

JANUSZ NARKIEWICZ

*Struktura bilansu a rentowność i płynność finansowa
przedsiębiorstwa*

Balance sheet structure and the profitability and financial liquidity of an enterprise

Abstract: Płynność finansowa i satysfakcjonująca rentowność to dwa podstawowe warunki, jakie powinna spełniać firma, która chce utrzymać i umocnić swoją pozycję na konkurencyjnym rynku. Na osiągnięcie odpowiednich wyników finansowych i równoczesne zachowanie pełnej zdolności do spłaty bieżących zobowiązań wpływa szereg czynników, wśród których jednym z najważniejszych jest przestrzeganie elementarnych zasad finansowania majątku, co znajduje m.in. odbicie w relacjach strukturalnych w bilansie przedsiębiorstwa. Można sformułować tezę, iż wzajemne proporcje w aktywach i pasywach oraz powiązania pomiędzy strukturą kapitałów i strukturą majątku w dużym stopniu przesadzają o efektywności finansowej przedsiębiorstwa postrzeganej przez pryzmat rentowności i płynności finansowej.

RENTOWNOŚĆ I PŁYNNOŚĆ FINANSOWA JAKO PODSTAWOWE MIERNIKI
EFEKTYWNOŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA

Profitability and financial liquidity as basic measures of the enterprise's efficiency

Podstawowym celem działalności przedsiębiorstwa w gospodarce rynkowej jest maksymalizacja jego wartości. Warunkiem skutecznej realizacji tak określonego celu jednostki gospodarczej jest prowadzenie działalności w sposób efektywny, przy tym podstawowym miernikiem tej efektywności jest zysk, stanowiący nadwyżkę przychodów nad poniesionymi kosztami. Odnosząc zysk przedsiębiorstwa do przychodów ze sprzedaży, aktywów bądź kapitału własnego, otrzymuje się wskaźniki finansowe będące relatywnymi miarami rentowności. Przed-

sieźbiorstwa w swojej działalności dążą więc do maksymalizacji rentowności, a generowanie zysków w dłuższym okresie tworzy finansowe podstawy trwałego wzrostu ich wartości.

Osiąganiu przez jednostki gospodarcze ponadprzeciętnych wyników finansowych towarzyszy jednak duże ryzyko. Jedną z najważniejszych jego kategorii jest ryzyko utraty płynności finansowej. Najczęściej płynność finansowa rozumiana jest w aspekcie majątkowo-kapitałowym, a więc jako zdolność przedsiębiorstwa do regulowania zobowiązań krótkoterminowych w wyznaczonym terminie. Zdolność tę wyrażają m.in. wzajemne relacje zobowiązań krótkoterminowych i majątku obrotowego, stanowiącego zabezpieczenie terminowej spłaty zobowiązań.¹ Relacje te określane są mianem wskaźników płynności bieżącej, szybkiej bądź gotówkowej i oblicza się je jako stosunek aktywów obrotowych o różnym stopniu płynności do zobowiązań bieżących.

Przedsiębiorstwa zorientowane na maksymalizację zysków akceptują wysokie ryzyko rynkowe wynikające ze zmiennej koniunktury gospodarczej, niestabilności popytu i rosnącej konkurencji i ograniczają do minimum koszty związane z zabezpieczeniem płynności finansowej, a w szczególności utrzymują niski poziom aktywów o wysokiej płynności oraz finansują swoją działalność, wykorzystując relatywnie tanie, ale charakteryzujące się wysokim ryzykiem finansowym krótkoterminowe źródła finansowania (głównie kredyty kupieckie).

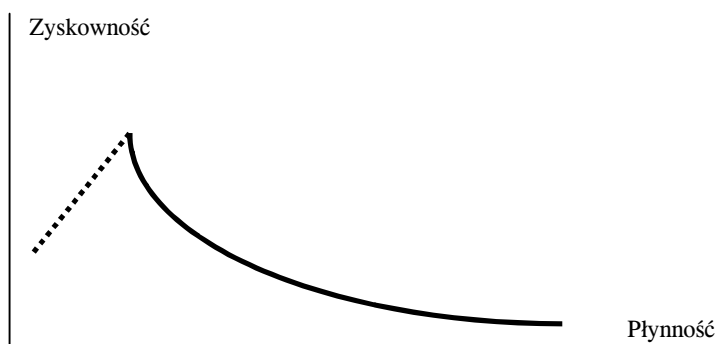
Na przeciwnym biegunie znajdują się firmy, które chcąc za wszelką cenę utrzymać się na rynku, maksymalnie ograniczają ryzyko finansowe, koncentrując uwagę na zachowaniu zdolności płatniczej. Znajduje to odzwierciedlenie w wysokim poziomie finansowania długoterminowego i nadmiernym zamrożeniu kapitałów w płynnych aktywach obrotowych, co niekorzystnie wpływa na wyniki finansowe.

Pierwsza strategia, zorientowana na rentowność, może prowadzić w krótkim czasie do utraty płynności finansowej, a w dłuższym okresie do niewypłacalności i bankructwa przedsiębiorstwa. Z kolei dążenie za wszelką cenę do zmniejszenia ryzyka finansowego ogranicza rentowność i konkurencyjność jednostki gospodarczej, co również w dalszej perspektywie prowadzi do wyeliminowania jej z rynku.

Zarząd przedsiębiorstwa, podejmując decyzje finansowe, musi więc dokonać wyboru pomiędzy maksymalizacją zysku a zachowaniem bezpiecznego poziomu płynności finansowej. Istotę tego wyboru prezentuje rysunek 1 przedstawiający w sposób uproszczony związek pomiędzy rentownością i płynnością finansową przedsiębiorstwa.

¹ A. K u s a k, *Płynność finansowa. Analiza i sterowanie*, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 2004, s. 10.

Jak widać na rysunku, zmniejszenie płynności prowadzi do wzrostu zyskowności i odwrotnie, zwiększeniu płynności towarzyszy spadek rentowności.



Rys. 1. Relacja pomiędzy płynnością a zyskownością spółki
Relationships between the financial liquidity and the profitability of a company

Źródło: J. Gajdka, E. Walińska, *Zarządzanie finansowe*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1998, s. 467.

Warto jednak zauważyć, że nadmierne obniżenie płynności finansowej może spowodować gwałtowny spadek rentowności przedsiębiorstwa oraz że istnieje pewien optymalny poziom płynności finansowej, przy którym rentowność jest maksymalizowana.

Rozpatrując zależność pomiędzy rentownością a płynnością finansową w krótkim okresie, należy podkreślić, że nawet wysoka rentowność nie gwarantuje zachowania płynności płatniczej, gdyż zysk nie jest równoznaczny z posiadaniem środków pieniężnych służących do regulowania bieżących wydatków.² Często są w praktyce gospodarczej przypadki, że likwidowane są przedsiębiorstwa wykazujące w momencie bankructwa znaczne nadwyżki finansowe. Z kolei analizując badany związek w dłuższym okresie, należy wskazać, iż odpowiedni poziom rentowności stanowi podstawę zarówno bieżącej, jak i długoterminowej wypłacalności jednostki gospodarczej. Zbyt niska rentowność bądź jej brak prowadzą natomiast wcześniej czy później do utraty zdolności płatniczej, a w rezultacie do niewypłacalności i upadłości jednostek gospodarczych.

Analizując odwrotny kierunek zależności, tj. związek pomiędzy płynnością finansową a rentownością, można stwierdzić, iż bez płynności przedsiębiorstwo nie będzie w stanie w przyszłości osiągać zysków. Płynność wyznacza bowiem

² Wynika to m.in. z zasady memoriałowej, jaka obowiązuje przy ustalaniu wyniku finansowego. Rozbieżność pomiędzy przepływami pieniężnymi a wynikiem finansowym spowodowana jest również tym, iż wiele wydatków i wpływów pieniężnych nie znajduje bezpośredniego odzwierciedlenia w rachunku zysków i strat przedsiębiorstwa.

realne możliwości finansowania, przez co uważa się ją za determinant zachowania bytu ekonomicznego na rynku.³

WPLYW STRUKTURY BILANSU NA RENTOWNOŚĆ I PLYNNOŚĆ FINANSOWĄ PRZEDSIĘBIORSTWA

Balance sheet structure influence on the profitability and financial liquidity of an enterprise

Podstawę oceny efektywności działalności gospodarczej przedsiębiorstw stanowią analizy ekonomiczno-finansowe, sporządzane m.in. na bazie danych zawartych w sprawozdaniach finansowych. Jednym z najważniejszych składników sprawozdania finansowego przedsiębiorstwa jest bilans, prezentujący na określony moment (ostatni dzień okresu sprawozdawczego) w ujęciu wartościowym majątek przedsiębiorstwa i źródła jego finansowania.

W procesie analizy bilansu dużą rolę odgrywa ocena jego struktury, czyli wzajemnych relacji pomiędzy składnikami aktywów i pasywów, które w dużym stopniu wpływają na obecną i przyszłą sytuację finansową przedsiębiorstwa, w tym na rentowność i płynność finansową. Związki te poddawane są ocenie w ramach kolejnych etapów analizy bilansu, która obejmuje: analizę struktury aktywów, analizę struktury pasywów i analizę struktury kapitałowo-majątkowej (tzw. analiza pozioma bilansu).

Aktywa przedsiębiorstwa obejmują dwa podstawowe składniki: majątek trwały i majątek obrotowy. Charakterystycznymi cechami aktywów trwałych są: wysoki poziom unieruchomienia oraz stopniowe zaliczanie do kosztów wydatków poniesionych na ich zakup lub wytworzenie (są to tzw. koszty amortyzacji zaliczane do kosztów stałych przedsiębiorstwa). Duży udział aktywów trwałych w strukturze majątku przedsiębiorstwa oznacza więc podwyższone ryzyko utraty płynności finansowej (wskutek ograniczonej możliwości ich szybkiej zamiany na gotówkę służącą do spłaty bieżących zobowiązań) oraz wysokie ryzyko operacyjne, tj. dużą wrażliwość zysku na zmianę poziomu wykorzystania zdolności produkcyjnych.

Aktywa obrotowe obejmują składniki majątku, które służą do generowania wpływów i wypracowania zysków oraz zagwarantowania roszczeń wierzycieli.⁴

W przeciwieństwie do aktywów trwałych charakteryzują się wysoką płynnością i elastycznością, tj. możliwością dostosowania ich poziomu do wielkości produkcji i sprzedaży w przypadku zmian koniunktury gospodarczej. Płynność po-

³ *Płynność finansowa polskich przedsiębiorstw w okresie transformacji gospodarki. Aspekty makroekonomiczne i mikroekonomiczne*, pod red. U. Wojciechowskiej, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa 2001, s. 233.

⁴ *Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie*, pod red. M. Jerzemowskiej, PWE, Warszawa 2004, s. 66.

szczególnych składników obrotowych jest zróżnicowana – ograniczona w odniesieniu do zapasów, zaś zdecydowanie najwyższa w przypadku środków pieniężnych i aktywów finansowych o możliwości natychmiastowego zbycia.

Wymienione cechy podstawowych grup majątku przedsiębiorstwa przesądza o kierunkach **analizy struktury aktywów**. I tak, za najważniejsze wskaźniki strukturalne poddawane ocenie uznaje się relacje pomiędzy aktywami trwałymi i obrotowymi oraz wskaźniki struktury wewnętrznej aktywów obrotowych obrazujące poziom płynności tej części majątku jednostki gospodarczej (spośród tych ostatnich wskaźników szczególnie znaczenie w analizie pionowej przypisuje się relacji najbardziej płynnych środków obrotowych o możliwości natychmiastowej zamiany na gotówkę do całości aktywów obrotowych).

Zróżnicowane właściwości i funkcje spełniane przez składniki aktywów powodują, iż ich struktura może w sposób istotny wpływać na rentowność i płynność finansową. Wysoki poziom aktywów obrotowych i ich wysoka płynność w sposób bezpośredni przesądza o zdolności płatniczej przedsiębiorstwa.

Bardziej złożony jest wpływ struktury aktywów na wyniki finansowe przedsiębiorstwa. Odpowiednie wyposażenie przedsiębiorstwa w majątek trwały stanowi podstawowy warunek osiągania przychodów i zysków. Prawdliwość ta występuje szczególnie w dłuższym okresie, a brak inwestycji w nowe urządzenia i technologie powoduje spadek konkurencyjności przedsiębiorstwa. Z kolei wskazuje się, że w krótszych okresach o sytuacji finansowej przedsiębiorstwa przesądza aktywa obrotowe, które ze względu na szybki cykl rotacji wykazują większą niż aktywa trwałe zdolność do generowania zysków.

Charakterystycznym zjawiskiem w gospodarce rynkowej jest niepełne wykorzystanie zdolności produkcyjnych. Wiele przedsiębiorstw nie wykorzystuje posiadanych i z natury niepodzielnych aktywów trwałych, co wynika z ograniczonych możliwości sprzedaży produktów i towarów w warunkach istniejącej bariery popytu. W tym przypadku wzrastają relatywnie koszty stałe (głównie amortyzacji), określane często mianem kosztów niewykorzystanych zdolności produkcyjnych. Na tej podstawie można przypuszczać, iż w większości jednostek gospodarczych duży udział aktywów trwałych ogranicza w znacznym stopniu rentowność prowadzonej działalności. Sytuacja taka występuje szczególnie w tych przedsiębiorstwach, w których w strukturze wewnętrznej aktywów trwałych znaczny udział stanowią bierne składniki majątku, np. budynki i lokale, urządzenia i obiekty inżynierii lądowej i wodnej, wyposażenie itp. Nie ulega wątpliwości, że w takim przypadku wysoki i rosnący udział aktywów obrotowych w majątku przedsiębiorstwa, zaangażowanych bezpośrednio w działalność operacyjną, może w krótkim czasie korzystnie wpływać na wyniki finansowe przedsiębiorstwa.

Drugim etapem analizy bilansu przedsiębiorstwa jest **ocena struktury kapitałów**. Najważniejsze znaczenie ma tutaj relacja pomiędzy własnymi i obcymi źródłami finansowania majątku. W literaturze przedmiotu często podkreśla się,

iż wysoki udział kapitałów własnych w aktywach przedsiębiorstwa wskazuje na stabilne podstawy finansowe jego funkcjonowania, ogranicza ryzyko utraty płynności finansowej i zwiększa wiarygodność jednostki gospodarczej w stosunkach handlowych.⁵ Z kolei wysoki poziom kapitałów obcych oznacza duże ryzyko finansowe, wynikające z konieczności terminowej obsługi długu. Jest ono szczególnie wysokie wtedy, gdy w strukturze tych kapitałów dominują zobowiązania bieżące o krótkich okresach spłaty.

Trzeba jednak podkreślić, że kapitały obce, będące źródłem ryzyka finansowego, stanowią elastyczne źródło finansowania majątku, a w określonych sytuacjach ich angażowanie wpływa korzystnie na rentowność kapitału własnego przedsiębiorstwa, co określane jest mianem efektu dźwigni finansowej.⁶

Należy zgodzić się z tezą, że im wyższy jest udział kapitałów własnych bądź kapitałów stałych (obejmujących obok kapitału własnego zobowiązania długoterminowe) w aktywach przedsiębiorstwa, tym mniejsze jest ryzyko utraty przez nie płynności finansowej. Związek struktury kapitałowej z rentownością jednostki gospodarczej nie jest już tak jednoznaczny. Można jednak sądzić, że duży zakres finansowania długoterminowego oznacza wzrost kosztu kapitału i w rezultacie wpływa niekorzystnie na wyniki finansowe przedsiębiorstwa. Z kolei wysoki udział w aktywach relatywnie tańszego kapitału krótkoterminowego, chociaż korzystny z punktu widzenia rentowności, zwiększa ryzyko finansowe przedsiębiorstwa i może być źródłem utraty przez nie zdolności płatniczej. Optymalna struktura kapitałowa stanowi więc pożądane połączenie długu oraz kapitału własnego i stanowi kompromis pomiędzy dążeniem do osiągnięcia maksymalnych zysków a zabezpieczeniem płynności finansowej jednostki gospodarczej.

Duży wpływ na efektywność finansową przedsiębiorstwa ma **zachowanie właściwych relacji pomiędzy strukturą aktywów i strukturą kapitałów przedsiębiorstwa**. Dobra struktura finansowa i prawidłowy układ bilansu występuje w tych przedsiębiorstwach, w których płynność środków w aktywach odpowiada terminowości kapitałów w pasywach.⁷ Długoterminowe składniki majątku, do których zalicza się prawie wszystkie aktywa trwałe i stabilną część aktywów

⁵ W literaturze ekonomicznej często podaje się normatywne udziały kapitałów własnych i obcych w aktywach przedsiębiorstwa. Rygorystyczne polskie standardy mówią o co najmniej 50% udziale kapitału własnego i mniejszym od 50% udziale kapitałów obcych. W wysoko rozwiniętych krajach Unii Europejskiej za bezpieczny poziom zadłużenia uważa się sytuację, kiedy udział kapitałów obcych w majątku nie przekracza 67%, co oznacza, że minimalny udział kapitałów własnych wynosi 33%.

⁶ Pozytywny efekt dźwigni finansowej występuje wtedy, gdy rentowność operacyjna kapitału całkowitego przedsiębiorstwa jest wyższa niż krańcowy koszt pozyskania kapitału obcego (np. w formie kredytów bankowych).

⁷ M. Dynus, M. Kołosowska, P. Prewysz-Kwinto, *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, TNOiK, Toruń 2005, s. 49.

obrotowych, powinny być finansowane kapitałami stałymi. Krótkoterminowe kapitały powinny być natomiast źródłem finansowania zmiennej części aktywów, którą stanowią w zasadzie tzw. spontaniczne aktywa obrotowe.

Podstawowe relacje uwzględniane w analizie poziomej bilansu prezentuje rysunek 2.

AKTYWA TRWAŁE		KAPITAŁ WŁASNY	} KAPITAŁ STALY
AKTYWA OBROTOWE OPERACYJNE	} KAPITAŁ OBROTOWY NETTO	ZOBOWIĄZANIA DLUGOTERMINOWE	
AKTYWA OBROTOWE NIEOPERACYJNE			ZOBOWIĄZANIA BIEŻĄCE OPERACYJNE
		ZOBOWIĄZANIA BIEŻĄCE NIEOPERACYJNE	

Rys. 2. Struktura kapitałowo-majątkowa przedsiębiorstwa
Assets and liabilities relationships in the enterprise

Źródło: Opracowanie własne.

Aby ocenić, w jakim stopniu przedsiębiorstwo przestrzega podanych reguł finansowania aktywów, można obliczyć klasyczne złote zasady bilansowe, w wąskim i szerokim znaczeniu, mówiące o konieczności pokrycia aktywów trwałych kapitałami własnymi bądź kapitałami stałymi, co obrazują poniższe relacje:

$$\frac{Kw}{At} \geq 1$$

$$\frac{Kw + Zd}{At} \geq 1$$

gdzie: Kw – kapitał własny; At – aktywa trwałe; Zd – zobowiązania długoterminowe.

Spełnienie drugiej formuły oznacza zaangażowanie kapitałów stałych w finansowanie części aktywów obrotowych, tj. występowanie dodatniego kapitału obrotowego netto (określanego też kapitałem pracującym). Funkcją kapitału pracującego w przedsiębiorstwie jest ograniczenie ryzyka utraty płynności finansowej.

wej, które jest szczególnie duże w tych przypadkach, kiedy aktywa o wysokim stopniu unieruchomienia są finansowane z krótkoterminowych kapitałów, a w szczególności z kredytu bankowego i kredytu handlowego (kupieckiego).

Wielkość kapitału pracującego w przedsiębiorstwie powinna być dostosowana do zapotrzebowania na ten kapitał. Oszacowanie zapotrzebowania na kapitał pracujący na podstawie danych pochodzących ze sprawozdań finansowych nie jest jednak łatwe, trudno bowiem jest określić, jaka część aktywów ma w danym momencie charakter stały, a jaka zmienny. Ponadto należy mieć na uwadze dużą zmienność tego zapotrzebowania, zarówno w ujęciu dynamicznym, jak i strukturalnym. W praktyce stosuje się różne uproszczone metody szacowania zapotrzebowania na kapitał pracujący. W **metodach statystycznych** przyjmuje się np., że kapitał pracujący powinien pozostawać w określonej relacji do zapasów i należności krótkoterminowych (a więc składników aktywów bieżących o relatywnie niskiej płynności) bądź w stosunku do przychodów przedsiębiorstwa.⁸ Z kolei **metoda szczegółowa** zakłada pokrycie znacznej części cyklu operacyjnego brutto przez zobowiązania bieżące o charakterze operacyjnym, a więc istotny wpływ na wielkość zapotrzebowania na kapitał pracujący ma efektywność gospodarowania zapasami, należnościami i zakres finansowania przedsiębiorstwa przez partnerów handlowych. Zapotrzebowanie na kapitał pracujący w przedsiębiorstwie tą metodą ustala się jako różnicę pomiędzy aktywami operacyjnymi i finansującymi je w znacznym zakresie zobowiązaniami o charakterze operacyjnym⁹:

$$\text{Zapotrzebowanie na kapitał pracujący} = \text{Aktywa obrotowe operacyjne} - \text{Zobowiązania bieżące operacyjne}$$

W sytuacji, w której kapitał pracujący zbliżony jest do wielkości zapotrzebowania na ten kapitał, istnieje optymalna kombinacja pomiędzy rentownością a płynnością finansową. W takim przypadku strategię finansowania aktywów realizowaną przez przedsiębiorstwo określa się mianem umiarkowanej. Znaczny niedobór kapitału obrotowego netto oznacza natomiast zwiększone ryzyko utraty płynności finansowej, któremu towarzyszy jednakże relatywnie niski koszt zaangażowanego kapitału, co może wpływać korzystnie na rentowność przedsiębiorstwa. Jest to jedna z podstawowych charakterystyk agresywnej (dynamicznej)

⁸ Często przyjmuje się np., że w przedsiębiorstwach produkcyjnych zapotrzebowanie na kapitał pracujący w danym momencie odpowiada połowie zapasów i należności. Por. M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa wg standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 81.

⁹ Aktywa obrotowe uczestniczące w cyklu operacyjnym obejmują zapasy, należności i krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe, zaś w skład zobowiązań operacyjnych wchodzi wszystkie zobowiązania krótkoterminowe z wyłączeniem kredytów i pożyczek oraz obligacji i krótkoterminowych papierów dłużnych emitowanych na podstawie Prawa wekslowego.

strategii finansowania majątku. Z kolei nadmiar kapitału pracującego w stosunku do rzeczywistych potrzeb pociąga za sobą wysokie koszty finansowania aktywów i może przyczynić się do ograniczenia rentowności przedsiębiorstwa. Taką strategię określa się w literaturze przedmiotu mianem strategii konserwatywnej (zachowawczej).¹⁰

Jeżeli przyjmie się założenie, że strategia finansowania majątku realizowana przez przedsiębiorstwo jest przedmiotem świadomego wyboru, to można stwierdzić, że wybór ten zależy od wielu czynników, wśród których wymienić należy m.in. nieprzewidywalność przyszłych warunków ekonomicznych, niepewność dopływu środków pieniężnych, prawdopodobieństwo bankructwa, możliwości podjęcia korzystnych inwestycji, koszty transakcyjne związane z pozyskaniem zewnętrznych źródeł finansowania, rozmiary przedsiębiorstwa, atrakcyjność inwestycji w majątek trwały, wielkość przepływu środków pieniężnych.¹¹ Tak np. strategię konserwatywną wybierają przeważnie przedsiębiorstwa działające na konkurencyjnych rynkach, gdzie występują duże i trudne do przewidzenia wahania przychodów ze sprzedaży. Z kolei na realizację strategii agresywnej mogą sobie pozwolić jedynie przedsiębiorstwa o stabilnej pozycji rynkowej, wysokim poziomie dochodów i dużej elastyczności w pozyskiwaniu alternatywnych źródeł finansowania majątku.

STRUKTURA BILANSU A EFEKTYWNOŚĆ FINANSOWA PRZEDSIĘBIORSTW – ANALIZA BRANŻOWA

Balance sheet structure and the enterprise's efficiency – industry analysis

Empiryczną weryfikację wpływu struktury bilansu na rentowność i płynność finansową przeprowadzono w dwóch etapach. Pierwszy z nich polegał na obliczeniu i interpretacji klasycznych współczynników korelacji Pearsona pomiędzy podstawowymi wskaźnikami ekonomiczno-finansowymi, charakteryzującymi badane zjawiska w 29 największych przedsiębiorstwach zaliczanych do branży producentów słodczy (klasy EKD „Produkcja kakao, czekolady i wyrobów cukierniczych”) w 2004 roku.¹² W drugim etapie poddano analizie szczegółowe

¹⁰ Zob. B. Kołosowska, A. Tokarski, M. Tokarski, E. Chojnacka, *Strategie finansowania działalności przedsiębiorstw*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006, s. 32–36.

¹¹ G. Michalski, *Wartość płynności w bieżącym zarządzaniu finansami*, CeDeWu, sp. z oo., Warszawa 2004, s. 60–61. Czynniki te wpływają na tzw. wewnętrzną wartość płynności finansowej przedsiębiorstwa.

¹² Dane do obliczeń pochodziły z analizy branżowej producentów słodczy w Polsce, przeprowadzonej przez firmę Dun&Bradstreet Poland, której wyniki zamieszczone zostały w serwisie internetowym ISI Emerging Markets – www.securities.com.

relacje ekonomiczne w trzech spółkach giełdowych z tej branży, tj. w Wawel SA, Mieszko SA i Jutrzenka SA w latach 2000 i 2005.¹³

W badaniu zależności korelacyjnej uwzględniono trzy wskaźniki charakteryzujące strukturę bilansu przedsiębiorstwa: relację majątku trwałego do obrotowego, informującą o stopniu unieruchomienia aktywów i związanym z tym ryzyku operacyjnym, relację kapitałów obcych do kapitałów własnych (tzw. przekładnia kapitałowa), obrazującą poziom ryzyka finansowego przedsiębiorstwa i stosunek kapitału własnego do aktywów trwałych, ukazujący prawidłowość sfinansowania majątku przedsiębiorstwa (stopień realizacji tzw. złotej zasady bilansowej).

Rentowność scharakteryzowano, obliczając trzy podstawowe wskaźniki finansowe będące stosunkiem zysku netto do przychodów, aktywów i kapitału własnego, zaś płynność finansową odzwierciedlały relacje aktywów obrotowych o różnym stopniu płynności (aktywów obrotowych ogółem, aktywów obrotowych pomniejszonych o zapasy i aktywów pieniężnych) do zobowiązań bieżących.

Obliczone współczynniki korelacji pomiędzy wskaźnikami struktury bilansu i wskaźnikami rentowności i płynności finansowej prezentuje tabela 1. Istotne zależności korelacyjne oznaczono pogrubioną czcionką.¹⁴

Wyniki obliczeń wskazują na wysoki poziom istotności związku pomiędzy strukturą aktywów a rentownością i płynnością finansową.

Tab. 1. Współczynniki korelacji Pearsona pomiędzy wskaźnikami struktury bilansu a wskaźnikami rentowności i płynności finansowej w branży producentów słodczy w Polsce w 2004 roku

Pearson's correlation coefficients between the balance sheet structure and the profitability and liquidity ratios in the sweets business in Poland in 2004

Wskaźniki struktury bilansu	Wskaźniki rentowności			Wskaźniki płynności finansowej		
	sprzedaży	aktywów	kapitału własnego	bieżący	szybki	gotówkowy
Struktury aktywów	-0,415	-0,470	-0,574	-0,495	-0,521	-0,345
Struktury pasywów	-0,010	-0,199	-0,271	-0,283	-0,254	-0,179
Struktury kapitałowo-majątkowej	0,073	0,309	0,237	0,427	0,458	0,434

Źródło: Obliczenia własne na podstawie analizy sektorowej. ISI Emerging Markets – www.securities.com.

Ujemne wskaźniki korelacji świadczą o tym, że im wyższy był poziom relacji aktywów trwałych do obrotowych, tym bardziej ograniczone były możliwości przedsiębiorstw do generowania zysków i jednocześnie większe było ryzyko utraty płynności finansowej. Prawidłowość ta znajduje m.in. uzasadnienie w relatywnie

¹³ W tym przypadku źródłem danych były raporty finansowe tych spółek, publikowane m.in. w serwisie internetowym NRK i RT – www.rk.pl/katalog/spolki-gieldowe.php.

¹⁴ W celu weryfikacji obliczonych współczynników korelacji wykorzystano najbardziej popularny test statystyczny t-Student, przyjmując relatywnie wysoki poziom istotności $\alpha = 2\%$.

nie wysokich kosztach stałych (amortyzacji) związanych z zaangażowaniem aktywów trwałych. Im wyższy jest udział aktywów trwałych w strukturze majątku, tym niższy jest poziom aktywów obrotowych, które przy obliczaniu klasycznych wskaźników płynności finansowej stanowią źródło pokrycia zobowiązań krótkoterminowych. Ponadto należy podkreślić, że większość przedsiębiorstw w branży cukierniczej funkcjonowała w badanym okresie w charakterze kredytobiorców, co przesądzało o wysokim poziomie zobowiązań krótkoterminowych i znajdowało m.in. odzwierciedlenie w dłuższych cyklach spłaty zobowiązań handlowych niż inkasowania należności od odbiorców.¹⁵

Do istotnych związków korelacyjnych zaliczono także zależności pomiędzy stopniem pokrycia aktywów trwałych kapitałami własnymi a płynnością finansową przedsiębiorstw. Spełnienie złotej zasady bilansowej, mówiącej o konieczności sfinansowania aktywów trwałych z najbardziej stabilnych źródeł, jakimi są kapitały własne, oznacza jednocześnie występowanie dodatniego kapitału pracującego, a im wyższy jest poziom tej relacji, tym większe jest zabezpieczenie płynności finansowej przedsiębiorstwa. Dodatkowo istotne wskaźniki korelacji potwierdziły więc duży wpływ realizowanej strategii finansowania majątku obrotowego na kształtowanie płynności finansowej badanych przedsiębiorstw.

Nieistotne okazały się zależności pomiędzy strukturą kapitałową a rentownością i płynnością finansową badanych przedsiębiorstw. Zadłużenie nie miało większego wpływu zarówno na wyniki finansowe, jak i na zdolność płatniczą przedsiębiorstw. Większość badanych przedsiębiorstw charakteryzowała się przewagą kapitałów własnych nad zobowiązaniami, a jedynie w kilku przypadkach stwierdzono dominację obcych źródeł finansowania. Podstawowym źródłem obcych kapitałów był tani kredyt handlowy, który pozwalał na utrzymanie płynności finansowej w warunkach długich cykli rozliczeniowych z odbiorcami.

W celu sformułowania dodatkowych wniosków na temat zależności pomiędzy strukturą bilansu a rentownością i płynnością finansową przedsiębiorstw poddano analizie relacje ekonomiczno-finansowe występujące w trzech spółkach giełdowych branży cukierniczej w latach 2000 i 2005. W tabeli 2 zamieszczono podstawowe wskaźniki charakteryzujące strukturę aktywów i pasywów, zaś w tabeli 3 podstawowe dane dotyczące struktury kapitałowo-majątkowej. Z kolei tabela 4 zawiera podstawowe wskaźniki rentowności i płynności finansowej badanych spółek.

¹⁵ Średni cykl spłaty zobowiązań w analizowanej grupie przedsiębiorstw wynosił ponad 84 dni, przy średnim cyklu inkasa należności ok. 69 dni.

Tab. 2. Wybrane wskaźniki struktury aktywów i pasywów badanych spółek w latach 2000 i 2005
Selected indicators of the assets and liabilities structure of the evaluated companies in the period 2000–2005

Wskaźniki struktury bilansu	Formuła obliczania wskaźnika	Wawel SA		Mieszko SA		Jutrzenka SA	
		2000	2005	2000	2005	2000	2005
Wskaźnik poziomu aktywów obrotowych (w %)	$\frac{\text{Aktywa obrotowe}}{\text{Aktywa ogółem}}$	64,9	44,4	35,7	36,2	49,7	41,3
Wskaźnik płynności aktywów obrotowych (w %)	$\frac{\text{Aktywa pieniężne}}{\text{Aktywa obrotowe}}$	3,8	3,8	6,1	1,9	20,2	6,6
Wskaźnik ogólnego zadłużenia (w %)	$\frac{\text{Zobowiązania ogółem}}{\text{Aktywa ogółem}}$	54,3	46,4	69,3	64,9	14,2	45,0
Wskaźnik poziomu zobowiązań bieżących (w %)	$\frac{\text{Zobowiązania bieżące}}{\text{Aktywa ogółem}}$	47,6	33,2	44,5	33,4	11,3	26,1

Źródło: Obliczenia własne na podstawie bilansów badanych spółek oraz analizy sektorowej ISI Emerging Markets – www.securities.com.

Tab. 3. Wybrane relacje kapitałowo-majątkowe w badanych spółkach w latach 2000 i 2005
Selected assets and liabilities relationships in the evaluated companies in the period 2000–2005

Podstawowe relacje kapitałowo-majątkowe	Wawel SA		Mieszko SA		Jutrzenka SA	
Kapitał własny/Aktywa trwałe	1,30	0,98	0,48	0,55	1,71	0,94
Kapitał stały/Aktywa trwałe	1,49	1,20	0,86	1,04	1,72	1,26
Kapitał obrotowy netto (w tys. zł)	13.457	16.395	(11.258)	5.869	49.576	39.727
Zapotrzebowanie na kapitał obrotowy (w tys. zł)	21.374	23.453	3.982	23.787	25.113	45.014
Nadwyżka, niedobór kapitału obrotowego netto (w tys. zł)	(7.917)	(7.058)	(15.240)	(17.918)	24.463	(5.287)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych jak w tabeli 1.

Tab. 4. Wskaźniki rentowności i płynności finansowej badanych spółek w latach 2000 i 2005
Profitability and liquidity ratios of the evaluated companies in the period 2000–2005

Wyszczególnienie	Formuła obliczania wskaźnika	Wawel SA		Mieszko SA		Jutrzenka SA	
		2000	2005	2000	2005	2000	2005
Wskaźniki rentowności							
Rentowność przychodów (w %)	$\frac{\text{Zysk netto}}{\text{Przychody}}$	2,73	10,30	4,13	0,80	1,32	5,16
Rentowność aktywów (w %)	$\frac{\text{Zysk netto}}{\text{Aktywa}}$	3,96	13,85	3,88	0,71	1,59	5,77
Rentowność kapitału własnego (w %)	$\frac{\text{Zysk netto}}{\text{Kapitał własny}}$	8,66	25,38	12,64	2,04	1,85	10,49
Wskaźniki płynności finansowej							
Płynność bieżąca	$\frac{\text{Aktywa obrotowe}}{\text{Zobowiązania bieżące}}$	1,46	1,34	0,80	1,08	3,67	1,59
Płynność szybka	$\frac{\text{Aktywa obrotowe} - \text{Zapasy}}{\text{Zobowiązania bieżące}}$	1,00	1,02	0,55	0,86	2,84	1,23
Płynność gotówkowa	$\frac{\text{Aktywa pieniężne}}{\text{Zobowiązania bieżące}}$	0,05	0,05	0,05	0,02	0,74	0,10

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych jak w tabelach 2, 3.

Opisane w teoretycznej części opracowania prawidłowości dotyczące wpływu struktury bilansu na rentowność i płynność finansową można zauważyć w spółce „Jutrzenka” SA. W początkowym roku analizy spółka ta charakteryzowała się relatywnie niską rentownością (wskaźniki od 1,32 do 1,85 %), znacznie odbiegającą od rentowności konkurencyjnych spółek. Równocześnie „Jutrzenka” SA posiadała wysokie wskaźniki płynności finansowej bieżącej, szybkiej i gotówkowej, przekraczające w dużym stopniu obowiązujące standardy. Występowała w związku z tym nadpłynność finansowa. Potwierdza to także średni poziom aktywów obrotowych i wysoka ich płynność. W roku 2000 w strukturze kapitałów dominował zdecydowanie kapitał własny, a zadłużenie krótkoterminowe było niewielkie. Relacje kapitałowo-majątkowe, w tym podstawowe zasady bilansowe i nadwyżka kapitału pracującego wskazywały na realizację konserwatywnej (zachowawczej) strategii finansowania majątku. Zmiany w strukturze bilansu, jakie nastąpiły w 2005 roku, polegały przede wszystkim na wzroście poziomu zadłużenia przedsiębiorstwa i ograniczeniu poziomu i nadmiernej płynności aktywów obrotowych oraz zrównoważeniu wielkości kapitału pracującego z zapotrzebowaniem na ten kapitał. Umiarkowanemu zwiększeniu ryzyka operacyjnego i finansowego towarzyszył dynamiczny wzrost wskaźników rentowności (ok. 4–5-krotny), które były znacznie wyższe niż średnie w branży i niż w konkurencyjnej spółce Mieszko SA. Wskaźniki płynności finansowej znacznie spadły, jednak w dalszym ciągu mieściły się w obowiązujących standardach, co wskazuje na ograniczone ryzyko finansowe. W końcowym roku analizy strategię finansowania majątku spółki można było określić wobec tego jako umiarkowaną.

Trudniejsze do interpretacji były związki pomiędzy strukturą bilansów a rentownością i płynnością finansową w pozostałych dwóch spółkach. Wawel SA charakteryzowała się w 2000 roku zdecydowanie wyższym niż pozostałe spółki poziomem aktywów obrotowych, ale równocześnie wysokim poziomem zadłużenia, w tym krótkoterminowego. Jednocześnie firma miała średnie wskaźniki rentowności (wyższe niż „Jutrzenka” SA i niższe niż Mieszko SA) i mieszczące się w obowiązujących standardach wskaźniki płynności bieżącej i szybkiej. Spełnienie podstawowych zasad bilansowych i niewielki niedobór kapitału pracującego wskazywały na realizację umiarkowanej strategii finansowania majątku.

W roku 2005 w sposób istotny zwiększył się udział aktywów trwałych w majątku przedsiębiorstwa, co związane było z zaangażowaniem inwestycyjnym w budowę nowoczesnego zakładu produkcyjnego. Nastąpił w związku z tym wzrost ryzyka operacyjnego. Druga ważna zmiana dotyczyła spadku poziomu zadłużenia, w tym krótkoterminowego, co z kolei przyczyniło się do zmniejszenia ryzyka finansowego przedsiębiorstwa. Nie uległy zmianie podstawowe relacje kapitałowo-majątkowe, w tym wskaźniki płynności finansowej i poziom kapitału pracującego. Można więc stwierdzić, iż spółka w dalszym ciągu realizowała bezpieczną umiarkowaną strategię finansowania aktywów.

W roku 2000 Mieszko SA charakteryzowała się zdecydowanie najwyższą rentownością spośród trzech analizowanych spółek. Z kolei wskaźniki płynności finansowej były bardzo niskie, co sygnalizowało wysoki poziom ryzyka jej utraty. Potwierdzał to również zdecydowanie najniższy poziom aktywów obrotowych. Spółka charakteryzowała się także wysokim zadłużeniem, co świadczyło o dużym ryzyku finansowym. Niespełnione były podstawowe zasady bilansowe i odnotowano znaczny niedobór kapitału pracującego (przyjmował on nawet wielkość ujemną). Strategię finansowania spółki można więc było określić jako agresywną (ryzykowną), ale skutkiem jej była relatywnie wysoka rentowność.

Zmiany, jakie nastąpiły w strukturze bilansu spółki w 2005 roku, były niewielkie. Na uwagę zasługuje jedynie znaczny spadek zadłużenia krótkoterminowego, co spowodowało wzrost wskaźników płynności finansowej. W dalszym ciągu były one jednak niższe od wielkości normatywnych. Można również wskazać na wzrost kapitału pracującego, co przy równoczesnym wzroście zapotrzebowania na ten kapitał nie spowodowało jednak zmniejszenia jego niedoboru. Drastycznie pogorszyła się natomiast rentowność spółki (wskaźniki zmniejszyły się 5–6-krotnie), co potwierdza tezę o dużym ryzyku w warunkach realizacji agresywnej strategii finansowania majątku.

Na podstawie przeprowadzonej analizy można stwierdzić, że struktura bilansu ma duży wpływ na rentowność i płynność finansową w tych przypadkach, gdy przedsiębiorstwo realizuje strategię finansowania majątku nieadekwatną do ponoszonego ryzyka rynkowego. Ryzyko to w analizowanej branży można określić jako średnie, na co wskazuje m.in. stosunkowo duża zmienność przychodów i zysków operacyjnych oraz wysoki poziom konkurencji, w tym ze strony spółek ze znacznym udziałem kapitału zagranicznego. Istotne ryzyko w analizowanej branży potwierdzają również liczne analizy sektorowe. W sposób obrazowy zależności pomiędzy realizowaną strategią finansowania majątku a ryzykiem rynkowym w badanych przedsiębiorstwach, reprezentujących branżę producentów słodczy, prezentuje rysunek 3.

Na przekątnej badanego rysunku zaznaczono optymalne strategie, adekwatne do poziomu ryzyka rynkowego w danej branży. Spółka Wawel SA w 2000 i 2005 roku oraz spółka Jutrzenka SA w 2005 roku realizowały odpowiednią strategię finansowania aktywów, zapewniającą równowagę pomiędzy rentownością a płynnością finansową. Spółka Jutrzenka SA w 2000 roku realizowała strategię konserwatywną, w warunkach średniego poziomu ryzyka rynkowego, co przy znacznej nadpłynności finansowej wpływało niekorzystnie na poziom rentowności. Trzecią z analizowanych spółek Mieszko SA w 2000 roku charakteryzowała agresywna strategia finansowania aktywów, wyrażająca się m.in. nadmiernym ryzykiem finansowym. Brak istotnych zmian w realizowanej strategii w 2005 roku spowodował znaczny spadek rentowności, przy nadal bardzo wysokim ryzyku utraty płynności finansowej.

		RYZYO RYNKOWE		
		wysokie	średnie	niskie
STRATEGIA FINANSOWANIA MAJĄTKU	agresywna		MIESZKO SA 2000 i 2005	
	umiarkowana		WAWEL SA 2000 i 2005 JUTRZENKA SA 2005	
	konserwatywna		JUTRZENKA SA 2000	

Rys. 3. Strategia finansowania majątku a ryzyko rynkowe wybranych spółek giełdowych z branży producentów słodyczy w latach 2000 i 2005

Assets financial strategy and the market risk of selected stock companies in the sweets business in the period 2000–2005

Źródło: Opracowanie własne.

Przeprowadzone badania, ze względu na ich ograniczony zakres merytoryczny, czasowy i przestrzenny, pozwoliły jedynie na sformułowanie wstępnych wniosków dotyczących wzajemnych związków pomiędzy strukturą kapitałowo-majątkową a rentownością i płynnością finansową przedsiębiorstw w badanej branży przemysłu. Wyniki tych badań powinny być poddane weryfikacji w toku dalszych szczegółowych analiz, uwzględniających m.in. dane pochodzące ze znacznie szerszej próby badawczej.

SUMMARY

The main subject of this article are the connections between the balance sheet structure and the enterprise's efficiency, the main indicators of which are the profitability and the financial liquidity. On the basis of periodic analysis of the sweets business and the information coming from the financial reports of the three selected stock companies of this sector the author calculated the appropriate indexes and used them to evaluate the impact of assets structure and capital structure on the financial results and the cash solvency of a set of enterprises.

From the evaluation it follows that the highest influence on the enterprise's financial effectiveness comes from the capital-assets structure in the balance sheet which determines the strategy of asset's financing. The way of financing the enterprise's assets should be adequate to the market risk level. This enables the optimum relation between the profitability and financial liquidity to be achieved.

Finding mutual connections between the balance sheet structure and the efficiency ratios are of special importance while preparing the budget of the enterprise.

