynku. Zarządzanie płynnością finansową to proces podejmowania decyzji bieżących, których efektem są odpowiednie co do wielkości i czasu strumienie wpływów i wydatków gotówkowych [Kusak 2006, s. 5].

Skuteczne zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie w dużym stopniu uzależnione jest od wyboru jej właściwej strategii. Strategia płynności finansowej jest to model składający się z celów, zamierzeń i działań w zakresie zarządzania aktywami bieżącymi oraz kształtowania odpowiedniej struktury źródeł ich finansowania w krótkim okresie [Kołosowska i in. 2006, s. 11–17]. Nadrzędny cel strategii płynności finansowej sprowadza się do znalezienia optymalnej relacji pomiędzy korzyściami dla właścicieli a ryzykiem utraty płynności finansowej [Wędzki 2002, s. 121]. Do realizacji tego celu wykorzystuje się następujące trzy rodzaje strategii (polityki) zarządzania aktywami i pasywami bieżącymi: strategię agresywną, umiarkowaną i konserwatywną [Pluta 1999, s. 46].

Strategia płynności finansowej związana jest z podejmowaniem kluczowych decyzji majątkowych i finansowych, determinujących tempo rozwoju przedsiębiorstw w ramach całkowitej strategii rynkowej. Przygotowanie i wdrażanie strategii płynności finansowej obejmuje wszystkie obszary działalności przedsiębiorstwa, jej właściwy wybór natomiast wymaga od kadry zarządzającej dużych umiejętności analitycznych oraz rozległej wiedzy z zakresu zarządzania. Ponadto, szybkie zmiany zachodzące w polskiej gospodarce zmuszają zarządy

do zachowania wyjątkowej elastyczności w tworzeniu strategii płynności finansowej, umożliwiającej pełne wykorzystanie szans oraz eliminację zagrożeń płynących z zewnątrz [Kołosowska i in. 2006, s. 159].

Strategię płynności finansowej tworzy się na dwa sposoby: stosując ujęcie dochód-ryzyko (risk-return) lub ujęcie harmonizacji (matching principle). W ujęciu dochód-ryzyko strategia płynności finansowej wynika z konieczności pogodzenia dwóch przeciwstawnych celów, jakie stoją przed przedsiębiorstwem: po pierwsze, maksymalizacji wartości dla właścicieli, co wymaga odpowiedniego poziomu i struktury kapitału obrotowego, a po drugie, minimalizacji ryzyka utraty płynności finansowej, którego przyczyną jest niewystarczający poziom i struktura kapitału obrotowego. W ramach koncepcji harmonizacji przyjmuje się założenie, że określone aktywa (w tym obrotowe) i źródła ich finansowania nie są potrzebne przedsiębiorstwu stale, tylko przez pewien czas, w zależności od sezonowych wahań sprzedaży. Ponadto zakłada się w tej koncepcji, że sposób zarządzania składnikami majątku i źródłami jego finansowania wynika z fazy cyklu sprzedaży.

Wdrożenie koncepcji harmonizacji płynności finansowej w branży rolniczej wymaga zróżnicowanego podejścia, w zależności od rodzaju prowadzonej działalności. Strategia ta powinna być odmiennie kształtowana w indywidualnych gospodarstwach rolniczych i przedsiębiorstwach agrobiznesu [Wasilewski 2005, s. 273–275]. Strategie płynności finansowej silnie różnicują indywidualne gospodarstwa rolne pod względem kondycji ekonomiczno-finansowej [Gołaś, Bieniasz 2006a, s. 123]. W gospodarstwach tych na ogół zdecydowanie dominuje strategia konserwatywno-agresywna oraz konserwatywna [Gołaś, Bieniasz 2006b, s. 139]. Oznacza to, że rolnicy indywidualni przywiązują większą wagę do wypłacalności i redukcji ryzyka obniżenia płynności finansowej gospodarstw rolniczych.

Celem opracowania jest określenie zasad tworzenia strategii płynności finansowej w ujęciu dochód-ryzyko na przykładzie Polskiego Koncernu Mięsnego (PKM) Duda S.A. Wyboru przedsiębiorstwa dokonano w sposób celowy, ze względu na wielkość oraz silną pozycję rynkową. Umożliwia to skuteczną realizację polityki w zakresie płynności finansowej, w zależności od potrzeb majątkowych i kapitałowych oraz celów długookresowych, stawianych przez zarząd spółki. Całkowitą strategię płynności finansowej scharakteryzowano na potrzeby trzech rodzajów strategii cząstkowych: strategii majątku obrotowego, strategii finansowania tego majątku oraz strategii kapitałowo-majątkowej. Za punkt odniesienia (benchmark) przy wyznaczeniu rodzaju strategii płynności finansowej przyjęto średnie wartości wskaźników cząstkowych strategii płynności dla sektora (branży) przedsiębiorstw przetwórstwa spożywczego. Oceny efektywności strategii płynności finansowej dokonano na podstawie tradycyjnej ana-

lize wskaźnikowej oraz metody zysku rezydualnego. Badania przeprowadzono z wykorzystaniem informacji zawartych w sprawozdaniach finansowych PKM DUDA S.A. Okres badawczy obejmuje lata 2001–2005.

Strategia płynności finansowej w PKM DUDA S.A. w ujęciu dochód-ryzyko

Polski Koncern Mięсны DUDA S.A. funkcjonuje na rynku od 1990 r. Struktura PKM DUDA S.A. obejmuje obecnie segment rolny, przetwórczy oraz handlowo-usługowy. Jednostka dominująca PKM DUDA S.A., skupiając zasoby majątkowe i kapitałowe, pełni funkcje zarządcze, kontrolne oraz koordynacyjne, wobec wyspecjalizowanych jednostek zależnych.

W celu oceny sytuacji finansowej przedsiębiorstwa w tabeli 1 przedstawiono wybrane pozycje rachunku zysku i strat PKM DUDA S.A. W badanym okresie spółka wykazywała się dobrą kondycją finansową. W latach 2001–2004 odnotowano szybki wzrost (z wyjątkiem 2002 r.) przychodów ze sprzedaży (o 212 105 tys. zł). W 2005 r. przychody ze sprzedaży uległy zmniejszeniu o 2321 tys. zł w stosunku do roku poprzedniego, wynosząc 404 314 tys. zł. W 2005 r. przychody ze sprzedaży stanowiły jednak 207,8% ich poziomu w 2001 r. Główne przyczyny wzrostu przychodów ze sprzedaży to zwiększenie popytu wewnętrznego i eksportowego na wyroby mięsne oraz korzystne kształtowanie się cen produktów wytwarzanych przez spółkę na docelowych rynkach. Obniżenie przychodów w 2005 r. o 0,6% w stosunku do 2004 r. było spowodowane utrzymaniem się wysokich cen skupu żywca wieprzowego oraz niższą sprzedażą do sieci handlowych. Podkreślenia wymaga jednak wyższy spadek poziomu kosztów (o 4,2%), co w efekcie odzwierciedla sytuację korzystną. Na skutek zwiększenia zysku ze sprzedaży oraz pozostałych przychodów operacyjnych w 2005 r., zysk z działalności operacyjnej ukształtował się na poziomie 17 937 tys. zł, co stanowiło 302,9% kwoty zysku z 2001 r. Od 2004 r. spółka znacznie zwiększyła przychody finansowe, osiągając dodatkowe zyski z tytułu działalności finansowej w kwocie 461 tys. zł w 2004 r. oraz 121 tys. zł w 2005 r. W badanym okresie odnotowano rosnącą tendencję wielkości zysku brutto i netto. W 2005 r. zysk netto przedsiębiorstwa wyniósł 14 533 tys. zł, co stanowiło 578,1% zysku z 2001 r. Osiągnięte wyniki świadczą o tym, że badana spółka prowadziła rentowną działalność.

Proces określenia całkowitej strategii płynności finansowej przedsiębiorstwa rozpoczyna się od wyznaczenia cząstkowej strategii majątkowej. W tabeli 2 przedstawiono wskaźniki strategii majątku obrotowego badanej spółki. Wskaźnik poziomu majątku operacyjnego wyznaczono jako relację majątku operacyj-

Tabela 1

Rachunek zysków i strat PKM DUDA S.A. (tys. zł)

Pozycja bilansowa	Lata					
	2001	2002	2003	2004	2005	2005/ /2001 (%)
Przychody netto ze sprzedaży	194 530	189 285	270 653	406 635	404 314	207,8
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	179 589	176 513	243 635	374 400	358 821	199,8
Zysk (strata) z działalności operacyjnej	5 920	8 901	17 272	15 886	17 937	302,9
Przychody finansowe	897	1 038	503	4 904	5 548	618,5
Koszty finansowe	3 379	2 899	5 644	4 443	5 427	160,6
Zysk (strata) brutto	3 492	7 040	12 131	16 347	18 058	517,1
Zysk (strata) netto	2 514	4 868	10 323	12 940	14 533	578,1

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z PKM DUDA S.A.

Tabela 2

Wskaźniki strategii majątku obrotowego PKM DUDA S.A.

Wskaźnik	Średnia branżowa	Lata					Rodzaj strategii w stosunku do średniej branżowej
		2001	2002	2003	2004	2005	
Wskaźnik poziomu majątku operacyjnego	1,00	0,82	0,82	0,91	0,78	0,60	konserwatywna ¹
Wskaźnik płynności majątku obrotowego	0,13	0,08	0,03	0,41	0,39	0,32	konserwatywna

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z PKM DUDA S.A.

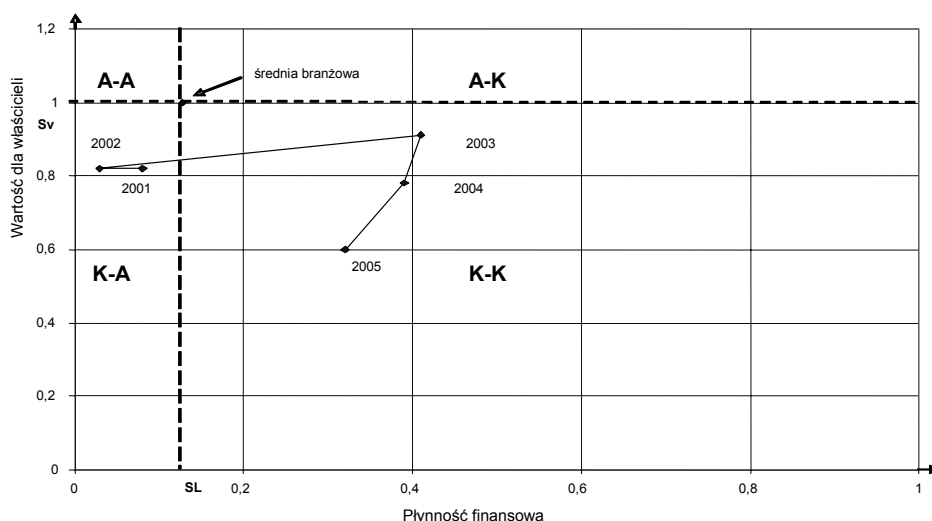
nego do majątku obrotowego. Wskaźnik ten wzrósł z 0,82 w 2001 r. do 0,91 w 2003 r. W latach 2004–2005 odnotowano spadek wielkości wskaźnika do poziomu 0,6, co świadczy o obniżeniu wartości majątku operacyjnego w stosunku do majątku obrotowego. Sytuacja taka jest odzwierciedleniem konserwatywnego podejścia do zarządzania zasobami przedsiębiorstwa.

Wskaźnik płynności majątku obrotowego wyraża udział środków pieniężnych oraz przeznaczonych do obrotu papierów wartościowych w majątku obrotowym. Wzrost tego wskaźnika z 0,08 w 2001 r. do 0,41 w 2003 r., a następnie

¹Występujący w PKM DUDA S.A. rodzaj strategii płynności finansowej jest określany na podstawie tendencji kształtowania się wskaźników w badanych latach, głównie na podstawie 2005 r.

spadek o 0,09 w 2005 r. potwierdza konserwatywne podejście do zarządzania majątkiem obrotowym, wskazując na zwiększenie najbardziej płynnych aktywów w przedsiębiorstwie.

Na rysunku 1 zobrazowano strategię w zakresie majątku obrotowego w PKM DUDA S.A. Odnotowano tendencję do obniżenia się stopnia agresywności strategii majątku obrotowego w stosunku do średniej strategii w branży. W latach 2001–2002 zarząd przedsiębiorstwa posługiwał się strategią konserwatywno-agresywną (K-A). W ramach tej strategii przedsiębiorstwo utrzymywało dość wysoki poziom majątku operacyjnego w stosunku do majątku obrotowego, chociaż wskaźnik ten kształtował się poniżej średniej w branży. Jednocześnie spółka charakteryzowała się niską płynnością majątku obrotowego, co zwiększało ryzyko utraty płynności finansowej.



Rysunek 1

Strategia majątku obrotowego PKM DUDA S.A.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z PKM DUDA S.A.

W 2003 r. w spółce wystąpiła strategia konserwatywna (K-K) majątku obrotowego w stosunku do średnich wielkości branżowych. Od tego czasu przedsiębiorstwo w mniejszym stopniu nastawione jest na zwiększenie zyskowności, co potwierdza niski wskaźnik majątku obrotowego, który był o 0,4 niższy od średniej branżowej w 2005 r. Jednocześnie zarząd spółki dąży do utrzymania wyższego poziomu płynności finansowej, gdyż wskaźnik płynności majątku obrotowego wynosił 0,32 i był o 0,19 wyższy od średniej branżowej.

Analiza wewnętrznej struktury majątku obrotowego dostarcza dodatkowych informacji, dotyczących kształtowania relacji dochód-ryzyko w ramach

strategii majątku obrotowego (tab. 3). Wskaźnik udziału zapasów w aktywach obrotowych zmniejszył się z 0,14 w 2001 r. do 0,09 w 2003 r., w 2005 r. natomiast zwiększył się do 0,23, przy czym kształtował się poniżej średniej wielkości w branży. Stwierdzone wielkości wskaźnika należy ocenić korzystnie, gdyż nie następuje zamrożenie środków finansowych w zapasach, jak również niższe są koszty ich utrzymania.

Tabela 3

Wskaźniki wewnętrznej struktury majątku obrotowego PKM DUDA S.A.

Wskaźnik	Średnia branżowa	Lata					Rodzaj strategii w stosunku do średniej branżowej
		2001	2002	2003	2004	2005	
Wskaźnik udziału zapasów	0,35	0,14	0,09	0,09	0,14	0,23	agresywna
Wskaźnik udziału należności	0,49	0,78	0,84	0,49	0,46	0,45	konserwatywna
Wskaźnik udziału środków pieniężnych	0,12	0,04	0,03	0,40	0,05	0,06	agresywna
Wskaźnik udziału papierów wartościowych	0,01	0,04	0,00	0,01	0,34	0,26	agresywna

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z PKM DUDA S.A.

Wskaźnik udziału należności w aktywach obrotowych wzrósł z 0,78 w 2001 r. do 0,84 w 2002 r. Następnie wskaźnik ten zmniejszył się do poziomu 0,45, wskazując na tendencję bardziej restrykcyjnej polityki ściągania należności przez zarządzających spółką. Wskaźnik udziału środków pieniężnych pozostawał na niskim poziomie, co odzwierciedlało wyższe zagrożenie utraty płynności finansowej. Jedynie w 2003 r., w celu realizacji dużego przedsięwzięcia inwestycyjnego, na rachunkach bieżących przedsiębiorstwa zgromadzona została znaczna kwota środków gotówkowych, gdyż wskaźnik udziału środków pieniężnych wyniósł 0,4. Wskaźnik udziału papierów wartościowych w aktywach obrotowych znacząco wzrósł w ostatnich dwóch latach badanego okresu i w 2005 r. był o 0,25 wyższy niż średnia branżowa. Wskazuje to na aktywne wykorzystanie instrumentów finansowych przez zarządzających spółką w celu osiągnięcia dodatkowych korzyści. Reasumując, w latach 2001–2005 strategia majątku obrotowego spółki przyjmowała bardziej konserwatywny charakter w stosunku do średniej strategii w branży. Świadczy to o wyborze przez zarządzających spółką bezpieczniejszej polityki w zakresie płynności finansowej pod wpływem nieko-

rzystnych czynników zewnętrznych oraz nasilenia się konkurencji w sektorze przedsiębiorstw przetwórstwa spożywczego.

Określenie strategii w zakresie zarządzania majątkiem obrotowym umożliwia ustalenie sposobu finansowania tego majątku. Ten rodzaj strategii charakteryzuje źródła pochodzenia kapitału finansującego działalność bieżącą przedsiębiorstwa, strukturę tego kapitału oraz efektywność jego wykorzystania. W tabeli 4 przedstawiono kształtowanie się wskaźników określających strategię finansowania majątku obrotowego przez PKM DUDA S.A. Wskaźnik poziomu operacyjnych zobowiązań oblicza się jako relację operacyjnych zobowiązań do ogólnej kwoty zobowiązań bieżących. Wielkość tego wskaźnika w badanych latach była zróżnicowana, osiągając maksimum na poziomie 0,46 w 2005 r., co było wielkością poniżej średniej branżowej. Wzrost udziału nieoprocentowanych zobowiązań operacyjnych w strukturze zobowiązań bieżących świadczy o relatywnym obniżeniu kosztu krótkoterminowego kapitału obcego oraz zmniejszeniu ryzyka utraty płynności finansowej.

Tabela 4

Wskaźniki strategii finansowania majątku obrotowego PKM DUDA S.A.

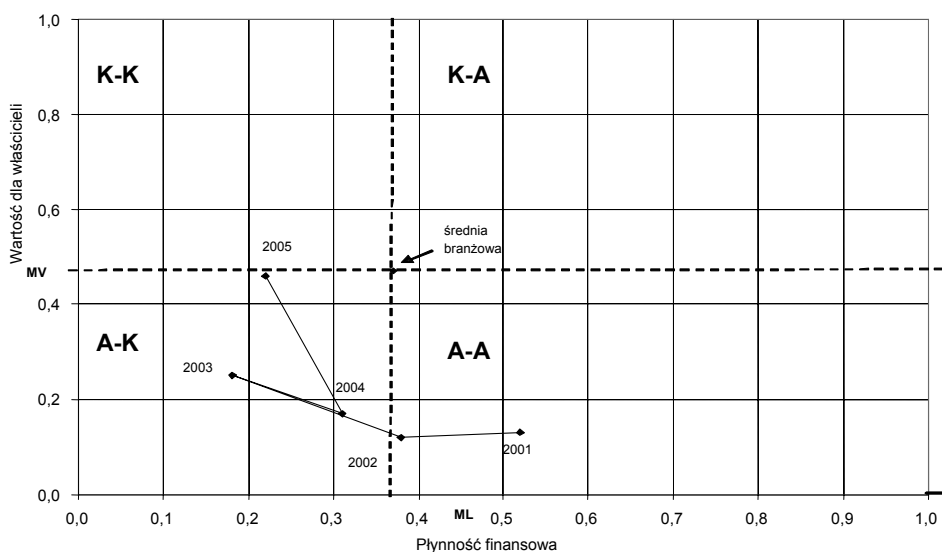
Wskaźnik	Średnia branżowa	Lata					Rodzaj strategii w stosunku do średniej branżowej
		2001	2002	2003	2004	2005	
Wskaźnik poziomu operacyjnych zobowiązań bieżących	0,47	0,13	0,12	0,25	0,17	0,46	agresywna
Wskaźnik płynności zobowiązań bieżących	0,37	0,52	0,38	0,18	0,31	0,22	konserwatywna

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z PKM DUDA S.A.

Wskaźnik płynności zobowiązań bieżących określa udział zobowiązań bieżących w pasywach przedsiębiorstwa. Wielkość tego wskaźnika zmalała z 0,52 w 2001 r. do 0,18 w 2003 r., a następnie wzrosła do 0,31 i 0,22, odpowiednio w latach 2004 i 2005, co było wielkością poniżej średniej branżowej. Świadczy to o większym zaangażowaniu kapitałów stałych w finansowaniu działalności przedsiębiorstwa.

Stwierdzono tendencję do zwiększenia konserwatywności strategii finansowania majątku obrotowego w relacji do średniej branżowej (rys. 2). W latach 2001–2002 strategia ta przyjmowała agresywny charakter, gdyż charakteryzowała się znaczącym udziałem zobowiązań odsetkowych w ogólnej kwocie zobowiązań bieżących oraz dużym poziomem zobowiązań krótkoterminowych w strukturze pasywów spółki. W latach 2003–2005 nastąpiło stopniowe przekształ-

cenie strategii finansowania w bardziej konserwatywną. Wskaźnik płynności zobowiązań bieżących kształtował się na poziomie poniżej średniej branżowej. W spółce znacząco ograniczono finansowanie działalności bieżącej krótkoterminowymi kapitałami obcymi, co spowodowało zmniejszenie udziału zobowiązań oprocentowanych w ogólnej strukturze pasywów bieżących.



Rysunek 2

Strategia finansowania majątku obrotowego PKM DUDA S.A.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z PKM DUDA S.A.

Na podstawie analizy wewnętrznej struktury źródeł finansowania majątku obrotowego stwierdzono wzrost konserwatywności strategii cząstkowej w tym zakresie (tab. 5). Odnotowano tendencję do zwiększenia udziału kapitału własnego w pasywach, z 0,41 w 2001 r. do 0,65 w 2003 r. W latach następnych odnotowano spadek wielkości tego wskaźnika do 0,56 w 2005 r., (o 0,01 mniej od średniej branżowej). Stwierdzono również wzrost wskaźnika udziału zobowiązań długoterminowych, z 0,07 w 2001 r. do 0,22 w 2005 r. (w 2004 r. wskaźnik ten w stosunku do 2003 r. zmniejszył się o 0,07). Jednocześnie stwierdzono zmniejszenie poziomu wskaźnika udziału zobowiązań bieżących generujących odsetki do 2004 r. W 2005 r. nastąpił wzrost wielkości wskaźnika o 0,05. Wielkość wskaźnika udziału zobowiązań generujących odsetki w 2005 r. była o 0,04 mniejsza niż średnia branżowa. Wskaźnik udziału operacyjnych zobowiązań bieżących ulegał znacznym wahaniom w zależności od zmian wskaźników udziału kapitału własnego oraz zobowiązań długoterminowych. Wskaźnik ten był najwyższy w 2001 r. (0,45), natomiast najniższy w 2005 r. (0,12), w którym kształtował się

o 0,05 poniżej średniej branżowej. Taka sytuacja świadczy o stopniowej zmianie struktury źródeł finansowania majątku obrotowego w kierunku zwiększenia udziału kapitału stałego. Z jednej strony – może przyczynić się to do większej płynności finansowej przedsiębiorstwa, z drugiej natomiast – do zwiększenia kapitału obrotowego netto oraz kosztów jego finansowania.

Tabela 5

Wskaźniki wewnętrznej struktury źródeł finansowania PKM DUDA S.A.

Wskaźnik	Średnia branżowa	Lata					Rodzaj strategii w stosunku do średniej branżowej
		2001	2002	2003	2004	2005	
Wskaźnik udziału kapitału własnego	0,57	0,41	0,48	0,65	0,59	0,56	agresywna
Wskaźnik udziału zobowiązań długoterminowych	0,10	0,07	0,14	0,17	0,10	0,22	agresywna
Wskaźnik udziału zobowiązań bieżących generujących odsetki	0,14	0,07	0,04	0,05	0,05	0,10	konserwatywna
Wskaźnik udziału operacyjnych zobowiązań bieżących	0,17	0,45	0,33	0,13	0,26	0,12	konserwatywna

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z PKM DUDA S.A.

Strategia majątkowo-finansowa charakteryzuje relacje zachodzące między poziomem majątku obrotowego a źródłami finansowania (pasywami) tego majątku. W tabeli 6 przedstawiono wielkości wskaźników określających strategię majątkowo-finansową przedsiębiorstwa. Wskaźnik majątku obrotowego jest relacją aktywów obrotowych, pomniejszonych o krótkoterminowe aktywa finansowe do wartości majątku spółki ogółem. W latach 2001–2004 wskaźnik ten uległ obniżeniu do 0,22, a następnie w 2005 r. zwiększył się do 0,3 i był o 0,11 niższy od średniej branżowej. Świadczy to o zmniejszeniu udziału zapasów i należności w aktywach obrotowych, tzn. o wzroście agresywności strategii płynności w aspekcie majątkowym. Wskaźnik operacyjnych zobowiązań bieżących ogółem obliczono jako relację zobowiązań operacyjnych do zobowiązań ogółem. W latach 2002–2004 wskaźnik ten wynosił 0,05, a w ostatnim badanym roku zwiększył się do 0,10. Wskaźnik ten kształtował się jednak poniżej średniej branżowej, co świadczy o małym udziale zobowiązań operacyjnych w kapitałach przedsiębiorstwa.

Tabela 6

Wskaźniki strategii majątkowo-finansowej PKM DUDA S.A.

Wskaźnik	Średnia branżowa	Lata					Rodzaj strategii w stosunku do średniej branżowej
		2001	2002	2003	2004	2005	
Wskaźnik majątku obrotowego	0,41	0,47	0,49	0,29	0,22	0,30	agresywna
Wskaźnik operacyjnych zobowiązań bieżących ogółem	0,17	0,08	0,05	0,05	0,05	0,10	konserwatywna

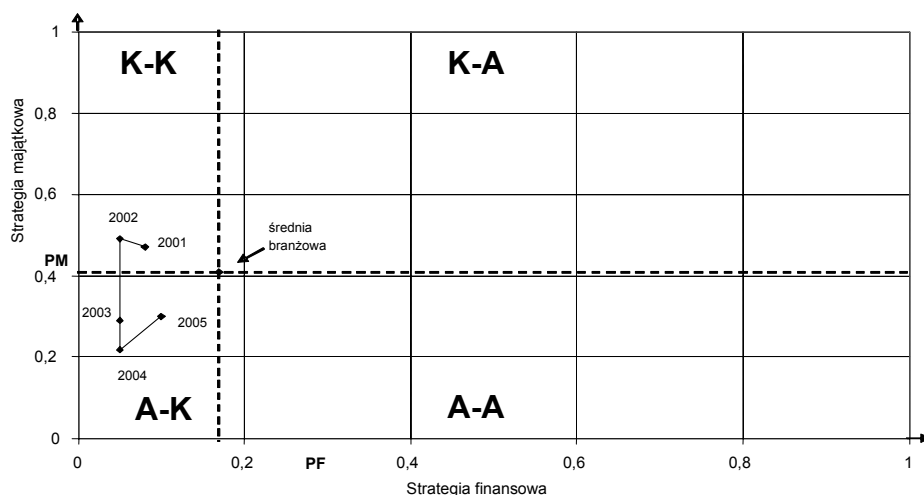
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z PKM DUDA S.A.

Na rysunku 3 przedstawiono kształtowanie się strategii majątkowo-finansowej w badanym okresie. W latach 2001–2002 strategia majątkowo-finansowa miała konserwatywny charakter (K-K). W ramach tej strategii przedsiębiorstwo utrzymywało wyższą niż średnio w branży wielkość zapasów i należności, natomiast niższy był udział finansujących je zobowiązań operacyjnych. Obniżenie poziomu składników majątku obrotowego, przy niezmienionym poziomie operacyjnych zobowiązań bieżących, spowodowało zmianę charakteru strategii w latach 2003–2005 na umiarkowaną (A-K).

Reasumując, w poszczególnych latach badanego okresu przedsiębiorstwo PKM DUDA S. A. wykorzystywało zróżnicowaną strategię płynności finansowej względem średniej strategii w branży. Z jednej strony, taka polityka podyktowana była zmianami zachodzącymi w otoczeniu, z drugiej – modyfikacją hierarchii celów przedsiębiorstwa, tzn. większą troską o płynność finansową kosztem korzyści dla właścicieli.

Efektywność strategii płynności finansowej PKM DUDA S.A.

Ocena efektywności wybranej strategii płynności finansowej oraz jej wpływu na wyniki finansowe spółki będzie wymagać zastosowania tradycyjnej analizy wskaźnikowej oraz obliczeń zysku rezydualnego. Tradycyjna analiza wskaźnikowa polega na oszacowaniu wskaźników płynności finansowej oraz cyklu obrotu wybranych składników majątku obrotowego. W tabeli 7 przedstawiono wielkości tradycyjnych wskaźników płynności finansowej. Wskaźnik bieżącej płynności finansowej jest relacją aktywów obrotowych do zobowiązań bieżących. Wskaźnik ten podlegał wahaniom, pozostając jednak w granicach wartości normatywnej, która wynosi około 2,0. Poziom wskaźnika był najwyższy w 2003 r. (2,68). Przy-



Rysunek 3

Strategia majątkowo-finansowa PKM DUDA S.A.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z PKM DUDA S.A.

czyną tej sytuacji była zmiana struktury obcych źródeł finansowania działalności przedsiębiorstwa, gdyż nastąpiło duże obniżenie poziomu zobowiązań bieżących na korzyść zobowiązań długoterminowych oraz zwiększenie wartości majątku obrotowego. Miało to wpływ na strategię finansowania aktywów obrotowych, która od 2003 r. przyjęła umiarkowany charakter. Wskaźnik szybkiej płynności finansowej obliczono jako relację majątku obrotowego, pomniejszonego o wartość zapasów, do zobowiązań bieżących. Wskaźnik ten zwiększył się z 0,85 w 2001 r. do 2,41 w 2003 r. Następnie w 2005 r. ukształtował się na poziomie 1,52, co świadczy o nadmiarze płynnych aktywów w przedsiębiorstwie i odzwierciedla konserwatywną strategię zarządzania tym majątkiem.

Tabela 7

Wskaźniki płynności finansowej PKM DUDA S.A.

Wskaźniki płynności	Lata					Zmiana 2005/2001
	2001	2002	2003	2004	2005	
Wskaźnik bieżącej płynności	0,99	1,33	2,68	1,19	1,99	1,00
Wskaźnik szybkiej płynności	0,85	1,15	2,41	1,02	1,52	0,67
Wskaźnik środków pieniężnych	0,08	0,04	1,09	0,47	0,63	0,55
Cykl zapasów (dni)	8,1	9,7	9,9	13,4	31,0	22,9
Cykl należności (dni)	46,8	93,3	52,5	44,3	60,5	13,7
Cykl zobowiązań bieżących (dni)	60,6	83,6	39,6	80,8	67,6	7,0
Cykl konwersji gotówki	-5,7	19,4	22,8	-23,2	23,9	29,6

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z PKM DUDA S.A.

Wskaźnik środków pieniężnych jest relacją najbardziej płynnych aktywów przedsiębiorstwa, tj. środków pieniężnych, do zobowiązań bieżących. Główną przyczyną wzrostu wielkości wskaźnika do 1,09 w 2003 r. było wprowadzenie bardziej restrykcyjnej polityki ściągania należności, co doprowadziło do uwolnienia znaczącej kwoty zasobów gotówkowych. W latach 2004–2005 odnotowano tendencję do obniżenia poziomu wskaźnika, ponieważ wolne środki pieniężne częściowo ulokowano w instrumentach finansowych w celu osiągnięcia dodatkowych zysków. Reasumując, wzrost poziomu wskaźników płynności finansowej przemawia za wyborem bardziej konserwatywnej strategii płynności finansowej w obszarze zarządzania i finansowania majątkiem obrotowym.

Obliczenie cykli obrotu poszczególnych składników majątku obrotowego umożliwia ocenę efektywności wykorzystania majątku oraz określenie cyklu konwersji gotówki². Cykl zapasów kształtował się na zbliżonym poziomie w latach 2001–2004, natomiast w 2005 r. wzrósł do 31 dni z powodu zwiększenia ilości zapasów w przedsiębiorstwie, co jest cechą strategii konserwatywnej. Cykl należności w badanych latach był zróżnicowany, kształtując się na ogół w granicach 40–60 dni. Jedynie w 2002 r. przedsiębiorstwo napotkało większe problemy z odzyskaniem długów, gdyż cykl należności wydłużył się do 93 dni. Cykl zobowiązań bieżących w poszczególnych latach był także zróżnicowany, co w znaczącej mierze wpłynęło na cykl konwersji gotówki. Umiarkowanej strategii majątku obrotowego z lat 2001–2002 towarzyszyły krótsze cykle konwersji gotówki. Przejście do strategii konserwatywnej w 2003 r. wpłynęło na wydłużenie tego cyklu do 23 dni. Na skutek dużego zwiększenia kwoty zobowiązań bieżących w 2004 r., cykl konwersji gotówki skrócił się o 23 dni, co wskazywało na ukryte kredytowanie PKM DUDA S.A. przez wierzycieli i przemawiało za strategią agresywną. W następnym roku poziom zobowiązań bieżących uległ obniżeniu, natomiast wysokie przychody ze sprzedaży umożliwiły ustabilizowanie cyklu konwersji gotówki na poziomie 23 dni.

Analiza wskaźnikowa została uzupełniona kalkulacją zysku rezydualnego, jaki przedsiębiorstwo osiąga, stosując wybraną strategię płynności finansowej. Uproszczona formuła obliczania zysku rezydualnego ma następującą postać:

$$RI = ZS \cdot (1 - Tx) + A - WACC \cdot (AO + KON) \geq 0,$$

gdzie:

ZS – zysk ze sprzedaży,

Tx – kwota podatku dochodowego,

A – amortyzacja,

WACC – średni ważony koszt kapitału,

²Cykl konwersji gotówki = cykl zapasów + cykl należności – cykl zobowiązań bieżących.

AO – aktywa operacyjne,
KON – kapitał obrotowy netto.

Istota obliczenia zysku rezydualnego polega na oszacowaniu nadwyżki operacyjnych przepływów pieniężnych po opodatkowaniu nad kosztami kapitału. W ramach koncepcji dochód-ryzyko efektywne zarządzanie płynnością finansową zakłada utrzymanie dodatniej wartości zysku rezydualnego, a jego maksymalizacja jest głównym zadaniem strategii płynności finansowej.

Ze względu na ograniczoność danych źródłowych ze spółki, zamiast wartości operacyjnego kapitału obrotowego przyjęto wartość kapitału obrotowego netto. Dane niezbędne do oszacowania zysku rezydualnego PKM DUDA S.A. przedstawiono w tabeli 8. W badanych latach aktywa operacyjne spółki uległy znaczącemu zwiększeniu (o 236,2%). Poziom kapitału obrotowego netto (różnica między aktywami obrotowymi a zobowiązaniami bieżącymi) nie wykazywał jednoznacznych tendencji w ujęciu dynamicznym. W 2001 r. kapitał ten miał wartość ujemną, natomiast najwyższa dodatnia wielkość tego kapitału wystąpiła w 2005 r. (74 819 tys. zł).

Tabela 8

Dane do obliczenia zysku rezydualnego PKM DUDA S.A. (tys. zł)

Pozycja	Lata				
	2001	2002	2003	2004	2005
Zysk ze sprzedaży	8788	7644	13313	15067	16300
Zysk po opodatkowaniu	6327,4	5350,8	11316,1	11902,9	13203,0
Amortyzacja	1770	1679	4428	7429	9736
Aktywa operacyjne	26615	47767	72806	84134	89471
Kapitał obrotowy netto	-410	14485	50185	17404	74819

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z PKM DUDA S.A.

Średni ważony koszt kapitału (WACC) spółki oszacowano jako średnią ważoną kosztów kapitału własnego zobowiązań długoterminowych i krótkoterminowych. W kalkulacji kosztu kapitału własnego przyjęto stopę dochodu wolną od ryzyka, równą stopie 52-tygodniowych bonów skarbowych. Koszt długoterminowego i krótkoterminowego kapitału obcego oszacowano jako średnią arytmetyczną stóp procentowych kredytów długoterminowych i krótkoterminowych w latach 2001–2005. Zestawienie poziomu średniego ważonego kosztu kapitału oraz wartości zysku rezydualnego przedstawiono w tabeli 9. Koszt tego kapitału był najwyższy w 2001 r. i wynosił 14,83%, a najniższy w 2005 r. (5,27%). W badanym okresie (oprócz 2002 r.) dominowała tendencja rosnąca wartości zysku rezydualnego (do 14 286,5 tys. zł w 2005 r.). W 2002 r. odnotowano zmniejszenie wartości zysku rezydualnego w stosunku do 2001 r., co wskazu-

je na malejącą efektywność bardziej agresywnej strategii płynności finansowej. Najwyższym przyrostem kwoty zysku rezydualnego charakteryzowała się strategia płynności finansowej w 2003 r. (o 7576,1 tys. zł). Dlatego strategię tą można uznać za najbardziej efektywną, czyli taką, która zapewnia najlepszą relację między zyskownością przedsiębiorstwa a ryzykiem utraty płynności finansowej.

Tabela 9

Średni ważony koszt kapitału (WACC) i zysk rezydualny PKM DUDA S.A.

Stopa procentowa	Lata				
	2001	2002	2003	2004	2005
WACC (%)	14,83	9,28	5,62	6,78	5,27
Zysk rezydualny (tys. zł)	4211,5	1253,2	8829,2	12452,1	14286,5

Źródło: Opracowanie własne.

W celu ustalenia zależności między poziomem osiągniętego w przedsiębiorstwie zysku rezydualnego a wybraną w danym okresie strategią płynności finansowej zestawiono wyznaczone strategie cząstkowe płynności finansowej oraz porównano je z kwotą tego zysku (tab. 10). Wyższe kwoty zysku rezydualnego osiągnięto w ramach umiarkowanych strategii płynności finansowej. Najkorzystniej na kształtowanie się strumieni pieniężnych oddziaływały konserwatywne strategie majątku obrotowego, agresywno-konserwatywne strategie finansowania tego majątku oraz agresywno-konserwatywne strategie majątkowo-finansowe. Na kwotę osiągniętego zysku rezydualnego wpływa nie tylko polityka zarządzających spółką w zakresie płynności finansowej, ale również inne czynniki o charakterze wewnętrznym i zewnętrznym. W przypadku badanej spółki istotnym czynnikiem wewnętrznym było zwiększenie mocy produkcyjnych, co znacząco podwyższyło zyski z działalności operacyjnej oraz koszty amortyzacyjne. Obniżenie natomiast rynkowych stóp procentowych umożliwiło zmniejszenie kosztu zaangażowanych w przedsiębiorstwie kapitałów.

Tabela 10

Strategie cząstkowe płynności finansowej PKM DUDA S.A.

Strategia	Lata				
	2001	2002	2003	2004	2005
Majątku obrotowego	K-A	K-A	K-K	K-K	K-K
Finansowania majątku obrotowego	A-A	A-A	A-K	A-K	A-K
Majątkowo-finansowa	K-K	K-K	A-K	A-K	A-K

Źródło: Opracowanie własne.

Wnioski

W opracowaniu przedstawiono zasady tworzenia oraz określono efektywność strategii płynności finansowej PKM DUDA S.A., zgodnie z założeniami koncepcji dochód-ryzyko. Na podstawie przeprowadzonych analiz sformułowano następujące wnioski:

1. Ustalenie średniej strategii w branży jako punktu odniesienia umożliwiło zdefiniowanie rodzaju oraz zmienności strategii płynności finansowej w PKM DUDA S.A. Porównanie takie daje możliwość określenia odchylenia strategii płynności finansowej spółki od wartości docelowych (benchmark) oraz sprecyzowania ewentualnych działań zmierzających do jej modyfikacji. Umożliwia to zarządzającym spółką ocenę wykorzystywanej strategii płynności finansowej w aspekcie efektywności na tle branży.
2. Przedsiębiorstwo PKM DUDA S.A. wykorzystywało zróżnicowane strategie cząstkowe w ramach całkowitej strategii płynności finansowej. Umiarkowanej strategii majątku obrotowego towarzyszyła agresywna strategia finansowania tego majątku. Wykorzystanie zróżnicowanych strategii cząstkowych umożliwiło kształtowanie pożądanej relacji między dochodem, a ryzykiem utraty płynności finansowej. Dodatkowe koszty z tytułu zastosowania w przedsiębiorstwie konserwatywnej strategii majątku obrotowego kompensowano zaangażowaniem tańszych źródeł finansowania w ramach strategii agresywnej.
3. Tradycyjna analiza wskaźnikowa jest przydatnym narzędziem oceny strategii płynności finansowej PKM DUDA S.A. w ujęciu statycznym. Wskaźniki płynności umożliwiają określenie stosowanych przez spółkę strategii płynności finansowej oraz zbadanie prawidłowości występujących w ramach tych strategii. Wyższym wielkościom tradycyjnych wskaźników płynności finansowej odpowiadają strategie konserwatywne, natomiast niższym – strategie agresywne. Najwyższą kwotę zysku rezydualnego osiągnięto w 2005 r., w którym przedsiębiorstwo wykorzystywało konserwatywną strategię majątku obrotowego, umiarkowaną strategię finansowania tego majątku oraz umiarkowaną strategię majątkowo-finansową. Im wyższy zysk rezydualny posiadała badana spółka, tym stosowana strategia płynności finansowej w ujęciu dochód-ryzyko była bardziej efektywna.

Literatura

- GOŁAŚ Z., BIENIASZ A., 2006a: *Finansowe konsekwencje zróżnicowania strategii płynności finansowej w gospodarstwach rolnych*. Roczniki Akademii Rolniczej w Poznaniu, CCCLXXVII, Ekonomia, nr 5, Poznań.
- GOŁAŚ Z., BIENIASZ A., 2006b: *Strategie płynności finansowej indywidualnych gospodarstw rolnych*. Roczniki Akademii Rolniczej w Poznaniu, CCCLXXVII, Ekonomia, nr 5, Poznań.
- KOŁOSOWSKA B., TOKARSKI A., TOKARSKI M., CHOJNACKA E., 2006: *Strategie finansowania działalności przedsiębiorstw*. Oficyna Ekonomiczna, Kraków.
- KUSAK A., 2006: *Płynność finansowa. Analiza i sterowanie*. Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa.
- NARKIEWICZ J., 2004: *Identyfikacja ryzyka utraty płynności finansowej w raporcie rocznym przedsiębiorstwa*. Prace Naukowe Katedry Ekonomii i Zarządzania Przedsiębiorstwem, Politechnika Gdańska, Gdańsk.
- NOTORIA SERWIS, 2006: *Wyniki Finansowe Spółek Giełdowych (CD-ROM)*.
- PLUTA W., 1999: *Planowanie finansowe w przedsiębiorstwie*. PWE, Warszawa.
- WASILEWSKI M., 2005: *Strategia płynności finansowej w przedsiębiorstwach agrobiznesu*. Roczniki Naukowe SERiA, tom VII, zeszyt 1.
- WĘDZKI D., 2002: *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa*. Oficyna Ekonomiczna, Kraków.
- WOJCIECHOWSKA U., 2001: *Płynność finansowa polskich przedsiębiorstw w okresie transformacji gospodarki. Aspekty makroekonomiczne i mikroekonomiczne*. Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa.

THE FORMATION AND EFFICIENCY OF THE FINANCIAL LIQUIDITY STRATEGY IN PKM DUDA S.A.

Abstract

The paper aims to present the formation process and define an efficiency of the financial liquidity strategy in the cross-sectional area income-risk in joint stock company PKM Duda S.A. The moderate and conservative strategies of current assets have accompanied an aggressive and moderate strategies of their financing. The tendency which decreased level of the aggressiveness of financial liquidity strategy, both in a property aspect as well as financial, determined in PKM Duda S.A. the reasonable strategy of the property-financial. The financial liquidity ratios were higher in a framework of the conservative strategies, and lower for aggressive strategies. The residual income was shaped on the lowest level together with more aggressive strategies, instead of obtaining higher amounts at conservative strategies of current assets and financing and the property-financial reasonable strategies.