

Anna Zielińska-Chmielewska*

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

**OCENA REALIZACJI STRATEGII PŁYNNOŚCI FINANSOWEJ
ZM HENRYK KANIA SA
W UJĘCIU DOCHÓD–RYZYKO W LATACH 2008–2012**

STRESZCZENIE

W artykule przedstawiono strategię płynności finansowej w ujęciu dochód–ryzyko na przykładzie ZM Henryk Kania SA przy użyciu danych ze sprawozdań finansowych i przepływów pieniężnych za lata 2008–2012. Całkowita strategia płynności została poddana analizie celów cząstkowych, którymi były: strategia majątku obrotowego, strategia finansowania majątku obrotowego oraz strategia kapitałowo-majątkowa. Punktem odniesienia diagnostycznych strategii cząstkowych było porównanie uzyskanych wartości wskaźników do wartości wskaźników referencyjnych (branżowych) w analizowanym okresie.

W zakresie strategii majątku obrotowego zaobserwowano realizację strategii agresywnej (A-A) polegającej na maksymalizacji wartości dla właścicieli i minimalizacji płynności finansowej spółki. W zakresie finansowania majątku obrotowego przedsiębiorstwo realizowało konserwatywną strategię (K-K), której celem było zmniejszanie wartości dla właścicieli przy wysokiej płynności finansowej. W przypadku sytuacji majątkowo-finansowej spółka prowadziła strategię umiarkowaną (K-A) charakteryzującą się wysokimi wartościami wskaźnika poziomu majątku obrotowego i niskimi wartościami wskaźnika poziomu zobowiązań bieżących.

* Adres e-mail: anna.zielinska@ue.poznan.pl

Słowa kluczowe: finansowa analiza wskaźnikowa, analiza dochód–ryzyko, strategie płynności finansowej: agresywna, konserwatywna, umiarkowana, ryzyko utraty płynności finansowej

Wprowadzenie

Podstawowym warunkiem prawidłowego funkcjonowania i rozwoju wszystkich podmiotów ekonomicznych w gospodarce rynkowej jest zachowanie płynności finansowej. W literaturze płynność finansowa powszechnie jest rozumiana jako zdolność przedsiębiorstwa do dokonywania zakupów dóbr i usług potrzebnych do zaspokajania jego potrzeb produkcyjnych, jak również zdolność do regulowania wszelkich jego zobowiązań finansowych w pełnej wysokości i w obowiązujących terminach¹.

Zarządzanie płynnością finansową polega na podejmowaniu przez zarząd przedsiębiorstwa świadomych decyzji w zakresie płynnego finansowania zobowiązań bieżących w celu osiągnięcia ciągłości gospodarowania, a w dłuższej perspektywie – utrzymania dotychczasowej pozycji rynkowej oraz stabilnego rozwoju. Analiza płynności finansowej jest jednym z elementów analizy fundamentalnej wykorzystywanej do oceny przedsiębiorstw na rynku kapitałowym, która obejmuje niepewność osiągnięcia dochodów z działalności operacyjnej z powodu samej natury tej działalności². Ryzyko działalności gospodarczej skupia w sobie kategorie ryzyka

¹ L. Bednarski, *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 1999, s. 2–6; W. Gabruszewicz, *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Oficyna Wydawnicza Sami Sobie, Poznań 1997, s. 162; J. Kulawik, *Płynność finansowa. Pojęcia i metody pomiaru*, IERiGŻ, Warszawa 1992, s. 1–5; A. Kusak, *Płynność finansowa. Analiza i sterowanie*, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania UW, Warszawa 2006, s. 9–11; D. Krzemińska, *Finanse przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu, Poznań 2002, s. 28; G. Michalski, *Płynność finansowa w małych i średnich przedsiębiorstwach*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 34, J.D. Martin i in., *Basic Financial Management*, Prentice Hall, Englewood Cliffs 1991, s. 1–13; N.C. Hill, W.L. Sartoris, *Short term Financial Management: Text and Cases*, Prentice Hall, Englewood Cliffs 1995, s. 251–256; R. Pike, B. Neale, *Corporate Finance and Investment: Decisions and Strategies*, Prentice Hall, London 1999, s. 373; M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1993, s. 79; U. Wojciechowska, *Płynność finansowa polskich przedsiębiorstwa w okresie transformacji gospodarki. Aspekty mikroekonomiczne i makroekonomiczne*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2014, s. 14.

² W. Tarczyński, M. Mojsiewicz, *Zarządzanie ryzykiem. Podstawowe zagadnienia*, PWE, Warszawa 2001, s. 14–16.

systematycznego i specyficznego, co wynika ze zmian zachodzących na rynku zarówno pod wpływem czynników makro-, jak i mikroekonomicznych. Stąd poznanie poziomu ryzyka działalności gospodarczej jest istotne dla podejmowanych decyzji inwestycyjnych i gospodarczych³.

Zarządzanie płynnością finansową jest procesem podejmowania decyzji co do ilości strumieni wpływów i wydatków gotówkowych warunkujących utrzymanie równowagi działania podmiotów. Skuteczne zarządzanie przedsiębiorstwami na rynku rolno-spożywczym wiąże się z koniecznością wyboru, a następnie realizacji odpowiednio dobranej do przedsiębiorstwa strategii płynności. Strategia płynności finansowej jest powiązana z podejmowaniem decyzji finansowo-majątkowych, a jej nadrzędny cel sprowadza się do znalezienia optymalnej relacji między korzyściami dla właścicieli a ryzykiem utraty płynności finansowej⁴.

1. Cel i materiał źródłowy

Celem analizy było określenie zasad tworzenia strategii płynności finansowej metodą dochód-ryzyko. W tym ujęciu strategia płynności finansowej wynika z konieczności pogodzenia maksymalizacji wartości dla właścicieli oraz minimalizacji ryzyka utraty płynności.

Do przeprowadzenia niezbędnych obliczeń zebrano dane ze sprawozdań finansowych, rachunku zysków i strat oraz przepływów pieniężnych ZM Henryk Kania SA za lata 2008–2012 z MP „B”. W artykule wykorzystano również materiały wtórne w postaci: a) danych statystycznych GUS; b) dokumentacji w KRS ZM Henryk Kania SA w zakresie jego powstania, powiązań kapitałowych, kondycji ekonomiczno-finansowej; c) literatury krajowej i zagranicznej.

Wybór przedsiębiorstwa do analizy był celowy i wynikał z jego wielkości i siły oddziaływania oraz silnej pozycji rynkowej. Kryterium doboru spółki było: a) prowadzenie działalności na rynku spożywczym; b) lokalizacja na terenie kraju; c) ciągłość danych finansowych w analizowanym okresie.

³ M. Jerzak, A. Czyżewski, *Ekonomiczne uwarunkowania wykorzystania instrumentów zarządzania ryzykiem cenowym i stabilizacji dochodów rolniczych w polskim rolnictwie*, Wydawnictwo Akademii Rolniczej w Poznaniu, Poznań 2006, s. 114–118.

⁴ D. Wędzki, *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa*, Oficyna Wydawnicza, Kraków 2002, s. 33, 35.

Dostępność danych umożliwiła pełne zbadanie realizowanych strategii płynności. Całkowita strategia płynności została poddana analizie celów cząstkowych, którymi były strategia majątku obrotowego, strategia finansowania majątku obrotowego oraz strategia kapitałowo-majątkowa. Punktem odniesienia przy wyznaczaniu tych strategii była analiza średnich wartości i wskaźników w branży przetwórstwa spożywczego. Dodatkowo dokonano porównania uzyskanych wyników z wartościami wskaźników referencyjnych dla branży mięsnej w badanym okresie. Otrzymane wyniki przedstawiono w tabelach 1–6 oraz na rysunkach 1–3, a następnie opisano i zinterpretowano.

2. Wyniki badań

W latach 2008–2012 spółka wykazywała bardzo dobrą kondycję finansową. We wszystkich latach analizy przedsiębiorstwo uzyskiwało wyższe przychody netto ze sprzedaży niż w latach ubiegłych za wyjątkiem 2011 roku (310 520 zł), w którym przychody netto były niższe o 39 288 zł od roku poprzedniego. Głównymi przyczynami wzrostu przychodów ze sprzedaży był rosnący popyt wewnętrzny i eksportowy na wyroby mięsne i wędliniarskie oraz korzystne relacje cenowe wyrobów firmy w porównaniu do cen ich substytutów na rynkach docelowych. Porównując ostatni rok z pierwszym rokiem analizy, odnotowano wzrost przychodów netto ze sprzedaży o 186,67%. Ponadto w każdym roku miał miejsce wzrost kosztów sprzedanych produktów, towarów i materiałów, które nigdy nie były wyższe od przychodów netto ze sprzedaży. Porównanie ostatniego roku z pierwszym rokiem analizy wykazało, że koszt sprzedanych produktów, towarów i materiałów wzrósł o 182%. Zaobserwowano też stabilny wzrost zysku z działalności operacyjnej, którego wielkość w 2012 roku zwiększyła się ponad trzykrotnie w porównaniu z 2008 rokiem. Przychody finansowe spółki utrzymywały się na wysokim dodatnim, aczkolwiek zróżnicowanym poziomie: od 67 tys. zł (2009) do 7526 tys. zł (2012), co świadczy o nieosiąganiu dodatkowych zysków z działalności finansowej przez spółkę. Z danych wynika, że w tym okresie nastąpił wzrost kosztów finansowych aż o 620%. W badanym okresie miała miejsce wzrostowa tendencja zysku brutto i netto. Zysk brutto przedsiębiorstwa był rosnący i kształtował się na poziomie od 2027 tys. zł (2008) do 7919 tys. zł (2012). W 2012 roku w porównaniu do 2008 roku wyniósł 390,67%. Natomiast zysk netto firmy w 2012 roku wyniósł 467% w porównaniu do

2008 roku (1390 tys. zł). Osiągnięte wyniki finansowe ZM Henryk Kania SA świadczą o prowadzeniu rentownej działalności (tabela 1).

Tabela 1. Rachunek zysków i strat ZM Henryk Kania SA w latach 2008–2012 (tys. zł)

| Pozycja bilansowa (tys. zł) | Lata | | | | | |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|------------------|
| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2012/2008 (%) |
| Przychody netto ze sprzedaży | 209 663 | 305 522 | 349 808 | 310 520 | 391 391 | 186,67 |
| Koszt sprzedanych produktów, towarów i materiałów | 206 954 | 298 270 | 342 313 | 292 583 | 376 785 | 182,06 |
| Zysk (strata) z działalności operacyjnej | 4 274 | 6 901 | 7 755 | 16 161 | 14 347 | 335,68 |
| Przychody finansowe | 1 608 | 67 | 256 | 2 027 | 7 526 | 468,03 |
| Koszty finansowe | 2 248 | 4 150 | 4 776 | 8 126 | 13 954 | 620,73 |
| Zysk (strata) brutto | 2 027 | 2 817 | 3 235 | 10 062 | 7 919 | 390,67 |
| Zysk (strata) netto | 1 390 | 2 302 | 2 783 | 7 673 | 6 495 | 467,27 |

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z MP „B” za lata 2008–2012.

Proces określania całkowitej strategii płynności finansowej rozpoczyna się od wyznaczenia cząstkowej strategii płynności finansowej przedsiębiorstwa. W celu zdiagnozowania typu realizowanej strategii majątku obrotowego w pierwszej kolejności obliczono średnie branżowe wartości wskaźników płynności majątku obrotowego oraz poziomu majątku operacyjnego, a następnie wyznaczono je dla badanej jednostki w okresie od 2008 do 2012 roku, przedstawiając w tabeli 2 i na rysunku 1.

Wskaźnik poziomu aktywów operacyjnych został skonstruowany na podstawie relacji aktywów operacyjnych do aktywów obrotowych. Aktywa operacyjne to suma majątku rzeczowego, wartości niematerialnych i prawnych oraz rozliczeń międzyokresowych. Im wyższa jest wartość tego wskaźnika względem średniej branżowej, tym bardziej dana strategia majątku sprzyja zwiększeniu wartości dla właścicieli, czyli jest bardziej agresywna. Analogicznie – im niższa jest wartość tego wskaźnika, tym realizowana strategia jest bardziej konserwatywna.

Wskaźnik płynności aktywów obrotowych wyraża udział środków pieniężnych oraz przeznaczonych do obrotu papierów wartościowych w majątku obrotowym. Im

niższa jest wartość wskaźnika płynności aktywów obrotowych względem średniej branżowej, tym gorsza jest płynność finansowa, czyli tym bardziej agresywna jest dana strategia. Natomiast im wyższa jest wartość tego wskaźnika względem średniej branżowej, tym wyższa jest płynność finansowa przedsiębiorstwa, które w bardziej konserwatywny sposób prowadzi działalność.

Analiza strategii majątku obrotowego ZM Henryk Kania SA wykazała, że w latach 2008–2012 wskaźnik poziomu aktywów operacyjnych występował na wyższym poziomie niż średnia branżowa (1,0), a w okresie 2011–2012 na poziomie niższym niż średnia branżowa. Oznacza to względny wzrost wartości majątku operacyjnego w stosunku do majątku obrotowego i jest związane z agresywnym podejściem do zarządzania zasobami przedsiębiorstwa.

We wszystkich latach przeprowadzonej analizy wskaźnik płynności aktywów obrotowych oscylował zdecydowanie poniżej średniej branżowej (0,13). Niższe aniżeli wynikające ze średniej branżowej wartości tego wskaźnika potwierdzają agresywne podejście do zarządzania majątkiem obrotowym, wskazując na zmniejszenie stanu najbardziej płynnych aktywów w przedsiębiorstwie.

Tabela 2. Wskaźniki strategii majątku obrotowego ZM Henryk Kania SA w latach 2008–2012

| Wskaźnik | Lata | | | | | | Realizowana strategia |
|---------------------------------------|------------------|------|------|------|------|------|-----------------------|
| | średnia branżowa | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | |
| Wskaźnik aktywów operacyjnych | 1,0 | 1,25 | 1,06 | 1,04 | 0,89 | 0,78 | agresywna |
| Wskaźnik płynności aktywów obrotowych | 0,13 | 0,00 | 0,01 | 0,01 | 0,00 | 0,00 | agresywne |

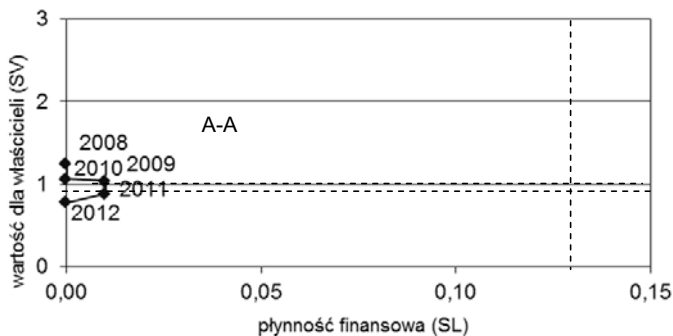
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z MP „B” za lata 2008–2012.

Na rysunku 1 przedstawiono strategię majątku obrotowego ZM Henryk Kania SA w latach 2008–2012. Na osi rzędnych (OY) naniesiono wartości wskaźników poziomu majątku operacyjnego (wartość dla właścicieli), a na osi odciętych (OX) wartości wskaźników poziomu płynności majątku obrotowego. W badanym okresie zaobserwowano tendencję utrzymywania strategii agresywnej (A-A) polegającej na maksymalizacji wartości dla właścicieli i minimalizacji płynności finansowej przed-

siębiorstwa. Z tej strategii wynika, że jest mało majątku obrotowego i stosunkowo mało płynnych aktywów.

Analiza wewnętrznej struktury majątku obrotowego dostarcza informacji w zakresie kształtowania się relacji dochód–ryzyko w ramach strategii majątku obrotowego. Aby wyznaczyć wewnętrzną strukturę majątku obrotowego, należy obliczyć wartości wskaźnika zapasów, wskaźnika należności, wskaźnika środków pieniężnych oraz wskaźnika papierów wartościowych.

Rysunek 1. Strategia majątku obrotowego ZM Henryk Kania SA w latach 2008–2012



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych MP „B” za lata 2008–2012.

W analizowanym okresie wskaźnik zapasów w aktywach obrotowych stopniowo zmniejszał się z poziomu 0,52 (2010) do 0,38 (2012), kształtując się na poziomie wyższym niż średnia branżowa (0,35). Wyższe wartości obliczonego wskaźnika zapasów oznaczają realizację strategii konserwatywnej. Wyniki te należy ocenić niekorzystnie, gdyż następuje zablokowanie środków finansowych w zapasach, a tym samym generuje się koszty ich utrzymania (tabela 3).

Wskaźnik należności w aktywach obrotowych występował na poziomie wyższym aniżeli średnia branżowa (0,49), oscylując w granicach 0,46 (2010) do 0,58 (2011 i 2012). Wartości tego wskaźnika oznaczają realizację agresywnej strategii wewnętrznej majątku obrotowego, odzwierciedlając niższe zagrożenie utratą płynności podmiotu (tabela 3).

Wskaźnik środków pieniężnych w aktywach ogółem pozostawał na znacznie niższym poziomie niż średnia branżowa (0,12), przyjmując wartość równą 0 we

wszystkich latach analizy, za wyjątkiem 2010 roku (0,01), co odzwierciedlało niższe zagrożenie utratą płynności finansowej i realizację agresywnej strategii.

Wskaźnik papierów wartościowych w aktywach ogółem wyniósł 0, za wyjątkiem 2012 (0,02) i 2010 roku (0,01), tym samym niewiele różniąc się od średniej branżowej (0,01). Wskazuje to na pasywne wykorzystanie instrumentów finansowych przez zarządzających spółką, co jest równoznaczne z prowadzeniem konserwatywnej polityki zarządzania w tym zakresie.

Podsumowując, w analizowanych latach 2008–2012 strategia wewnętrzna majątku obrotowego spółki przyjmowała konserwatywno-agresywny charakter w stosunku do średniej w branży, co świadczy o niezdecydowaniu w zakresie wyboru polityki płynności finansowej pod względem niekorzystnych czynników zewnętrznych oraz nasilenia się konkurencji w sektorze (tabela 3).

Tabela 3. Wskaźniki wewnętrznej struktury majątku obrotowego ZM Henryk Kania SA

| Wskaźnik | Lata | | | | | | Realizowana strategia |
|---------------------------------|------------------|------|------|------|------|------|-----------------------|
| | średnia branżowa | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | |
| Wskaźnik zapasów | 0,35 | 0,42 | 0,51 | 0,52 | 0,41 | 0,38 | konserwatywna |
| Wskaźnik należności | 0,49 | 0,57 | 0,48 | 0,46 | 0,58 | 0,58 | agresywna |
| Wskaźnik środków pieniężnych | 0,12 | 0,00 | 0,00 | 0,01 | 0,00 | 0,00 | agresywna |
| Wskaźnik papierów wartościowych | 0,01 | 0,00 | 0,00 | 0,01 | 0,00 | 0,02 | konserwatywna |

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z MP „B” za lata 2008–2012.

Kolejny etap badań polegał na obliczeniu wskaźników strategii finansowania majątku obrotowego, gdyż określenie strategii w zakresie jego zarządzania umożliwia ustalenie sposobu jego finansowania. Ten rodzaj strategii charakteryzuje źródła pochodzenia kapitału finansującego działalność bieżącą przedsiębiorstwa, jego strukturę i efektywność wykorzystania. W tym celu konstruuje się wskaźnik operacyjnych zobowiązań bieżących i wskaźnik płynności zobowiązań bieżących. W opracowaniu przyjęto założenie, że zakup materiałów i surowców oraz wytworzenie produktów gotowych najczęściej odbywa się na kredyt kupiecki, poza tym zaciągają się zobowiązania z tytułu usług, zobowiązania wobec pracowników czy zobowiązania wewnątrzzakładowe, dlatego można przyjąć, że operacyjne zobowiąza-

nia bieżące w przybliżeniu są równe poziomowi zapasów⁵. Jeśli poziom zapasów jest równy poziomowi zobowiązań bieżących, to można uznać, że przedsiębiorstwo nie jest obciążone kredytami, pożyczkami, papierami wartościowymi i/lub innymi zobowiązaniami generującymi odsetki.

Zatem gdy wskaźnik operacyjnych zobowiązań bieżących przyjmuje niższe wartości niż średnia branżowa, czyli wyższe jest nastawienie na wartość dla właścicieli, mamy do czynienia ze strategią agresywną. Analogicznie – im wskaźnik przyjmuje wyższe wartości, tym realizowana strategia jest bardziej konserwatywna. Natomiast im wyższa wartość wskaźnika płynności zobowiązań bieżących, tym gorsza jest płynność finansowa przedsiębiorstwa, czyli strategia jest bardziej agresywna. Z kolei im niższa wartość wskaźnika płynności zobowiązań bieżących, tym lepsza jest płynność finansowa przedsiębiorstwa, czyli realizowana strategia jest bardziej konserwatywna.

Wartości wskaźnika operacyjnych zobowiązań bieżących przyjmowały zróżnicowane wartości od 0,46 (2012) do 0,69 (2010), które za wyjątkiem 2012 roku były powyżej średniej branżowej (0,49), co oznacza realizację konserwatywnej strategii finansowania majątku obrotowego spółki. Podobnie wartości wskaźnika płynności zobowiązań bieżących występowały na poziomie od 0,33 (2011) do 0,37 (2010), za wyjątkiem 2012 roku (0,45), i były niższe niż średnia branżowa (0,37), co oznacza, że strategia przyjmowała konserwatywny charakter (tabela 4).

Tabela 4. Wskaźniki strategii finansowania majątku obrotowego ZM Henryk Kania SA

| Wskaźnik | Lata | | | | | | Realizowana strategia |
|--|------------------|------|------|------|------|------|-----------------------|
| | średnia branżowa | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | |
| Wskaźnik operacyjnych zobowiązań bieżących | 0,47 | 0,55 | 0,68 | 0,69 | 0,65 | 0,46 | konserwatywna |
| Wskaźnik płynności zobowiązań bieżących | 0,37 | 0,34 | 0,36 | 0,37 | 0,33 | 0,45 | konserwatywna |

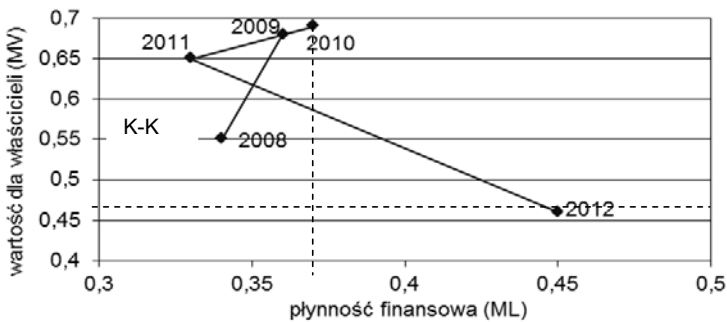
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z MP „B” za lata 2008–2012.

Na rysunku 2 w sposób graficzny przedstawiono strategię finansowania majątku obrotowego ZM Henryk Kania SA. Na osi rzędnych (OY) naniesiono wartości wskaźników poziomu operacyjnych zobowiązań bieżących (wartość dla właścici-

⁵ Tamże, s. 35.

cieli), a na osi odciętych (OX) wartości wskaźników poziomu płynności zobowiązań bieżących. Punkty przecięcia się wskaźników ukazują strategię finansowania majątku obrotowego. Z analizy wynika, że w przypadku finansowania majątku obrotowego przedsiębiorstwo realizuje konserwatywną strategię (K-K), której celem jest zmniejszanie wartości dla właścicieli przy wysokiej płynności finansowej, co oznacza, że ZM Henryk Kania SA ma dużo zobowiązań generujących odsetki i mało zobowiązań bieżących.

Rysunek 2. Strategia finansowania majątku obrotowego ZM Henryk Kania SA



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych MP „B” za lata 2008–2012.

Do pełnego obrazu realizowanej strategii finansowania majątku przedsiębiorstwa, potrzebne jest zdiagnozowanie wewnętrznej strategii finansowania majątku obrotowego. Polega ono na obliczeniu wskaźnika kapitału własnego, wskaźnika zobowiązań długoterminowych, wskaźnika zobowiązań bieżących generujących odsetki oraz wskaźnika operacyjnych zobowiązań bieżących (tabela 5).

Średnie wartości wskaźnika kapitału własnego ZM Henryk Kania SA kształtowały się na poziomie od 0,37 (2011) do 0,54 (2008). Na podstawie analizy wewnętrznej struktury źródeł finansowania majątku obrotowego odnotowano mniejszy udział kapitału własnego w aktywach ogółem aniżeli wynikający ze średniej branżowej (0,57), co oznacza realizację strategii agresywnej. Ponadto odnotowano wyższe wartości wskaźnika zobowiązań długoterminowych niż wartość średniej branżowej (0,10), oscylujące na poziomie 0,13 (2008) do 0,31 (2011), co jest równoznaczne z prowadzeniem agresywnej strategii cząstkowej w tym zakresie. Udział zobowiązań bieżących generujących odsetki kształtował się na zróżnicowanym poziomie.

Wyższe wartości tego wskaźnika zaobserwowano w 2008 roku (0,15) i 2012 (0,25), natomiast w latach 2009–2011 kształtował się na niższym poziomie (0,11) w latach 2009 i 2010 oraz (0,12) w 2011 roku. Jest to tożsame z prowadzeniem konserwatywnej polityki w tym zakresie. Wartości wskaźnika zobowiązań bieżących generujących odsetki kształtowały się w przedziale od 0,18 (2008) do 0,25 (2010), czyli na poziomie wyższym niż średnia branżowa (0,14), co świadczy o prowadzeniu konserwatywnej polityki w tym zakresie (tabela 5). Podsumowując, stwierdzono realizację umiarkowanej wewnętrznej strategii finansowania majątku obrotowego.

Tabela 5. Wskaźniki wewnętrznej struktury źródeł finansowania ZM Henryk Kania SA

| Wskaźnik | Lata | | | | | | Realizowana strategia |
|--|------------------|------|------|------|------|------|-----------------------|
| | średnia branżowa | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | |
| Wskaźnik kapitału własnego | 0,57 | 0,54 | 0,51 | 0,39 | 0,37 | 0,39 | agresywna |
| Wskaźnik zobowiązań długoterminowych | 0,10 | 0,13 | 0,15 | 0,26 | 0,31 | 0,17 | agresywna |
| Wskaźnik zobowiązań bieżących generujących odsetki | 0,14 | 0,15 | 0,11 | 0,11 | 0,12 | 0,25 | konserwatywna |
| Wskaźnik operacyjnych zobowiązań bieżących | 0,17 | 0,18 | 0,24 | 0,25 | 0,22 | 0,21 | konserwatywna |

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z MP „B” za lata 2008–2012.

W ostatnim etapie opracowania dokonano analizy wskaźników strategii majątkowo-finansowej ZM Henryk Kania SA, polegającej na ustaleniu wskaźników majątku obrotowego i wskaźników zobowiązań bieżących. Jeśli przedsiębiorstwo utrzymuje wysoki poziom zasobów płynnych, zapasów, należności, to oznacza, że w konserwatywny sposób zarządza majątkiem obrotowym. Niższa wartość wskaźnika majątku obrotowego oznacza, że przedsiębiorstwo minimalizuje udział tego majątku, tak aby podmiot zachowywał bieżącą ciągłość gospodarowania.

Z kolei wysoka wartość wskaźnika zobowiązań bieżących oznacza, że zobowiązania bieżące są istotnym źródłem finansowania majątku obrotowego, czyli podmiot w agresywny sposób finansuje działalność. Analogicznie – jego niska wartość oznacza niski udział zobowiązań w finansowaniu majątku obrotowego, a zatem strategia ma charakter konserwatywny.

W tabeli 6 przedstawiono wielkości wskaźników określających strategię majątkowo-finansową spółki. Wskaźnik majątku obrotowego występował na wyższym poziomie niż średnia branżowa (0,41), w przedziale od 0,44 (2008) do 0,52 (2011 i 2012). Oznacza to zwiększanie zapasów i należności w aktywach obrotowych, czyli spadek agresywności strategii płynności w aspekcie majątkowym. W latach 2008–2012 wskaźnik zobowiązań bieżących kształtował się na poziomie od 0,33 (2011) do 0,45 (2012). Taka sytuacja świadczy o tym, że wartości wskaźnika są znacznie wyższe od średniej branżowej (0,17), co oznacza realizację strategii konserwatywnej.

Na rysunku 3 przedstawiono strategię majątkowo-finansową ZM Henryk Kania SA w latach 2008–2012. Na osi rzędnych (OY) naniesiono wartości wskaźników poziomu majątku obrotowego, a na osi odciętych (OX) wartości wskaźników poziomu zobowiązań bieżących. Punkty przecięcia się wskaźników ukazują strategię zarządzania kapitałem obrotowym, z której wynika, że jest nią strategia agresywna (K-A). Strategia ta charakteryzuje się wysokimi wartościami wskaźników majątku obrotowego i wysokimi wartościami wskaźników zobowiązań bieżących w porównaniu do średniej branżowej.

Tabela 6. Wskaźniki strategii majątkowo-finansowej ZM Henryk Kania SA

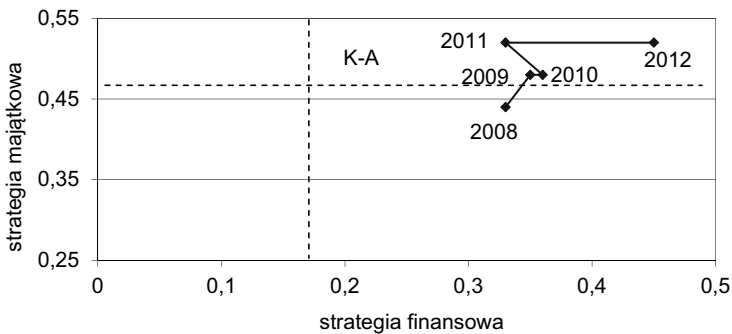
| Wskaźnik | Lata | | | | | | Realizowana strategia |
|-------------------------------|------------------|------|------|------|------|------|-----------------------|
| | średnia branżowa | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | |
| Wskaźnik majątku obrotowego | 0,41 | 0,44 | 0,48 | 0,48 | 0,52 | 0,52 | konserwatywna |
| Wskaźnik zobowiązań bieżących | 0,17 | 0,33 | 0,35 | 0,36 | 0,33 | 0,45 | agresywna |

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z MP „B” za lata 2008–2012.

Na podstawie powyższych obliczeń można ustalić charakterystyczne cechy poszczególnych rodzajów strategii, które przyjmują postać agresywnej, konserwatywnej oraz umiarkowanej. Należy jednak pamiętać, że nie są one pojęciami jednoznacznymi i ostrymi, lecz normatywnymi. W wyniku ich przyrównania do średnich branżowych uzyskuje się pełny obraz rodzaju oraz zmienności realizowanej strategii płynności finansowej przez przedsiębiorstwo na tle branży wraz z natężeniem jej agresywności bądź konserwatywności.

Porównanie umożliwia określenie odchyłeń od wartości docelowych (branżowych) i ustalenie ewentualnych zmian kursu działań w zakresie płynności działalności podmiotu. Ponadto umożliwia dokonanie oceny wykorzystywanej strategii działania oraz podjęcie odpowiednich działań przez zarząd w aspekcie poprawy jej efektywności na tle rynku.

Rysunek 3. Strategia majątkowo-finansowa ZM Henryk Kania SA



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych MP „B” za lata 2008–2012.

Podsumowanie

W opracowaniu przeprowadzono analizę, a następnie dokonano oceny kształtowania się strategii płynności finansowej giełdowej spółki mięsnej. Celem analizy było zbadanie, czy wielkość jednostki oraz zróżnicowanie ekonomicznych warunkowań prowadzonej działalności, w tym wielkości produkcji, wpływa na utratę przez nią płynności finansowej stanowiącej jedną z pierwszych i zauważalnych symptomów zagrożenia upadłością.

W wyniku przeprowadzonych analiz można stwierdzić, że w zakresie majątku obrotowego zaobserwowano tendencję utrzymywania się strategii agresywnej (A-A), zgodnie z którą zarząd maksymalizuje wartość dla właścicieli (wysoki poziom majątku operacyjnego) i minimalizuje płynność finansową. Oznacza to małą ilość aktywów obrotowych i płynnych aktywów (wysoki poziom wskaźnika poziomu majątku obrotowego i niski poziom wskaźnika płynności majątku obrotowego). Z dalszej części opracowania wynika, że w zakresie finansowania majątku obroto-

wego przedsiębiorstwo realizuje strategię konserwatywną (K-K), której celem jest zmniejszanie wartości dla właścicieli przy wysokiej płynności finansowej. Oznacza to, że przedsiębiorstwo ma dużo zobowiązań generujących odsetki i mało zobowiązań bieżących, dlatego w miarę możliwości proponuje się ograniczenie części zobowiązań generujących odsetki na rzecz zobowiązań bieżących. W przypadku majątkowo-finansowej sytuacji spółki zaobserwowano realizację strategii umiarkowanej (K-A) charakteryzującą się wysokimi wartościami wskaźników poziomu majątku obrotowego i wysokimi wartościami wskaźników poziomu zobowiązań bieżących.

Literatura

- Bednarski L., *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 1999.
- Gabrusewicz W., *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Oficyna Wydawnicza Sami Sobie, Poznań 1997.
- Jerzak M., Czyżewski A., *Ekonomiczne uwarunkowania wykorzystania instrumentów zarządzania ryzykiem cenowym i stabilizacji dochodów rolniczych w polskim rolnictwie*, Wydawnictwo Akademii Rolniczej w Poznaniu, Poznań 2006.
- Kulawik J., *Płynność finansowa. Pojęcia i metody pomiaru*, IERiGŻ, Warszawa 1992.
- Kusak A., *Płynność finansowa. Analiza i sterowanie*, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania UW, Warszawa 2006.
- Krzemińska D., *Finanse przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu, Poznań 2002.
- Michalski G., *Płynność finansowa w małych i średnich przedsiębiorstwach*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005.
- Martin J.D. Petty J.W., Keown A.J., Scott D.F., *Basic Financial Management*, Prentice Hall, Englewood Cliffs 1991.
- Hill N.C., Sartoris W.L., *Short term Financial Management: Text and Cases*, Prentice Hall, Englewood Cliffs 1995.
- Pike R., Neale B., *Corporate Finance and Investment: Decisions and Strategies*, Prentice Hall, London 1999.
- Sierpińska M., Jachna T., *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1993.
- Tarczyński W., Mojsiewicz M., *Zarządzanie ryzykiem. Podstawowe zagadnienia*, PWE, Warszawa 2001.

Wędzki D., *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa*, Oficyna Wydawnicza, Kraków 2002.

Wojciechowska U., *Płynność finansowa polskich przedsiębiorstwa w okresie transformacji gospodarki. Aspekty mikroekonomiczne i makroekonomiczne*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2001.

**ASSESSMENT OF STRATEGIES OF WORKING CAPITAL FINANCIAL LIQUIDITY
IN THE CONCEPT OF RISK-RETURN ANALYSIS
ON ZM HENRYK KANIA SA IN 2008–2012**

Abstract

The main goal of the paper was to define strategies of financial liquidity in the concept of risk-return analysis on one of domestic leading meat processing enterprise – ZM Henryk Kania SA. To the analysis were taken 100 official financial data from the enterprise in the period between 2008–2012 from Monitory Polskie “B.” The analysis of financial liquidity strategies was undertaken on assets, funding and financial liquidity management strategies. The results were compared and analyzed to meat market indicators. ZM Henryk Kania SA continued aggressive strategy of assets (A-A), which means to keep high level of assets and minimize financial liquidity. The enterprise runs conservative strategy of assets funding (K-K), which means to minimize operative current liabilities and maximize financial liquidity. The enterprise runs moderate (elastic) strategy of financial liquidity management (K-A) which means high level of turnover assets and high level of current liabilities. Indeed the size of enterprise and diversity of the economic conditions have a vivid influence on the economic risk of running the analyzed stock meat enterprises. The further subject analysis is worth to be continued.

Translated by Anna Zielińska-Chmielewska

Keywords: financial indicative analysis, risk-return analysis, strategies of working capital financial liquidity: assets, funding and financial liquidity management strategy, risk of debt liquidity

JEL Code: G32, L25, M41, Q14