

MARIA SIERPIŃSKA
PIOTR RZESZOWSKI

DETERMINANTY PŁYNNOŚCI FINANSOWEJ W PRZEMYSŁE METALURGICZNYM

Wprowadzenie

Problemy utrzymania płynności finansowej stały się wyjątkowo aktualne w warunkach spowolnienia gospodarczego. W związku ze wzrostem ryzyka banki ograniczyły przedsiębiorstwom dostęp do kredytów. Musiały one poszukiwać innych, pozabankowych źródeł finansowania, aby utrzymać płynność finansową. Bardziej dostępne stały się dla nich obligacje i krótkoterminowe papiery dłużne. Równocześnie firmy ograniczyły inwestycje, stąd mogły kapitały własne pochodzące z wygospodarowanych zysków skierować na finansowanie działalności bieżącej.

Zapewnienie przedsiębiorstwu płynności finansowej uwarunkowane jest rozpoznaniem czynników kształtujących ją oraz kierunku i siły ich oddziaływania. Determinują one dobór źródeł finansowania stosownie do zdolności przedsiębiorstwa do bieżącej obsługi długów.

W artykule zaprezentowano poziom płynności finansowej i jej determinanty w wybranych spółkach przemysłu metalowego notowanych na GPW w Warszawie. W badaniach przyjęto założenie, że w okresie spowolnienia gospodarczego rośnie udział kapitałów własnych w strukturze źródeł finansowania przedsiębiorstw, co poprawia statycznie płynność finansową. Rzeczywista płynność finansowa w większym stopniu zależy od dopływu gotówki niż od prawidłowej struktury kapitału. Ze względu na ograniczone ramy artykułu Autorzy prezentują tylko statyczne ujęcie płynności finansowej.

Czynniki kształtujące płynność finansową spółek

Płynność finansowa informuje o sytuacji finansowej przedsiębiorstwa i powinna być stale monitorowana¹. Do oceny płynności finansowej przedsiębiorstw powszechnie wykorzystywane są wskaźniki płynności finansowej. Wartość poznawcza tych wskaźników zależy nie tylko od poprawności ich konstrukcji, ale także od przyjętych do ich wartości-

¹ *Analiza w zarządzaniu współczesnym przedsiębiorstwem*, red. M. Walczak, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2007, s. 356.

wania baz porównań. Najczęściej są to dane poprzednich okresów oraz standardy płynności wypracowane w gospodarce rynkowej. Poznanie wskaźników płynności umożliwia tylko ocenę zmian ich poziomu, jednak nie wyjaśnia przyczyn tych zmian. Dopiero rozpoznanie czynników wpływających na zmiany poziomu wskaźników płynności może mieć charakter informacji decyzyjnych.

Determinanty płynności finansowej są w literaturze systematyzowane według różnych kryteriów. Stosując kryterium rodzaju, można je podzielić na czynniki zależne od przedsiębiorstwa, a więc takie, na które ma ono wpływ, oraz na czynniki od przedsiębiorstwa niezależne, czyli znajdujące się poza sferą jego oddziaływania.

D. Wędzki² do czynników, na które ma wpływ kierownictwo spółki zalicza przede wszystkim:

- strategie finansowe przedsiębiorstwa,
- poziom generowanego wyniku finansowego,
- zmienność przepływów pieniężnych,
- stopy zwrotu z aktywów operacyjnych,
- jakość zarządzania przedsiębiorstwem.

Wydaje się, że do istotnych czynników niezależnych od przedsiębiorstwa należy ponadto zaliczyć poziom posiadanych aktywów i ich strukturę, strukturę źródeł finansowania majątku, strukturę długu czy koszty pozyskania kapitału.

Do czynników niezależnych od decyzji przedsiębiorstwa zalicza się najczęściej takie z nich jak:

- bieżąca i oczekiwana koniunktura gospodarcza,
- system podatkowy państwa,
- poziom inflacji i stopy procentowe,
- dostępność określonych źródeł finansowania.

W. Skoczylas i D. Bogacka³ wymieniają trzy grupy czynników:

- mikroekonomiczne, takie jak pozycja rynkowa przedsiębiorstwa, strategie cenowe, powiązania z rynkiem międzynarodowym, polityka zapasów, dobór form rozliczeń finansowych, poziom realizacji inwestycji. Oprócz wymienionych, dodatkowo należy tu zaliczyć terminy płatności faktur w obszarze kredytu kupieckiego, znajomość narzędzi sterowania płynnością finansową oraz synchronizację wpływów i wydatków w celu zachowania równowagi gotówkowej,
- sektorowe, a wśród nich etap rozwoju sektora, stopień ryzyka operacyjnego, nowoczesność i perspektywy sektora, specyfika sfery realnej sektora. Czynniki te również uznawane są za niezależne od funkcjonowania danego przedsiębiorstwa.

² D. Wędzki: *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2003, s. 72.

³ W. Skoczylas, D. Bogacka: *Czynniki kształtujące płynność finansową przedsiębiorstwa sektora motoryzacyjnego w warunkach kryzysu*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 534, Szczecin 2009.

Są one natomiast w ograniczony sposób sterowalne ze strony podmiotu gospodarczego. Sterowalność ta uzależniona jest od pozycji danej firmy w sektorze, stopnia elastyczności działania oraz możliwości dywersyfikacji produktów sektora,

- makroekonomiczne: polityka monetarna, polityka fiskalna, rozwiązania systemu podatkowego i ich stabilność, koniunktura gospodarcza i stopień rozwoju rynku finansowego.

Czynniki te wpływają na płynność finansową przedsiębiorstw w sposób pośredni poprzez kształtowanie kosztów pozyskania źródeł finansowania i ich dostępność. Wymienione trzy grupy czynników z różną intensywnością występują w poszczególnych przedsiębiorstwach. Dlatego zarządzanie płynnością finansową wymaga identyfikacji istotnych w danych warunkach czynników z podziałem na zależne i niezależne od przedsiębiorstwa i określenia ich siły i kierunku wpływu.

Najistotniejsze czynniki determinujące płynność finansową zostały zapisane poniższym modelem⁴:

$$\frac{\text{aktywa bieżące}}{\text{zobowiązania bieżące}} = \frac{\text{aktywa bieżące}}{\text{aktywa ogółem}} \times \frac{\text{aktywa ogółem}}{\text{zobowiązania ogółem}} \times \frac{\text{zobowiązania ogółem}}{\text{zobowiązania bieżące}}$$

Im wyższy będzie udział aktywów bieżących w aktywach ogółem, tym wyższa będzie płynność finansowa. Jednak udział ten nie wyjaśnia w pełni stopnia płynności finansowej. Będzie ona zależna od płynności aktywów obrotowych, czyli tempa ich zamienialności na gotówkę. Oprócz struktury aktywów na płynność finansową wpływa również struktura źródeł finansowania aktywów. Przedsiębiorstwa zadłużone mają mniejszą zdolność do terminowego regulowania zobowiązań bieżących. W warunkach wysokiego zadłużenia większe kwoty wypracowanej nadwyżki finansowej (zysk netto + amortyzacja) są przeznaczone na obsługę zadłużenia odsetkowego zaś mniej środków pozostaje na terminowe regulowanie zobowiązań spontanicznych. O zdolności przedsiębiorstwa do bieżącego regulowania wymagalnych zobowiązań w dużym stopniu decyduje struktura czasowa zadłużenia, czyli udział zobowiązań bieżących (krótkoterminowych) w łącznej kwocie długu. Im większy jest udział zobowiązań bieżących w zobowiązaniach ogółem, tym trudniej będzie firmie sprostać wszystkim terminom płatności.

Czynniki kształtujące płynność finansową spółek przemysłu metalowego notowanych na GPW

Na głównym rynku warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych notowanych jest dwadzieścia spółek zaliczanych do przemysłu metalowego. Spośród tej grupy na potrzeby niniejszych badań zostały wyłonione spółki, które notowane były na Giełdzie przynajmniej

⁴ M. Sierpińska, T. Jachna: *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2009, s. 149.

od roku 2000. W badaniach pominięto spółkę Permedia SA, która nie posiada zadłużenia długoterminowego, co powoduje, iż ocena determinant płynności finansowej zaprezentowanym wcześniej modelem nie jest możliwa. W warunkach korzystania z danych spółek giełdowych najczęściej płynność ocenia się w czasie przy wykorzystaniu danych poprzednich okresów oraz wartości standardowych wypracowanych w gospodarce rynkowej. Optymalna wartość wskaźnika bieżącej płynności finansowej zawiera się w przedziale 1–2–2,0⁵.

W tabelach 1–4 zostały zaprezentowane wskaźniki bieżącej płynności finansowej dla jedenastu spółek w latach 2000–2010 oraz czynniki kształtujące je takie jak: struktura majątku, struktura źródeł finansowania oraz struktura zadłużenia. Na podstawie badań wpływu poszczególnych determinant na poziom płynności finansowej wyodrębnione zostały trzy okresy:

- lata 2001–2003 – spowolnienie gospodarcze w Polsce,
- lata 2004–2007 – dynamiczny rozwój gospodarczy,
- lata 2008–2010 – spowolnienie gospodarcze w Polsce, powstałe w następstwie światowego kryzysu finansowego.

Tabela 1

Poziom wskaźnika płynności finansowej i jego odchylenia globalnego w badanych spółkach w latach 2000–2010

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Alchemia SA											
WPB	–	0,56	0,48	0,57	0,53	2,22	3,24	5,03	6,15	6,56	2,54
SG	–	–	–0,09	0,09	–0,04	1,69	1,02	1,79	1,12	0,41	–4,02
Boryszew SA											
WPB	2,00	1,32	1,34	1,20	1,50	0,72	0,88	0,63	0,20	0,14	1,45
SG	–	–0,68	0,02	–0,14	0,31	–0,79	0,16	–0,24	–0,43	–0,06	1,31
Fasing SA											
WPB	1,41	1,40	1,48	1,81	2,03	1,63	1,78	1,41	0,98	1,15	1,24
SG	–	–0,01	0,09	0,33	0,22	–0,41	0,15	–0,36	–0,44	0,17	0,09
Ferrum SA											
WPB	1,14	0,69	0,32	0,35	0,91	1,28	1,19	0,97	0,86	1,34	1,11
SG	–	–0,45	–0,37	0,03	0,56	0,37	–0,09	–0,22	–0,11	0,49	–0,23
Grupa Kęty SA											
WPB	1,58	2,55	1,78	1,83	1,87	1,54	1,53	1,17	1,14	1,35	1,37
SG	–	0,97	–0,78	0,05	0,04	–0,33	–0,01	–0,36	–0,03	0,21	0,01
Hutmen SA											
WPB	1,37	1,09	1,07	1,46	1,18	1,03	0,99	1,95	4,20	2,08	1,89
SG	–	–0,28	–0,02	0,38	–0,27	–0,16	–0,04	0,96	2,25	–2,12	–0,19

⁵ *Ibidem*.

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Implexmetal SA											
WPB	0,62	0,54	0,58	1,12	1,14	0,53	1,07	0,19	0,95	1,08	1,24
SG	–	–0,07	0,04	0,54	0,01	–0,61	0,54	–0,88	0,76	0,13	0,16
KGHM Polska Miedź SA											
WPB	2,27	1,02	1,19	1,18	1,23	1,39	2,12	2,47	3,10	2,41	2,57
SG	–	–1,25	0,17	–0,01	0,05	0,16	0,73	0,36	0,63	–0,69	0,17
Mennica Polska SA											
WPB	5,14	5,04	2,62	3,88	5,11	4,49	3,35	2,27	1,82	2,66	2,04
SG	–	–0,10	–2,41	1,26	1,23	–0,62	–1,14	–1,09	–0,44	0,84	–0,62
Odlewnie Polskie SA											
WPB	0,48	0,45	0,94	1,07	2,06	2,12	2,21	1,82	0,32	0,31	1,35
SG	–	–0,07	0,04	0,54	0,01	–0,61	0,54	–0,88	0,76	0,13	0,16
Stalprodukt SA											
WPB	1,00	1,00	0,99	1,14	1,67	1,91	2,04	2,26	2,60	3,04	2,48
SG	–	0,00	–0,01	0,15	0,53	0,24	0,13	0,22	0,35	0,44	–0,56

WPB – wskaźnik bieżącej płynności finansowej.

SG – odchylenie globalne wskaźnika bieżącej płynności finansowej.

Źródło: obliczenia własne na podstawie raportów rocznych analizowanych spółek.

Jak wynika z danych zamieszczonych w tabeli 1, w okresie pierwszego spowolnienia gospodarczego w latach 2001–2003 w sześciu spółkach wskaźniki płynności finansowej rosły, w czterech zmalały, a w jednej poziom wskaźników pozostał bez zmian. Zgodnie z optymalną wartością wskaźnika płynności finansowej pięć spółek utrzymało w tym okresie płynność finansową, w trzech doszło do utraty płynności finansowej oraz w kolejnych trzech wartość wskaźnika była bliska wartości optymalnej. Jednak spółki te mogły mieć problemy z terminowym regulowaniem zobowiązań w badanym okresie. Wpływ na te zmiany miały poszczególne determinanty, których poziom zaprezentowany został w tabelach 2–4.

Tabela 2

Udział aktywów bieżących w aktywach ogółem i wpływ tej struktury na poziom wskaźnika płynności finansowej w badanych spółkach w latach 2000–2010

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Alchemia SA											
AB/AO	–	0,28	0,36	0,51	0,46	0,45	0,97	0,41	0,47	0,39	0,51
Sa	–	–	0,18	0,19	–0,06	–0,01	2,55	–1,87	0,72	–1,02	1,98
Boryszew SA											
AB/AO	0,61	0,44	0,39	0,40	0,44	0,39	0,41	0,25	0,12	0,06	0,26
Sa	–	–0,53	–0,15	0,02	0,13	–0,18	0,04	–0,35	–0,33	–0,10	0,49

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Fasing SA											
AB/AO	0,47	0,56	0,50	0,56	0,61	0,56	0,57	0,46	0,36	0,37	0,45
Sa	–	0,27	–0,15	0,16	0,16	–0,15	0,01	–0,34	–0,30	0,03	0,24
Ferrum SA											
AB/AO	0,26	0,22	0,14	0,19	0,36	0,40	0,44	0,44	0,37	0,37	0,46
Sa	–	–0,20	–0,26	0,13	0,30	0,11	0,13	0,00	–0,15	0,00	0,30
Grupa Kęty SA											
AB/AO	0,47	0,49	0,47	0,47	0,39	0,40	0,37	0,36	0,34	0,36	0,39
Sa	–	0,05	–0,10	0,02	–0,31	0,05	–0,11	–0,07	–0,04	0,06	0,10
Hutmen SA											
AB/AO	0,52	0,39	0,42	0,35	0,37	0,54	0,67	0,65	0,50	0,40	0,41
Sa	–	–0,32	0,06	–0,16	0,05	0,57	0,23	–0,03	–0,43	–0,84	0,02
Implexmetal SA											
AB/AO	0,27	0,27	0,28	0,33	0,38	0,21	0,27	0,08	0,29	0,27	0,31
Sa	–	0,00	0,01	0,10	0,20	–0,50	0,14	–0,77	0,52	–0,05	0,16
KGHM Polska Miedź SA											
AB/AO	0,24	0,36	0,21	0,26	0,27	0,36	0,43	0,40	0,37	0,32	0,39
Sa	–	1,11	–0,42	0,27	0,04	0,40	0,29	–0,14	–0,18	–0,45	0,53
Mennica Polska SA											
AB/AO	0,38	0,38	0,32	0,35	0,45	0,52	0,52	0,39	0,41	0,36	0,28
Sa	–	0,01	–0,83	0,26	1,11	0,86	0,00	–0,86	0,14	–0,24	–0,60
Odlewnie Polskie SA											
AB/AO	0,50	0,46	0,47	0,51	0,75	0,68	0,53	0,50	0,51	0,49	0,45
Sa	–	0,00	0,01	0,10	0,20	–0,50	0,14	–0,77	0,52	–0,05	0,16
Stalprodukt SA											
AB/AO	0,42	0,47	0,47	0,46	0,51	0,51	0,58	0,48	0,33	0,34	0,36
Sa	–	0,12	–0,01	–0,01	0,13	–0,01	0,26	–0,35	–0,69	0,08	0,15

AB – aktywa bieżące.

AO – aktywa ogółem.

Sa – wpływ odchylenia struktury aktywów na wskaźnik płynności finansowej.

Źródło: obliczenia własne na podstawie raportów rocznych analizowanych spółek.

Tabela 3

Struktura źródeł finansowania aktywów i jej wpływ na poziom wskaźnika płynności finansowej w badanych spółkach w latach 2000–2010

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Alchemia SA											
AO/ZO	–	1,59	1,17	1,11	1,16	4,37	3,11	12,02	12,84	15,58	4,90
Sb	–	–	–0,20	–0,03	0,02	1,44	–1,37	3,93	0,40	1,09	–5,86
Boryszew SA											
AO/ZO	2,55	2,94	3,38	2,99	2,09	1,51	1,38	1,58	1,47	1,67	2,10
Sb	–	0,22	0,18	–0,16	–0,40	–0,37	–0,07	0,07	–0,02	0,01	0,16

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Fasing SA											
AO/ZO	2,90	2,38	2,92	2,63	2,37	2,43	2,33	2,31	2,34	2,46	2,13
Sb	–	–0,30	0,28	–0,16	–0,20	0,05	–0,07	–0,01	0,01	0,05	–0,19
Ferrum SA											
AO/ZO	1,96	1,79	1,55	1,51	1,64	1,73	1,76	1,69	2,00	2,30	1,99
Sb	–	–0,08	–0,06	–0,01	0,06	0,05	0,03	–0,05	0,15	0,13	–0,22
Grupa Kęty SA											
AO/ZO	2,34	2,77	2,51	3,24	3,98	3,26	2,36	2,17	2,19	2,65	2,60
Sb	–	0,31	–0,23	0,51	0,35	–0,35	–0,39	–0,12	0,01	0,25	–0,03
Hutmen SA											
AO/ZO	2,61	2,28	1,29	1,83	2,90	1,63	1,42	2,73	7,13	4,58	4,13
Sb	–	–0,13	–0,50	0,39	0,87	–0,77	–0,17	0,89	2,45	–1,20	–0,21
Implexmetal SA											
AO/ZO	2,00	1,99	2,09	3,45	2,96	2,42	2,56	2,48	2,53	3,22	3,41
Sb	–	0,00	0,03	0,44	–0,19	–0,12	0,04	–0,01	0,01	0,25	0,07
KGHM Polska Miedź SA											
AO/ZO	9,48	2,74	3,08	2,55	4,51	3,85	4,86	3,59	4,19	3,93	3,69
Sb	–	–2,40	0,07	–0,25	0,94	–0,24	0,44	–0,52	0,38	–0,17	–0,18
Mennica Polska SA											
AO/ZO	5,51	6,91	7,24	10,13	11,16	8,07	6,01	4,91	4,25	6,91	6,10
Sb	–	1,31	0,20	1,15	0,51	–1,65	–1,14	–0,46	–0,33	1,00	–0,24
Odlewnie Polskie SA											
AO/ZO	0,96	0,99	1,45	1,71	2,74	3,13	4,20	3,44	0,61	0,59	1,37
Sb	–	0,00	0,03	0,44	–0,19	–0,12	0,04	–0,01	0,01	0,25	0,07
Stalprodukt SA											
AO/ZO	2,37	2,13	2,01	2,36	3,09	3,41	3,20	4,31	7,18	8,61	6,87
Sb	–	–0,12	–0,05	0,17	0,40	0,17	–0,13	0,59	1,04	0,53	–0,65

ZO – zobowiązania ogółem.

Sb – wpływ struktury źródeł finansowania na wskaźnik płynności finansowej.

Źródło: obliczenia własne na podstawie raportów rocznych analizowanych spółek.

Tabela 4

Struktura długu i jej wpływ na poziom wskaźnika płynności finansowej w badanych spółkach w latach 2000–2010

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Alchemia SA											
ZO/ZB	–	1,28	1,12	1,00	1,00	1,13	1,08	1,02	1,02	1,08	1,02
Sc	–	–	–0,07	–0,07	0,00	0,25	–0,15	–0,27	0,00	0,34	–0,14
Boryszew SA											
ZO/ZB	1,29	1,01	1,00	1,00	1,63	1,22	1,54	1,62	1,15	1,46	2,68
Sc	–	–0,37	–0,01	0,00	0,58	–0,24	0,18	0,03	–0,08	0,03	0,66

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Fasing SA											
ZO/ZB	1,03	1,04	1,02	1,24	1,41	1,19	1,35	1,33	1,16	1,26	1,29
Sc	–	0,02	–0,04	0,33	0,25	–0,31	0,21	–0,01	–0,15	0,09	0,03
Ferrum SA											
ZO/ZB	2,24	1,80	1,51	1,21	1,54	1,83	1,52	1,29	1,14	1,56	1,22
Sc	–	–0,17	–0,06	–0,09	0,20	0,20	–0,24	–0,17	–0,11	0,36	–0,31
Grupa Kęty SA											
ZO/ZB	1,43	1,89	1,51	1,20	1,20	1,17	1,73	1,52	1,53	1,41	1,36
Sc	–	0,62	–0,45	–0,48	0,00	–0,04	0,49	–0,16	0,01	–0,11	–0,05
Hutmen SA											
ZO/ZB	1,02	1,21	2,00	2,24	1,11	1,16	1,05	1,10	1,17	1,12	1,12
Sc	–	0,17	0,42	0,16	–1,20	0,04	–0,10	0,10	0,24	–0,08	–0,01
Implexmetal SA											
ZO/ZB	1,12	1,00	1,00	1,00	1,00	1,02	1,54	1,00	1,32	1,25	1,17
Sc	–	–0,06	0,00	0,00	0,00	0,01	0,36	–0,10	0,23	–0,06	–0,08
KGHM Polska Miedź SA											
ZO/ZB	1,00	1,04	1,84	1,79	1,02	1,01	1,01	1,71	1,98	1,92	1,80
Sc	–	0,04	0,51	–0,03	–0,93	–0,01	–0,01	1,01	0,42	–0,07	–0,18
Mennica Polska SA											
ZO/ZB	2,46	1,92	1,14	1,10	1,02	1,06	1,06	1,18	1,04	1,07	1,20
Sc	–	–1,42	–1,79	–0,15	–0,39	0,17	0,00	0,23	–0,25	0,08	0,22
Odlewnie Polskie SA											
ZO/ZB	1,00	1,00	1,38	1,23	1,00	1,00	1,00	1,06	1,03	1,08	2,20
Sc	–	–0,06	0,00	0,00	0,00	0,01	0,36	–0,10	0,23	–0,06	–0,08
Stalprodukt SA											
ZO/ZB	1,00	1,00	1,06	1,06	1,05	1,10	1,10	1,09	1,09	1,03	1,00
Sc	–	0,00	0,05	0,00	0,00	0,08	0,00	–0,02	–0,01	–0,17	–0,07

Sc – wpływ struktury długu na poziom wskaźnika płynności finansowej.

Źródło: obliczenia własne na podstawie raportów rocznych analizowanych spółek.

Struktura majątku ustalona jako relacja aktywów bieżących do aktywów ogółem, w poszczególnych spółkach branży metalowej w czasie kryzysu 2001–2003 nie wykazywała większych wahań. Wyjątkiem była Alchemia SA, której stosunek aktywów bieżących do aktywów ogółem w 2001 roku wyniósł 28% a w roku 2003 aktywa bieżące stanowiły już połowę aktywów ogółem. Największy udział aktywów bieżących w strukturze majątku wyniósł 56% w latach 2001 i 2003 w spółce Fasing SA. W spółce Ferrum SA aktywa stałe zdecydowanie przeważały w strukturze aktywów ogółem. Stanowiły one w 2002 roku nawet 86% majątku ogółem.

Kolejną determinantą mającą wpływ na wartość wskaźnika bieżącej płynności finansowej jest struktura finansowania, która została wyrażona w sposób pośredni jako iloraz aktywów ogółem i zobowiązań ogółem. W wyznaczonym podokresie struktura ta ulegała dużym zmianom. W siedmiu spółkach zobowiązania ogółem malały w stosunku do pozio-

mu aktywów ogółem, co oznacza, że przedsiębiorstwa w mniejszym zakresie korzystały z obcych źródeł finansowania niż z kapitałów własnych. Sytuacja ta wynika z warunków, jakimi charakteryzuje się spowolnienie gospodarcze, w którym obce źródła finansowania są mniej dostępne niż w czasach koniunktury gospodarczej. W czterech spółkach natomiast poziom zobowiązań ogółem w stosunku do majątku ogółem rósł. Zmiany w tej strukturze można odnieść do zmian poziomu płynności finansowej, mianowicie w większości przypadków wraz ze spadkiem udziału zobowiązań ogółem w strukturze pasywów płynność finansowa ulegała poprawie.

Trzecią relacją determinującą poziom płynności finansowej jest struktura długu. W wykorzystanym modelu została ona określona za pomocą stosunku zobowiązań ogółem do zobowiązań bieżących. W latach 2001–2003 struktura długu w ośmiu spółkach ulegała zmianie (w czterech wzrósł udział zobowiązań bieżących w zobowiązaniach ogółem, a w czterech spadł) natomiast w trzech struktura ta była dość stabilna. Spółki ze stabilną strukturą długu to spółki, które w tym okresie praktycznie nie posiadały zobowiązań długoterminowych. W pozostałych spółkach, w których struktura długu ulegała zmianie, można zauważyć analogiczne zmiany w płynności finansowej. Wraz ze spadkiem udziału zobowiązań bieżących w strukturze długu płynność finansowa rosła i odwrotnie, wraz ze wzrostem ich udziału w zobowiązaniach ogółem płynność finansowa malała.

W okresie dynamicznego rozwoju trwającego od 2004 do 2007 roku płynność finansowa poprawiła się w pięciu spółkach a w sześciu uległa pogorszeniu. Sześć spółek w badanym podokresie było w stanie regulować swoje zobowiązania terminowo, natomiast w pięciu pozostałych wystąpiło duże ryzyko utraty płynności finansowej. Na poziom płynności finansowej wpływały zmiany w strukturze majątku. Wraz ze wzrostem udziału aktywów bieżących w aktywach ogółem płynność ulegała niemal w każdej spółce poprawie, natomiast kiedy udział tych aktywów w strukturze majątku malał, poziom płynności finansowej zachowywał się analogicznie. W pięciu spółkach wystąpił wzrost udziału aktywów bieżących w aktywach ogółem, w czterech struktura była stabilna a w trzech udział aktywów bieżących w strukturze majątku spadł. Struktura finansowania w latach 2004–2007 w stosunku do poprzedniego podokresu uległa zmianie. Spółki szerzej korzystały z kapitałów obcych, co spowodowane było większą dostępnością tych źródeł finansowania, w szczególności kredytów i pożyczek bankowych. Banki stawiają znacznie łagodniejsze wymagania dotyczące zabezpieczeń kredytowych w czasach koniunktury gospodarczej niż w czasach kryzysu, co powoduje wzrost udziału obcych źródeł w strukturze finansowania. W badanym podokresie można także zauważyć tę tendencję: w sześciu spółkach wartość ilorazu aktywów ogółem do zobowiązań ogółem maleje, co oznacza, że spółki korzystają w większym stopniu z kapitałów obcych niż do tej pory. Kapitały obce poprzez wykorzystanie tarczy podatkowej są tańsze niż kapitały własne, co daje przedsiębiorstwom większe możliwości rozwojowe. Trzy spółki miały stabilną strukturę finansowania a w dwóch udział zobowiązań w tej strukturze spadł.

Struktura długu w latach 2004–2007 była dość stabilna w 7 spółkach, co wynikało z niskiego poziomu zadłużenia długoterminowego. KGHM Polska Miedź SA także miała

omawianą strukturę stabilną do roku 2006. Jednakże w 2007 roku spółka zaczęła korzystać z zobowiązań długoterminowych, co obrazuje wzrost wskaźnika zobowiązań ogółem do zobowiązań bieżących. W trzech pozostałych spółkach struktura długu zmieniała się w sposób niewykazujący żadnych tendencji.

Trzeci wyodrębniony podokres przypada na lata 2008–2010 i zdeterminowany jest światowym kryzysem finansowym. W tym czasie w siedmiu spółkach płynność finansowa uległa poprawie a w czterech pogorszeniu. Sześć z nich utrzymała płynność finansową, natomiast w pięciu wskaźnik bieżącej płynności wskazywał na jej utratę. W latach 2008–2010 w większości spółek rósł udział aktywów bieżących w aktywach ogółem, bądź był on stały. Jedynie w Hutmen SA udział tych aktywów spadł z 50% w roku 2008 do 41% w roku 2010, co spowodowało spadek wskaźnika płynności finansowej. Struktura finansowania badanych spółek w tym podokresie także nie pozostała bez zmian. W sześciu spółkach zadłużenie spadło, w czterech wzrosło, a jedna ze spółek zachowywała w miarę jednolitą strukturę. W strukturze długu w większości spółek w latach 2008–2010 zwiększa się udział zobowiązań długoterminowych. Jedynie Stalprodukt SA praktycznie nie korzysta z długu długoterminowego, finansując swoją działalność z kapitałów własnych.

Analizując cały badany okres można zauważyć, iż w okresach spowolnienia gospodarczego maleje udział zobowiązań w strukturze finansowania. Przedsiębiorstwa zmuszone są w większym stopniu finansować swoją działalność z kapitałów własnych, co powoduje poprawę płynności finansowej. Spółki branży metalowej mające niski udział zobowiązań w aktywach ogółem mają wysoki poziom wskaźnika bieżącej płynności finansowej. Jednakże zbyt wysoka płynność finansowa powoduje ograniczenie rozwoju przedsiębiorstwa, ponieważ wpływa na wzrost koszt kapitału.

Branża metalowa charakteryzuje się niewielką przewagą aktywów trwałych w strukturze majątku. Aktywa trwałe powinny być finansowane w głównej mierze źródłami długoterminowymi, natomiast aktywa obrotowe źródłami krótkoterminowymi. Jednak w większości badanych spółek zadłużenie długoterminowe jest niewielkie, bądź zerowe. Można zatem stwierdzić, iż struktura długu jest niedopasowana do struktury majątku.

W tabelach zostały także zaprezentowane odchylenia globalne wskaźnika płynności finansowej ustalone w relacji do roku poprzedniego oraz odchylenia cząstkowe składające się na te odchylenie. Odchylenia te liczone były metodą różnicowania. Odchylenia cząstkowe pokazują kierunek oraz siłę oddziaływania poszczególnych determinant na wskaźnik bieżącej płynności finansowej. Obliczone wartości odchyłeń zostały zaokrąglone do dwóch miejsc po przecinku, co przy ich pomnożeniu nie daje dokładnej wartości wskaźnika bieżącej płynności finansowej.

W czasach pierwszego spowolnienia gospodarczego w latach 2001–2003 struktura aktywów w większości spółek branży metalowej wpływała na poprawę płynności finansowej, co sugeruje znaczna przewaga odchyłeń dodatnich w badanym podokresie. W podobny sposób zachowywała się struktura finansowania, jednak należy zaznaczyć, iż oddziaływała ona najmocniej na wskaźnik płynności bieżącej w czasach pierwszego kryzysu w Pol-

sce. Wskazują na to wartości odchyłeń cząstkowych. Można zatem stwierdzić, że hipoteza o poprawie płynności finansowej spowodowanej przez wzrost udziału kapitałów własnych w strukturze źródeł finansowania okresie spowolnienia gospodarczego znajduje w pełni potwierdzenie. Za trzecie odchylenie cząstkowe odpowiedzialna jest struktura długu, która w badanym podokresie obniżała płynność finansową w większości spółek branży metalowej, co zdeterminowane było niskim poziomem długu długoterminowego.

Analizując odchylenia cząstkowe kształtujące wskaźnik bieżącej płynności finansowej w latach 2004–2007 można stwierdzić, że nie ma żadnej wyraźnej tendencji jeśli chodzi o kierunek odchyłeń charakteryzujących całą badaną branżę, kierunki odchyłeń w poszczególnych spółkach są bardzo odmienne. Można jedynie stwierdzić, że odchylenia te są silne, co spowodowane jest dużymi zmianami badanych determinant w czasach koniunktury gospodarczej. W trzecim wyodrębnionym podokresie, w latach 2008–2010, w strukturze majątku nie zaobserwowano jakichkolwiek tendencji, które mogłyby charakteryzować całą branżę. Natomiast struktura finansowania, podobnie jak w okresie pierwszego spowolnienia, wpływała dość silnie na poprawę płynności finansowej większości spółek branży metalowej. W tym podokresie silniejszy wpływ niż w poprzednich latach na wskaźnik płynności bieżącej ma struktura długu. Jednakże w większości badanych podmiotów wpływ ten jest negatywny, co oznacza, iż w dalszym ciągu spółki w sposób niewystarczający korzystają z długu długoterminowego.

Podsumowanie

Identyfikacja czynników kształtujących płynność finansową ma szczególne znaczenie w zarządzaniu finansami przedsiębiorstw. Jest to skutkiem ogromnej złożoności procesów finansowych, które zachodzą w otoczeniu przedsiębiorstw, zwłaszcza w okresie kryzysu finansowego oraz w samych przedsiębiorstwach. Płynność finansowa jest kategorią złożoną, dlatego wymaga kompleksowego, wieloaspektowego podejścia. Na jej wysokość wpływają zarówno czynniki zależne, jak i niezależne od przedsiębiorstwa. Jednak wiele z tych czynników ma charakter jakościowy, stąd do określenia wpływu na zmiany płynności finansowej wykorzystane zostały najważniejsze czynniki mierzalne.

Przeprowadzone badania płynności finansowej i czynników ją kształtujących w przemyśle metalowym pozwoliły ustalić, że koniunktura gospodarcza nie miała wyraźnego wpływu na jej poziom. W większym stopniu kształtowała ona determinanty tej płynności. W warunkach spowolnienia gospodarczego rósł udział aktywów bieżących w aktywach ogółem, co oznacza, że majątek przedsiębiorstw stawał się bardziej płynny. Był on w większym stopniu, niż w okresie koniunktury gospodarczej, finansowany kapitałami własnymi. Wpłynęło to na poprawę wskaźników płynności finansowej, ale równocześnie na wzrost kosztów pozyskania tych kapitałów, co w długim okresie czasu może ograniczyć rozwój przedsiębiorstw.

Literatura

- Analiza w zarządzaniu współczesnym przedsiębiorstwem*, red. M. Walczak, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2007.
- Janeta A.: *Wpływ czynników branżowych na płynność finansową przedsiębiorstwa*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 48, Wrocław 2009.
- Sierpińska M., Jachna T.: *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2009.
- Skoczylas W., Bogacka D.: *Czynniki kształtujące płynność finansową przedsiębiorstwa sektora motoryzacyjnego w warunkach kryzysu*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 534, Szczecin 2009.
- Wędzki D.: *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2003.

prof. dr hab. Maria Sierpińska
Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania w Warszawie

Piotr Rzeszowski
Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

Streszczenie

W artykule zawarte zostały rozważania dotyczące determinant płynności finansowej. W literaturze wymienia się determinanty makro- i mikroekonomiczne oraz zależne i niezależne od decyzji managerów. Badania przeprowadzone w przemyśle metalurgicznym pozwoliły ustalić, że sytuacja gospodarcza kraju nie wpływa w zasadniczy sposób na poziom płynności finansowej. W okresie spowolnienia gospodarczego na płynność finansową, wpływa głównie struktura źródeł finansowania i czasowa struktura długu.

DETERMINANTS OF FINANCIAL LIQUIDITY IN THE METALLURGICAL INDUSTRY

Summary

The article includes a deliberation about determinants of financial liquidity. Literature mentions the following determinants: microeconomic, macroeconomic, determinants dependent on managerial decisions, and independent ones. The research shows that the business situation does not significantly influence the level of financial liquidity in the metallurgical industry. In a period of an economic slowdown, financial liquidity is mostly leveraged by the financing structure and in a period of an economic slowdown, financial liquidity is mostly leveraged by the financing structure and the liability structure.