

Bartosz Orliński

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach

OCENA STRATEGII PŁYNNOŚCI FINANSOWEJ W UJĘCIU DOCHÓD – RYZYKO NA PRZYKŁADZIE SPÓŁEK BRANŻY PALIWOWEJ

Wprowadzenie

Najważniejszym celem przedsiębiorstwa jest wzrost jego wartości dla właścicieli. Wpływa to na zwiększenie potencjału przedsiębiorstwa do pozyskiwania kapitału niezbędnego do sfinansowania działalności operacyjnej i dalszego rozwoju. Nie jest to możliwe bez zachowania płynności finansowej rozumianej jako zdolność do regulowania bieżących zobowiązań¹.

W ujęciu dochód – ryzyko strategia płynności finansowej opiera się na pogodzeniu dwóch przeciwstawnych celów, jakimi są: maksymalizacja wartości dla właścicieli będąca odzwierciedleniem odpowiedniego poziomu i struktury kapitału obrotowego oraz minimalizacja ryzyka utraty płynności finansowej².

Celem niniejszego artykułu jest analiza i ocena strategii płynności finansowych w ujęciu dochód – ryzyko na przykładzie dwóch największych polskich koncernów paliwowych. Badania przeprowadzono na bazie dostępnych raportów okresowych za 2012 rok.

1. Strategie płynności finansowej w ujęciu dochód – ryzyko

Istnieją dwa sposoby tworzenia strategii płynności finansowej: wykorzystując ujęcie dochód – ryzyko (*risk – return*) lub ujęcie harmonizacji (*matching principle*). W pierwszym ujęciu strategia płynności finansowej jest konsekwen-

¹ G. Hawawini, C. Viallet: *Finanse menedżerskie*. PWE, Warszawa 2007, s. 21.

² D. Wędzki: *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa*. Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2003, s. 121.

cją pogodzenia dwóch przeciwstawnych celów przedsiębiorstwa: maksymalizacji wartości dla właścicieli (wymagającej oczekiwanego poziomu i struktury kapitału obrotowego) oraz minimalizacji ryzyka utraty płynności finansowej (powodowanej przez niski poziom kapitału obrotowego).

Zarządzający przedsiębiorstwem są zmuszeni do sformułowania strategii płynności finansowej, która określi, co jest ważniejsze: wysoka wartość dla właścicieli czy stabilność finansowa przedsiębiorstwa wynikająca z zachowania wysokiej płynności finansowej³.

W literaturze przedmiotu strategię płynności finansowej w ujęciu dochód – ryzyko dzieli się dodatkowo na trzy strategie cząstkowe⁴:

- 1) strategię aktywów obrotowych,
- 2) strategię źródeł finansowania aktywów obrotowych,
- 3) strategię majątkowo-finansową.

Przyjmuje się, iż strategię nastawione głównie na maksymalizację wartości dla właścicieli nazywane są liberalnymi lub agresywnymi. Strategie koncentrujące się na utrzymaniu płynności finansowej i bezpieczeństwa kapitałodawców określa się jako konserwatywne. Każda z cząstkowych strategii płynności finansowej w ujęciu dochód – ryzyko może być zarówno agresywna, konserwatywna, jak i umiarkowana. W praktyce kierunek działania przedsiębiorstwa w tym zakresie wyznacza się przez porównanie wskaźników do benchmarku, określonego jako średnia wielkość dla branży lub wskaźnik najpoważniejszego konkurenta na danym rynku. Należy zwrócić uwagę na to, iż ocena, czy dana strategia jest uważana za agresywną czy konserwatywną, w istotnym stopniu zależy od branży, w której przedsiębiorstwo funkcjonuje. Dlatego też strategia w jednym sektorze działalności gospodarczej uważana za liberalną, w innym może zostać uznana za wysoce konserwatywną⁵.

2. Porównanie strategii płynności finansowej Grupy Lotos SA i Grupy PKN Orlen SA

Celem badania jest analiza i ocena strategii płynności finansowej stosowanych przez dwie największe spółki giełdowe z branży paliwowej: Grupę Lotos SA oraz Grupę PKN Orlen SA na bazie skonsolidowanych wyników finanso-

³ M. Ryś: *Strategie płynności finansowej a prognozowanie upadłości przedsiębiorstw*. „Bank i Kredyt” 2003, nr 11-12, s. 102.

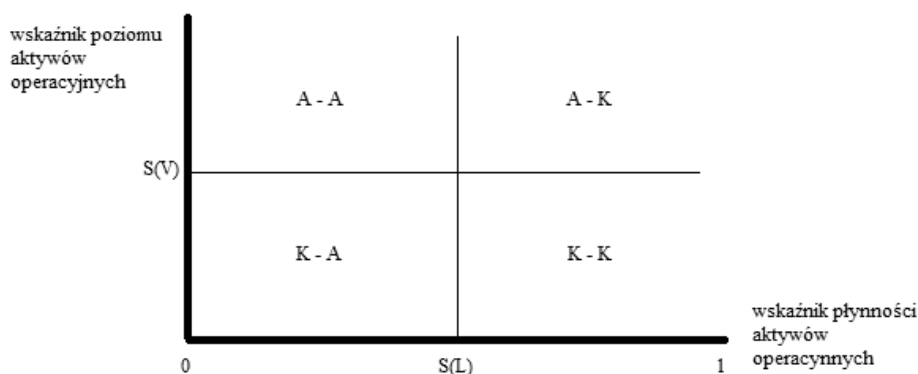
⁴ H.J. Weinraub, S. Visscher: *Industry practice to aggressive conservative working capital policies*. „Journal of Financial and Strategic Decisions” 1998, Vol. 11, No. 2, s. 12.

⁵ Ibid., s. 13.

wych za 2012 rok. Osiągnięcie tego celu jest możliwe dzięki wnikliwej analizie strategii zarządzania aktywami obrotowymi, strategii zarządzania ich finansowaniem oraz wyznaczeniu strategii majątkowo-finansowej. Do oszacowania rodzaju poszczególnych strategii cząstkowych wykorzystano średnie branżowe wyliczone na podstawie ostatnich raportów rocznych opublikowanych przez spółki giełdowe zaliczane do indeksu WIG paliwa⁶. Wzajemne zależności pozwalają sklasyfikować daną strategię jako:

- 1) agresywną,
- 2) konserwatywną,
- 3) umiarkowaną, w tym: agresywno-konserwatywną lub konserwatywno-agresywną.

Każdą z cząstkowych strategii płynności finansowej w ujęciu dochód – ryzyko można przeanalizować graficznie. Widoczne ćwiartki wyznaczają rodzaj strategii. Proste dzielące wykres na cztery części odwzorowują średnie branżowe lub przyjęty benchmark. W badanym przykładzie zostały one wyliczone jako średnia danych spółek zaliczanych do WIG paliwa. Na rys. 1 zaprezentowano wykres strategii aktywów obrotowych.



Rys. 1. Wykres strategii aktywów obrotowych

Źródło: D. Wędzki: *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa*. Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2003, s. 141.

Szczegółowe wyliczenia dotyczące strategii aktywów obrotowych zaprezentowano w tabeli 1. Pozwoliły one przeanalizować pod kątem oceny graficznej i wskaźnikowej rodzaj strategii aktywów obrotowych stosowany przez Gru-

⁶ Wykorzystano dane skonsolidowane pochodzące z raportów rocznych za 2012 r. spółek publicznych należących do WIG paliwa, http://www.gpw.pl/indeksy_gieldowe?isin=PL9999999722&ph_tresc_glowna_start=show#portfel [dostęp: 21.02.2014].

pę Lotos SA i Grupę PKN Orlen SA. Podstawowa ocena wskazała, iż spółka Grupa Lotos SA stosowała agresywną strategię, ponieważ wskaźnik poziomu aktywów operacyjnych był wyższy niż średnia branżowa, a wskaźnik płynności aktywów obrotowych był niższy niż średnia branżowa. Spółka Grupa PKN Orlen SA stosowała umiarkowaną strategię, a w szczególności agresywno-konserwatywną, ponieważ wskaźnik płynności aktywów obrotowych był wyższy niż przyjęty benchmark.

Tabela 1

Strategia aktywów obrotowych Grupy Lotos SA i Grupy PKN Orlen SA

Wskaźnik*	Średnia branżowa	Grupa Lotos SA	Strategia	Grupa PKN Orlen SA	Strategia
wskaźnik poziomu aktywów operacyjnych	0,950	1,214	agresywna	1,016	agresywna
wskaźnik płynności aktywów obrotowych	0,072	0,031	agresywna	0,086	konserwatywna
wskaźnik zapasów	0,311	0,698	konserwatywna	0,581	konserwatywna
wskaźnik należności	0,329	0,192	konserwatywna	0,313	konserwatywna

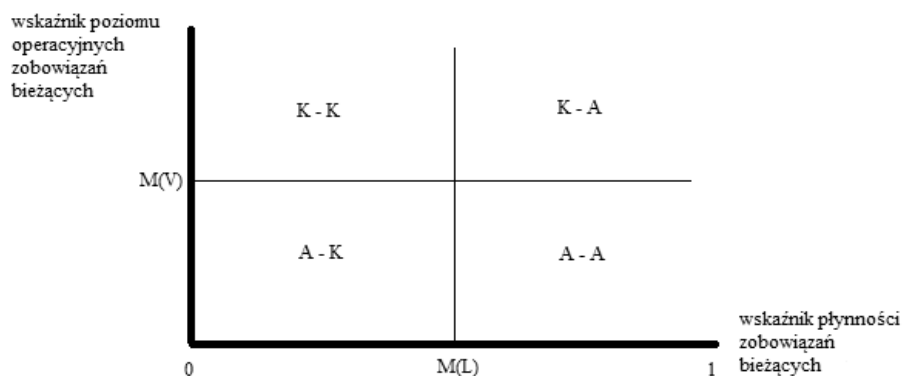
* Metodologia wyliczenia wskaźników:

- wskaźnik poziomu aktywów operacyjnych = aktywa operacyjne/aktywa obrotowe,
- wskaźnik płynności aktywów obrotowych = środki pieniężne i ich ekwiwalenty/aktywa obrotowe,
- wskaźnik zapasów = zapasy/aktywa obrotowe,
- wskaźnik należności = należności/aktywa obrotowe.

Dalsza analiza struktury aktywów pozwala zbadać zależności poszczególnych składników aktywów obrotowych. W obydwu badanych spółkach prezentują one wielkości charakterystyczne dla strategii konserwatywnej.

Na rys. 2 pokazano współzależności pomiędzy relacją wartości wskaźnika i średnią branżową a charakterem strategii finansowania aktywów obrotowych.

Dokonując podstawowej analizy na bazie wskaźników poziomu operacyjnych zobowiązań bieżących i płynności zobowiązań bieżących należy stwierdzić, że zarówno Grupa Lotos SA, jak i Grupa PKN Orlen SA charakteryzują się wyższymi wskaźnikami niż oszacowana średnia branżowa. Oznacza to, iż w zakresie strategii finansowania aktywów obrotowych obydwie spółki przyjęły wariant umiarkowany, a w szczególności konserwatywno-agresywny, co zostało zaprezentowane w tabeli 2.



Rys. 2. Wykres strategii finansowania aktywów obrotowych

Źródło: Ibid., s. 148.

Tabela 2

Strategia finansowania aktywów obrotowych Grupy Lotos SA i Grupy PKN Orlen SA

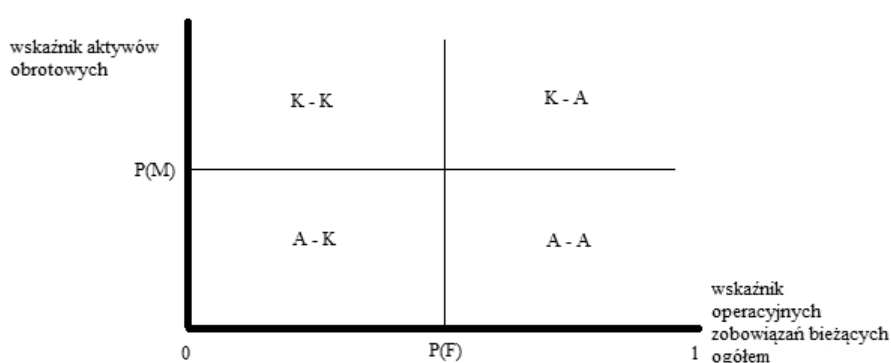
Wskaźnik*	Średnia branżowa	Grupa Lotos SA	Strategia	Grupa PKN Orlen SA	Strategia
wskaźnik poziomu operacyjnych zobowiązań bieżących	0,373	0,391	konserwatywna	0,837	konserwatywna
wskaźnik płynności zobowiązań bieżących	0,175	0,278	agresywna	0,287	agresywna
wskaźnik kapitału własnego	0,680	0,452	agresywna	0,538	agresywna
wskaźnik zobowiązań długoterminowych	0,164	0,330	agresywna	0,190	agresywna
wskaźnik zobowiązań bieżących odsetkowych	0,067	0,109	agresywna	0,027	konserwatywna
wskaźnik operacyjnych zobowiązań bieżących	0,088	0,109	agresywna	0,240	agresywna

* Metodologia wyliczenia wskaźników:

- wskaźnik poziomu operacyjnych zobowiązań bieżących = główne operacyjne zobowiązania bieżące/zobowiązania bieżące,
- wskaźnik płynności zobowiązań bieżących = zobowiązania bieżące/aktywa obrotowe,
- wskaźnik kapitału własnego = kapitał własny/aktywa ogółem,
- wskaźnik zobowiązań długoterminowych = zobowiązania długoterminowe + rezerwy na zobowiązania + długoterminowe rozliczenia międzyokresowe,
- wskaźnik zobowiązań bieżących odsetkowych = kredyty + pożyczki + zobowiązania z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych + leasing finansowy/aktywa ogółem,
- wskaźnik operacyjnych zobowiązań bieżących = zobowiązania z tytułu dostaw i usług + zobowiązania wekslowe/aktywa ogółem.

Analiza szczegółowa kolejnych wskaźników różnych klas zobowiązań oraz wskaźnika kapitału własnego pozwala stwierdzić, że w relacji do branży paliwowej obydwie spółki stosują agresywną strategię finansowania aktywów obrotowych. Wyjątkiem jest relacja zobowiązań bieżących odsetkowych do aktywów ogółem dla Grupy PKN Orlen SA, której wartość jest niższa niż przyjęty punkt odniesienia. Dane wskazują, że w tej części ma ona charakter konserwatywny. Różnica pomiędzy średnią branżową a wskaźnikiem nie jest jednak duża.

Rys. 3 przedstawia podział strategii majątkowo-finansowej na agresywną, konserwatywną lub umiarkowaną w zależności od relacji wskaźnika aktywów obrotowych wyrażającego wartość dla właścicieli i wskaźnika operacyjnych zobowiązań bieżących ogółem odzwierciedlającego płynność finansową do przyjętego benchmarku.



Rys. 3. Wykres strategii majątkowo-finansowej

Źródło: Ibid., s. 157.

Wyższa wartość pierwszego wskaźnika oznacza, iż strategia danego podmiotu będzie na wykresie w górnej części, zaś wyższa wartość drugiego wskaźnika tożsama jest z prawą częścią analizowanego pola. Taka lokalizacja oznacza, iż obydwie firmy – zarówno Grupa Lotos SA, jak i Grupa PKN Orlen SA – przyjęły umiarkowaną (konserwatywno-agresywną) strategię majątkowo-finansową.

Tabela 3

Strategia majątkowo-finansowa Grupy Lotos SA i Grupy PKN Orlen SA

Wskaźnik*	Średnia branżowa	Grupa Lotos SA	Strategia	Grupa PKN Orlen SA	Strategia
wskaźnik aktywów obrotowych	0,305	0,426	konserwatywna	0,491	konserwatywna
wskaźnik operacyjnych zobowiązań bieżących ogółem	0,107	0,169	agresywna	0,257	agresywna

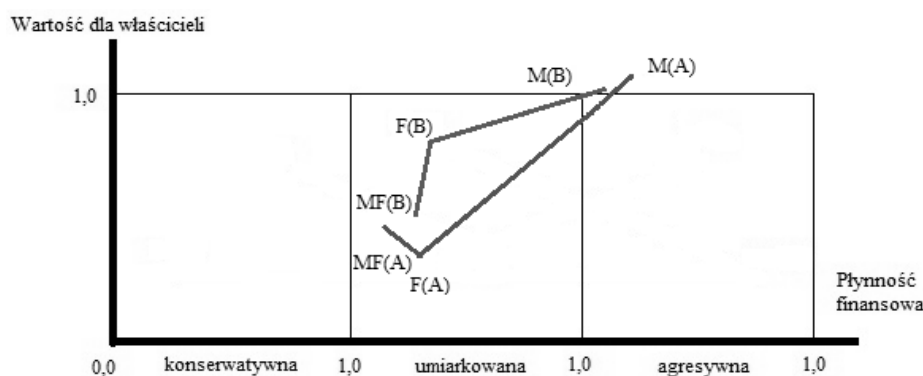
* Metodologia wyliczenia wskaźników:

a) wskaźnik aktywów obrotowych = aktywa obrotowe/aktywa ogółem,

b) wskaźnik operacyjnych zobowiązań bieżących ogółem = operacyjne zobowiązania bieżące ogółem/aktywa ogółem.

Taka strategia charakteryzuje się większą wartością aktywów obrotowych i większym poziomem operacyjnych zobowiązań bieżących. Z punktu widzenia wielkości podmiotów wchodzących w skład indeksu WIG paliwa będących podstawą do wyliczenia średnich branżowych taki wynik jest uzasadniony. Dwie analizowane spółki należą do trzech największych firm w tym zestawieniu, co także sprawia, że wielkość majątku obrotowego i operacyjnych zobowiązań bieżących ogółem jest wyższa niż przyjęty punkt odniesienia.

Na rys. 4 dokonano porównania całkowitej strategii płynności finansowej Grupy Lotos SA i Grupy PKN Orlen SA. Wykorzystując wyniki wcześniejszej analizy cząstkowych strategii płynności finansowej, dokonano wyboru jednego z trzech pól odpowiadających strategii konserwatywnej, umiarkowanej i agresywnej. Na wykres naniesiono trzy punkty, gdzie punkt M oznacza strategię aktywów obrotowych, punkt F – strategię finansowania aktywów obrotowych, zaś punkt MF – strategię majątkowo-finansową. Literą A oznaczono wyniki Grupy Lotos SA, zaś literą B punkty odpowiadające strategiom cząstkowym płynności finansowej Grupy PKN Orlen SA⁷.



Rys. 4. Wyznaczenie strategii całkowitej płynności finansowej spółek Grupa Lotos SA i Grupa PKN Orlen SA

Wyznaczone punkty zostały połączone linią ciągłą. W ten sposób został stworzony wykres całkowitej strategii płynności finansowej dla dwóch badanych spółek, który pozwala porównać strategię finansową Grupy Lotos SA i Grupy PKN Orlen SA.

Należy zauważyć, że wyżej wymienione spółki prezentowały bardzo zbliżone strategie aktywów obrotowych i strategie majątkowo-finansowe. Oznacza

⁷ D. Wędzki: Op. cit., s. 161-162.

to, iż poziom aktywów obrotowych w dwóch największych spółkach paliwowych jest bardzo podobny. Różnica widoczna jest zaś w porównaniu strategii finansowania aktywów obrotowych, pomimo że obydwie podmioty charakteryzowały się umiarkowaną strategią częstkową. Wartość wskaźnika płynności zobowiązań bieżących dla Grupy Lotos SA i Grupy PKN Orlen SA była bardzo zbliżona. Istotna różnica związana jest z wartością wskaźnika poziomu operacyjnych zobowiązań bieżących. Zastosowanie graficznej metody wyznaczania całkowitej strategii płynności finansowej pozwala wysunąć wniosek, że wyższą wartość dla właścicieli wykazywałaby strategia zastosowana przez Grupę PKN Orlen SA.

Podsumowanie

Porównanie stosowanej całkowitej strategii płynności finansowej w ujęciu dochód – ryzyko przez Grupę Lotos SA i Grupę PKN Orlen SA w relacji do średniej z branży spółek paliwowych wykazało, że spółki te przyjmują strategię umiarkowaną, co jest zrozumiałe ze względu na wielkość podmiotów w relacji do pozostałych spółek zaliczanych do indeksu WIG paliwa; bardzo podobną w przypadku dwóch z trzech strategii częstkowych: aktywów obrotowych oraz majątkowo-finansowej oraz odmienną w zakresie strategii finansowania aktywów obrotowych. Grupa Lotos SA przy zachowaniu podobnego poziomu płynności finansowej charakteryzowała się zdecydowanie mniejszą wartością dla właścicieli, co wynika z posiadania oprocentowanych zobowiązań krótkoterminowych: pożyczek i kredytów.

Mniejszy potencjał kapitałowy oraz nieco bardziej agresywna strategia spowodowały, iż zgodnie z przeprowadzoną analizą i oceną zarządzający Grupą Lotos SA, utrzymując płynność finansową na zbliżonym poziomie do Grupy PKN Orlen SA, obniżyli wartość dla właścicieli.

Literatura

Hawawini G., Viallet C.: *Finanse menedżerskie*. PWE, Warszawa 2007.

Indeks WIG paliwa, Giełda Papierów Wartościowych SA, http://www.gpw.pl/indeksy_gieldowe?isin=PL999999722&ph_tresc_glowna_start=show#portfel [dostęp: 21.02.2014].

Ryś M.: *Strategie płynności finansowej a prognozowanie upadłości przedsiębiorstw*. „Bank i Kredyt” 2003, nr 11-12.

Weinraub H.J., Visscher S.: *Industry practice to aggressive conservative working capital policies*. „Journal of Financial and Strategic Decisions” 1998, Vol. 11, No. 2.

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

**EVALUATION OF THE FINANCIAL LIQUIDITY STRATEGIES IN RISK
– RETURN CONCEPT IN COMPANIES FROM
THE PETROLEUM INDUSTRY**

Summary

The presented article concerns a problem of financial liquidity strategies in risk – return concept with the particular attention on three kinds of them: current assets strategy, sources of funding current assets strategy and assets – financial strategy. Using graphic methods and financial data from annual reports companies included in WIG petrol financial liquidity strategies of two the biggest polish petrol companies Grupa Lotos SA oraz Grupa PKN Orlen SA was examined.