

Serhiy Zabolotnyy

Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

UTRZYMANIE PŁYNNOŚCI FINANSOWEJ JAKO FUNDAMENTALNY CEL DZIAŁALNOŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA

MAINTAINING LIQUIDITY AS A FUNDAMENTAL OBJECTIVE OF THE COMPANY'S ACTIVITIES

Słowa kluczowe: cel przedsiębiorstwa, płynność finansowa, wartość dla właścicieli

Key words: goal of the company, liquidity, value for shareholders

Abstrakt. Przedstawiono teoretyczne rozważania nad istotą i priorytetami funkcjonowania przedsiębiorstwa na rynku, a także umiejscowiono kategorię płynności finansowej w hierarchii celów działalności gospodarczej. Dokonano krytycznego przeglądu krajowej i zagranicznej literatury przedmiotu, ze wskazaniem różnic w interpretacji celów działalności przedsiębiorstwa w świetle różnych teorii ekonomicznych. Określono teoretyczne powiązania między celem w postaci utrzymania płynności finansowej a maksymalizacją wartości dla właścicieli, a także podjęto próbę sformułowania definicji uniwersalnego celu działalności przedsiębiorstwa.

Wstęp

W warunkach dużej zmienności otoczenia konkurencyjnego oraz malejącego popytu na rynkach wyniki finansowe jednostki gospodarczej w dużym stopniu uzależnione są od właściwie wybranego celu jej funkcjonowania, a także od skuteczności wykorzystania odpowiednich narzędzi do jego osiągnięcia. W literaturze z zakresu finansów i zarządzania cele przedsiębiorstwa są definiowane według różnych kryteriów klasyfikacyjnych, głównie ze względu na znaczenie dla poszczególnych grup interesariuszy, którymi są właściciele, zarządzający, pracownicy oraz szeroko rozumiane otoczenie rynkowe. Z punktu widzenia nauk ekonomicznych cel przedsiębiorstwa można zdefiniować jako zmienną ekonomiczną (lub zmienne ekonomiczne), odnoszącą się do jego działalności, będącą przedmiotem głównego zainteresowania kierownictwa przedsiębiorstwa i tym samym stanowiącą główne kryterium wyboru typu i kierunku działania [Balcerowicz 1997]. Innymi słowy, cel „stanowi punkt wyjścia każdej działalności gospodarczej i decyzji podejmowanej w przedsiębiorstwie” [Stępień 2008]. Oceny skuteczności tych decyzji najczęściej dokonuje się na podstawie różnorodnych kategorii finansowych, w tym poziomu płynności finansowej. W opinii wielu autorów płynność finansowa rozumiana jako zdolność przedsiębiorstwa do wywiązywania się z zobowiązań bieżących oraz dokonania wszelkiego rodzaju nieprzewidywalnych zakupów, jest podstawowym warunkiem funkcjonowania przedsiębiorstwa [Michalski 2004]. Potrzeba zarządzania płynnością finansową wynika z konieczności zapewnienia przedsiębiorstwu przetrwania na rynku w krótkim okresie oraz stworzenia niezbędnych przesłanek do zwiększenia wartości firmy w długim okresie. W takim ujęciu utrzymanie zdolności do regulowania zobowiązań bieżących należy rozumieć jako jeden z ważniejszych celów działalności przedsiębiorstwa. Współczesne przedsiębiorstwo agrobiznesu jest szczególnie narażone na wahania poziomu płynności finansowej, ze względu na czynniki przyrodnicze oraz sezonowość popytu na wytwarzaną produkcję. W sferze operacyjnej może to prowadzić do wielu negatywnych skutków, takich jak utrata części kontrahentów, wzrost kosztów utrzymania majątku obrotowego lub niepełne wykorzystanie zdolności produkcyjnych. Natomiast w obszarze finansów trudności z zachowaniem płynności finansowej powodują wzrost kosztów kapitału i ograniczenie zdolności inwestycyjnych przedsiębiorstwa, a w przypadku spółek giełdowych – obniżenie cen akcji i wskaźników rynkowych.

Material i metodyka badań

Celem badań było określenie teoretycznych powiązań między kategorią płynności finansowej a wartością przedsiębiorstwa dla właścicieli. Dokonano krytycznego przeglądu krajowej i zagranicznej literatury przedmiotu, ze wskazaniem różnic w interpretacji celów działalności przedsiębiorstwa w świetle różnych teorii ekonomicznych. Podjęto próbę sformułowania definicji uniwersalnego celu funkcjonowania przedsiębiorstwa na rynku, z uwzględnieniem istniejących w literaturze poglądów na temat hierarchii celów działalności gospodarczej.

Kategoria płynności finansowej w hierarchii celów działalności przedsiębiorstwa

W literaturze przedmiotu trwająca od lat dyskusja nad hierarchią celów działalności przedsiębiorstwa sprowadza się do znalezienia kompromisu pomiędzy nastawieniem przedsiębiorstwa na przetrwanie lub rozwój. Dążenie do rozwoju przedsiębiorstwa utożsamiane jest z pomnażaniem kapitału właścicieli oraz rentownością prowadzonej działalności, natomiast cel w postaci przetrwania – z wypłacalnością jednostki gospodarczej. Według licznej grupy autorów zachowanie istnienia przedsiębiorstwa jest fundamentalnym celem działalności, a dążenie do rozwoju traktowane jest jako wtórny cel zarządzania [Wędzki 2003]. W tym kontekście badacze wyznający skrajne poglądy wskazują, że w rzeczywistości gospodarczej nie ma uniwersalnych celów, które powinny realizować wszystkie przedsiębiorstwa, oprócz zdolności do przetrwania [Godziszewski 2009]. W umiarkowanym podejściu do omawianego zagadnienia zakłada się równorzędność celów w postaci przetrwania i rozwoju [Stępień 2008]. Natomiast opinia o wyższości celu maksymalizacji wartości dla właścicieli nad płynnością finansową przedsiębiorstwa jest szeroko krytykowana [Sierpińska, Wędzki 1997]. W anglojęzycznych źródłach literaturowych związek przyczynowo-skutkowy pomiędzy celami przetrwania oraz rozwoju firmy wyraża się w koncepcji dochód – ryzyko, w myśl której przedsiębiorca poszukuje właściwej relacji między osiąganymi korzyściami z tytułu prowadzonej działalności a ryzykiem bankructwa [Gitman 2007]. Dana koncepcja wywodzi się z teorii inwestowania zakładającej, że projektem inwestycyjnym o wyższej dochodowości towarzyszy wyższe ryzyko finansowe [Titman i in. 2010]. W ramach tego podejścia większe nastawienie przedsiębiorstwa na rozwój przejawia się w dążeniu do zwiększenia zyskowności przez maksymalizację sprzedaży oraz wzrost skali prowadzonej działalności. Takie zachowanie najczęściej skutkuje ograniczeniem zdolności do przetrwania, ponieważ w przedsiębiorstwie następuje zwiększenie mocy produkcyjnych i kosztów stałych, obniżenie nakładów na utrzymanie kapitału obrotowego, a także pogorszenie struktury majątku obrotowego w aspekcie płynności. Odbywa się to m. in. przez zmniejszenie poziomu płynnych aktywów oraz zwiększenie zadłużenia przedsiębiorstwa, co prowadzi do wzrostu kosztu finansowania ze względu na wyższe ryzyko. Natomiast większe nastawienie na realizację celu przetrwania zakłada ograniczenie ryzyka działalności oraz zachowanie dotychczasowego potencjału produkcyjnego i sprzedażowego. Oznacza to ukierunkowanie przedsiębiorstwa na wypłacalność, w celu zapewnienia stabilności funkcjonowania oraz ciągłości procesów produkcyjnych. Sprzeczność celów zarządzania w ramach koncepcji dochód – ryzyko doprowadziła wielu autorów do wniosku, iż w praktyce menedżerowie zobowiązani są znaleźć punkt równowagi finansowej, złoty środek, zapewniający im realizację nadrzędnych celów działania przedsiębiorstw (maksymalizacji bogactwa właścicieli i zachowania istnienia przedsiębiorstwa) [Stępień 2008].

Utrzymanie płynności finansowej w świetle współczesnych teorii ekonomicznych

Fundamentalne cele działalności w postaci przetrwania oraz rozwoju są podstawą wszystkich wiodących teoretycznych koncepcji przedsiębiorstwa. W neoklasycznej teorii ekonomii podstawowym celem działalności przedsiębiorstwa jest maksymalizacja zysku. Wady zysku jako miernika celowości działalności gospodarczej wynikają z niedoskonałości współczesnego systemu rachunkowości, zorientowanego na historyczne dane finansowe, podlegającego ograniczeniom w zakresie

dynamicznego ujęcia procesów gospodarczych, a także istotnemu zróżnicowaniu w stosowanych rozwiązaniach dla poszczególnych krajów [Wędzki 2009]. Do słabości omawianej teorii można również zaliczyć wspomnianą wcześniej wewnętrzną sprzeczność między krótkookresową maksymalizacją korzyści a koniecznością utrzymania równowagi długookresowej w funkcjonowaniu przedsiębiorstwa [Stępień 2008]. Dążenie do zwiększenia dochodu przedsiębiorstwa jako podstawowego kryterium celu prowadzi do ograniczenia wydatków związanych ze wzmocnieniem pozycji konkurencyjnej firmy lub udoskonaleniem wytwarzanych produktów i świadczonych usług, co zakłóca wspomnianą równowagę. Ponadto, trudność wykorzystania zysku bilansowego jako miary ostatecznych wyników ekonomicznych wiąże się z faktem pominięcia kosztów kapitału własnego przedsiębiorstwa, a także nieuwzględnienia zmiany wartości pieniądza w czasie oraz ryzyka działalności. W literaturze często podkreśla się również niską współzależność kształtowania zysku netto oraz wartości rynkowej przedsiębiorstw kapitałowych, a także istotne trudności w wykorzystaniu tej kategorii do oceny efektów zarządzania przedsiębiorstwem [Piosik 2006].

Pomimo licznych wad zysku księgowego należy wskazać priorytetowe znaczenie tej kategorii w funkcjonowaniu przedsiębiorstwa, a także jego współzależność z wypłacalnością i płynnością finansową. Z jednej strony, wypracowany zysk służy do reinwestowania w przedsiębiorstwie oraz do wypłaty dywidendy, co przesądza o atrakcyjności przedsiębiorstwa dla właścicieli. Z drugiej strony, w długim okresie jest wygospodarowany przez jednostkę jako źródło zasobów gotówkowych, determinujące zdolność przedsiębiorstwa do regulowania ogółu zobowiązań. W takim ujęciu cel w postaci maksymalizacji zysku zapewnia zarówno przetrwanie przedsiębiorstwa, utożsamiane z wypłacalnością, jak i rozwój, przejawiający się w możliwościach inwestycyjnych poszczególnych podmiotów gospodarczych.

W krótkim okresie zyskowość i płynność finansowa nie muszą występować równolegle, ze względu na memoriałowe ujęcie operacji gospodarczych, a przedsiębiorstwo może cechować się chwilowym brakiem gotówki oraz wykorzystywać kredyty obrotowe do kontynuacji działalności operacyjnej [Maślanka 2008]. Należy jednak pamiętać, że utrzymanie płynności finansowej jest warunkiem osiągnięcia zysku w długim okresie, gdyż nawet rentowne jednostki mogą być uznane za niewypłacalne [Sierpińska, Wędzki 1997]. Zdolność do regulowania zobowiązań bieżących determinuje również możliwości dostępu przedsiębiorstwa do zewnętrznych źródeł finansowania, co jest niezbędnym warunkiem rozwoju oraz zwiększania wartości dla właścicieli [Duliniec 2007]. Ponadto, w procesie zarządzania płynnością finansową kluczowe jest zrozumienie faktu, iż zarówno niedobór, jak i nadmiar zasobów gotówkowych w przedsiębiorstwie może prowadzić do obniżenia zyskowości prowadzonej działalności. W warunkach chwilowego braku zasobów płynnych przedsiębiorstwo ponosi koszty związane z zaciągnięciem dodatkowych kredytów obrotowych, wyrażających się w stopach oprocentowania tych kredytów. Natomiast w sytuacji nadwyżki zasobów gotówkowych, określanej również jako nadpłynność finansowa, w przedsiębiorstwie powstają koszty utraconych korzyści z tytułu posiadania gotówki nieprzynoszącej jawnych zysków [Kusak 2006].

Menedżerskie teorie przedsiębiorstwa podkreślają sprzeczność celów działalności przedsiębiorstwa, wynikające z oddzielenia funkcji zarządu przedsiębiorstwa od funkcji właścicielskiej [Stępień 2008]. Zgodnie z tą koncepcją do podstawowych przyczyn powstawania sprzeczności interesów pomiędzy właścicielem a agentem należą niepełna i asymetryczna informacja, unikanie ryzyka przez menedżera, budowanie imperium (wzrost firmy, inwestycje), maksymalizacji własnych korzyści przez agenta, nadużycie zaufania [Gruszecki 2008]. Konflikt ten nie dotyczy obszaru płynności finansowej, ponieważ w interesie właścicieli i zarządzających jest utrzymanie zdolności przedsiębiorstwa do regulowania zobowiązań oraz zapewnienie kontynuacji działalności jednostki gospodarczej. Występowanie tendencji do partycypowania kadry zarządzającej we własności przedsiębiorstwa realizowanej przez programy opcji menedżerskich lub udziały w wypracowanym wyniku finansowym, a także bardziej efektywne mechanizmy kontroli właścicielskiej doprowadziły do powrotu do klasycznej definicji celu przedsiębiorstwa w postaci maksymalizacji zysków oraz przepływów pieniężnych.

W ramach teorii behawioralnych zakłada się, że cała wiedza o badanym przedmiocie zawiera się w zmysłowo-zewnętrznej (empirycznej) obserwacji jego zachowania. Cel działalności przedsiębiorstwa wynika z poszukiwania kompromisu pomiędzy wszystkimi grupami interesariuszy firmy, w tym właścicielami, menedżerami, pracownikami, klientami, dostawcami i społecznością lokalną, co prowadzi do osiągnięcia pewnego możliwego poziomu korzyści i wyników, uznawanego za satysfakcjonujący [Stępień 2008]. Poziom satysfakcjonujący jest czasem określany jako niezbędny do przetrwania. Relacja pomiędzy poziomem osiąganych korzyści a zdolnością przedsiębiorstwa do przetrwania jest ustalana w wyniku kompromisu pomiędzy wszystkimi członkami koalicji interesariuszy. W tym aspekcie możliwe jest umiejscowienie kategorii płynności finansowej w hierarchii „wiązki celów” przedsiębiorstwa, ponieważ zapewnienie ciągłości funkcjonowania podmiotu umożliwia realizację pozostałych celów interesariuszy.

Koncepcja zarządzania przez wartość, która pojawiła się w latach 90. XX wieku, opierała się o cel w postaci maksymalizacji wartości rynkowej przedsiębiorstwa dla właścicieli [Rappaport 1999]. W tym ujęciu definiowanie celu działalności przedsiębiorstwa z punktu widzenia jego właścicieli oznacza maksymalizację wartości kapitału własnego przedsiębiorstwa, co jest równoznaczne z maksymalizacją różnicy wartości rynkowej tego kapitału i jego aktualnej wartości księgowej [Wędzki 2003]. Podejmowanie wszelkich decyzji w przedsiębiorstwie powinno być podporządkowane kryterium wartości przedsiębiorstwa dla właścicieli. Ponadto, kreacja wartości dla właścicieli wymaga jakościowych zmian w procesie zarządzania przedsiębiorstwem, a w szczególności zmiany w zasobach ludzkich i procesach, które obejmują planowanie, zarządzanie portfelem, strategiczne i taktyczne podejmowanie decyzji oraz system kompensat dla pracowników [Pettit 2007]. W opinii wielu autorów źródłem maksymalizacji wartości dla właścicieli jest zyskowność, która w sposób pośredni lub bezpośredni przyczynia się do zwiększenia się korzyści wszystkich podmiotów powiązanych z przedsiębiorstwem [Stępień 2008]. Ważne miejsce w procesie kreowania wartości zajmuje również zdolność przedsiębiorstwa do generowania wolnych przepływów pieniężnych, a ich właściwe zagospodarowanie, które prowadzi do zaspokojenia oczekiwań grup interesariuszy przedsiębiorstwa, czyli m.in. klientów, pracowników oraz właścicieli [Rappaport 1999]. Jednocześnie przepływy pieniężne zapewniają właściwy poziom płynności finansowej, co jest warunkiem przetrwania przedsiębiorstwa oraz osiągnięcia zysku w długim horyzoncie czasowym.

Z punktu widzenia zarządzania w literaturze wyodrębniane są trzy podstawowe obszary decyzyjne w procesie tworzenia wartości przedsiębiorstwa, pierwszy z których dotyczy prowadzenia rentownej działalności operacyjnej, drugi obejmuje zarządzanie procesem inwestycyjnym, trzeci – podejmowanie decyzji o sposobie finansowania [Pomykańska, Pomykański 2007]. Należy zaznaczyć, że charakter polityki przedsiębiorstwa w zakresie finansowania w znacznym stopniu zależy od posiadanej płynności finansowej oraz strategii zarządzania tym obszarem. Taki wniosek potwierdza pogląd Rappaport, definiującego oprócz przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej dwa główne komponenty wartości – stopę dyskontową oraz zadłużenie [Rappaport 1999]. Uszczegółowieniem tego podejścia jest identyfikacja głównych czynników kształtujących wartość, w tym okresu wzrostu sprzedaży, stopy wzrostu sprzedaży, marży zysku operacyjnego, inwestycji w majątek trwały, inwestycji w kapitał obrotowy, stopy podatku dochodowego oraz kosztu kapitału [Michna 2009]. Inwestycje w kapitał obrotowy oraz koszt kapitału znajdują się w bezpośrednim związku z kategorią płynności finansowej przedsiębiorstwa. Decyzje w zakresie płynności finansowej mają swój przejaw w poziomie i strukturze majątku obrotowego oraz koszcie zainwestowanego kapitału, wyrażającym wymaganą przez właścicieli stopę zwrotu. Damodaran wyróżnia również wolne strumienie gotówki dla firmy (*free cash flow for the firm*), jako jeden z podstawowych czynników kształtujących wartość przedsiębiorstwa [Damodaran 1999]. Rozpatrywanie tej kategorii jako strumieni po opodatkowaniu, pomniejszone o zadłużenie wskazuje na związek tego czynnika z poziomem płynności w przedsiębiorstwie [Dudycz 2005].

Podsumowanie i wnioski

Analiza zachowań strategicznych przedsiębiorstw wskazuje na realizację przez nich różnorodnych zestawów celów strategicznych, które są ze sobą wzajemnie powiązane [Godziszewski 2009]. Na podstawie danych prezentowanych w literaturze krajowej i zagranicznej należy podzielić cele działalności przedsiębiorstwa na dwie grupy: pierwszą – w zakresie maksymalizacji wartości dla właścicieli, a drugą – dotyczącą utrzymania bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa. Do pierwszej grupy celów można zaliczyć maksymalizację sprzedaży i zysku, wzrost skali działalności przedsiębiorstwa, a także zachowanie rentowności i zmniejszenie kosztów. Cele w zakresie ryzyka finansowego obejmują zachowanie płynności finansowej i wypłacalności, uniknięcie upadłości, a także racjonalizację nakładów na kapitał obrotowy netto. Relację pomiędzy osiąganymi korzyściami dla właścicieli, a zdolnością do regulowania zobowiązań oddaje definicja sformułowana przez Franc-Dąbrowską, która uważa, że za priorytetowe w krótkim okresie należałoby uznać zapewnienie płynności finansowej w warunkach realizowania pożądanego zysku, z uwzględnieniem opłaty kapitału własnego [Franc-Dąbrowska 2010]. W tym kontekście za krótkookresowy cel działalności przedsiębiorstwa przyjmuje się utrzymanie płynności finansowej oraz elastyczne dostosowywanie się do zmieniających się warunków otoczenia, co umożliwi pomnożenie kapitałów właścicieli w długim okresie. Z kolei wzrost wartości przedsiębiorstwa w długim okresie jest niezbędnym warunkiem osiągnięcia równowagi dochodowej oraz przetrwania firmy na rynku konkurencyjnym. Z uwagi na dotychczasowe rozważania za podstawowy cel działalności przedsiębiorstwa autor proponuje się uznać dążenie do maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa dla właścicieli, pod warunkiem utrzymania satysfakcjonującego wszystkie grupy interesariuszy poziomu płynności finansowej.

Literatura

- Balcerowicz L. 1997: *Socjalizm, kapitalizm, transformacja. Szkice z przełomu epok*, PWN, s. 111.
- Damodaran A. 1999: *Value Creation and Enhancement: Back to the Future*. www.stern.nyu.edu/fin/workpapers/papers99/wpa99018.pdf, s. 4-10.
- Dudycz T. 2005: *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWE, s. 27.
- Duliniec A. 2007: *Finansowanie przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa, s. 40.
- Franc-Dąbrowska J. 2010: *Teoretyczne i praktyczne aspekty gospodarowania zyskiem w przedsiębiorstwach rolniczych*, Wyd. SGGW w Warszawie, s. 55.
- Gitman L.J. 2007: *Principles of Managerial Finance*, Prentice Hall, s. 217-218.
- Godziszewski B. 2009: *Istota, proces formułowania i wdrażania strategii*, [W:] S. Sojak (red.), *Założyć firmę i nie zbankrutować*, Difin, Warszawa, s. 52.
- Gruszecki T. 2008: *Instytucjonalne aspekty w teorii przedsiębiorstwa*, [W:] E. Mączyńska (red.), *Bankrutwa Przedsiębiorstw. Wybrane aspekty instytucjonalne*. Szkoła Główna Handlowa – Oficyna Wydawnicza, Warszawa, s. 90.
- Kusak A. 2006: *Płynność finansowa. Analiza i sterowanie*, Wyd. Naukowe Wydziału Zarządzania UW, Warszawa
- Maślanka T. 2008: *Przepływy pieniężne w zarządzaniu finansami przedsiębiorstw*, CH Beck, Warszawa.
- Michalski G. 2004: *Wartość płynności w bieżącym zarządzaniu finansami*. CeDeWu, Warszawa.
- Michna A. 2009: *Krytyczny przegląd metod wyceny wartości przedsiębiorstw*, Zesz. Nauk. Uniwersytetu Szczecińskiego Nr 534, *Finanse, rynki finansowe, ubezpieczenia* nr 17, s. 153.
- Pettit J. 2007: *Strategic Corporate Finance*. Wiley Finance, New Jersey, s. 26.
- Piosik A. 2006: *Zasady rachunkowości zarządczej*, PWN, Warszawa, s. 22.
- Pomykańska B., Pomykański P. 2007: *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, PWN, Warszawa, s. 156.
- Rappaport A. 1999: *Wartość dla akcjonariuszy – poradnik menadżera i inwestora*. WIG Press, Warszawa.
- Sierpińska M., Wędzki D. 1997: *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa.
- Stępień K. 2008: *Rentowność a wypłacalność przedsiębiorstw*, Difin, Warszawa, s. 11-21.
- Titman S., Keown A.J., Martin J.D. 2010: *Financial Management. Principles and Applications*, Prentice Hall, s. 12.
- Wędzki D. 2009: *Analiza wskaźnikowa sprawozdania finansowego. Tom 1*, Wolters Kluwer, Kraków.
- Wędzki D. 2003: *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków, s. 34.

Summary

An article presents theoretical analysis of the essence and priorities of company's functioning on the market as well as the place of the category of liquidity in the hierarchy of the goals of the enterprise. The author conducted a review of the national and international literature of the subject with a particular stress on the differences in the company's goals interpretation according to various economic theories. Theoretical relations between the goal of liquidity ensuring and maximization of shareholders value were determined, while an attempt to define the universal goal of the enterprise was made.

Adres do korespondencji
dr Serhiy Zabolotny
Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie
Katedra Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw
ul. Nowoursynowska 166
02-787 Warszawa
e-mail: serhiy_zabolotny@sggw.pl