

Rozdział 15

Gabriela Łukasik, Bartosz Orliński

STRATEGIE FINANSOWE SPÓŁEK KAPITAŁOWYCH Z WYKORZYSTANIEM PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH

Wprowadzenie

Racjonalne funkcjonowanie współczesnego przedsiębiorstwa w zmieniającym się otoczeniu wymaga doboru odpowiednich strategii działania, pozwalających nie tylko utrzymać, ale i poprawić przewagę konkurencyjną na rynku. Wiodącą rolę w strategii działania przedsiębiorstwa odgrywa strategia finansowa, która bierze pod uwagę konsekwencje każdego wyboru na płaszczyźnie ekonomicznej, społecznej, technicznej i prawnej. Ważną rolę w tym zakresie pełni system informacyjny uwzględniający treść i użyteczność decyzyjną informacji, gdzie istotną rolę odgrywają przepływy pieniężne. Wyniki badań naukowych w zakresie przyczyn niewypłacalności przedsiębiorstw i trwałej utraty płynności finansowej wskazują na rolę przepływów pieniężnych decydujących o możliwości kontynuowania działalności i utrzymania pozycji rynkowej.

Głównym celem opracowania jest ocena roli i znaczenia przepływów pieniężnych w wyborze strategii finansowej przedsiębiorstwa, z uwzględnieniem elementów teorii i wyników badań empirycznych. Podstawową tezę prowadzonych rozważań jest założenie, że „wybór strategii finansowej przedsiębiorstwa wymaga uwzględnienia jej związku i zależności z poziomem i strukturą przepływów pieniężnych”.

Przedsiębiorstwa dysponujące systemem informacji o przepływach pieniężnych mogą się przygotować do zmian otoczenia, zidentyfikować ryzyko, dokonać wyboru odpowiednich form zabezpieczenia przed jego skutkami oraz skonstruować właściwe scenariusze sytuacyjne. Podstawowe potrzeby informacyjne dotyczą różnych obszarów decyzyjnych, nie tylko związanych z samym przedsiębiorstwem, ale i z jego pozycją w zmiennym otoczeniu rynkowym. W rozważaniach uwzględniono systemowe podejście do finansów przedsiębiorstwa, z przyjęciem wieloaspektowej analizy i oceny wzajemnych zależności pomiędzy wyborami podmiotów gospodarczych a ich przepływami pieniężnymi. W opracowaniu wykorzystano przedmiotową literaturę oraz wyniki przeprowadzonych badań ankietowych.

Podstawy wyboru strategii finansowych

Pojęcie strategii jest w różny sposób definiowane w literaturze przedmiotu. Najczęściej łączy się z koncepcją zarządzania strategicznego jako reakcja na wzrost złożoności procesów zarządzania, rozszerzenie zasięgu i możliwości działania oraz zwiększone ryzyko i niepewność. W definiowaniu strategii wyróżnia się takie elementy jak cele i misje (wizje) przedsiębiorstwa, wzorce dla działań i decyzji, reguły zachowania podmiotów gospodarczych, sposoby realizacji celów i związaną z tym alokację zasobów. We współczesnych teoriach formułuje się cel przedsiębiorstwa jako maksymalizację jego wartości przy uwzględnieniu w sposób zrównoważony celów innych interesariuszy.

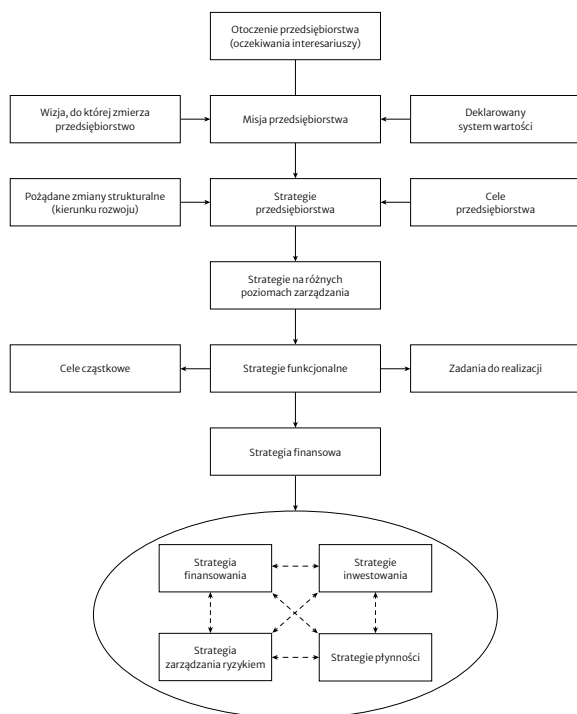
Wizja i misja określają kierunek, w jakim zmierza przedsiębiorstwo, z uwzględnieniem oceny zasobów i umiejętności, słabych i mocnych stron oraz otoczenia konkurencyjnego, w którym funkcjonuje. Ocena ta wykorzystuje w różnym stopniu i zakresie dotychczasową działalność przedsiębiorstwa oraz projekcje przyszłych kierunków zmian otoczenia (w tym zmian na rynkach kapitałowych). Realizacja ogólnej strategii związana jest z podejmowaniem strategii funkcjonalnych, wśród których wyróżnia się strategię finansową. Nie ma ona charakteru autonomicznego, ale w powiązaniu z innymi strategiami (produkcyjnymi, personalnymi, marketingowymi) zapewnia zrównoważony rozwój przedsiębiorstwa. Ogólny schemat strategii przedsiębiorstwa przedstawia rysunek 15.1.

Strategię finansową można traktować jako zbiór kryteriów i zasad postępowania związanych z szeroko rozumianym zarządzaniem kapitałem, pozwalającym na realizację celu strategicznego, w rozumieniu wartości ekonomicznej i rynkowej. Stanowi ona połączenie wyborów związanych z pozyskaniem środków finansowych (strategie finansowania) oraz określeniem kierunków i sposobów ich wykorzystania (strategie inwestowania – alokacji kapitału), w powiązaniu z prawidłowym zarządzaniem ryzykiem.

Miejsce ryzyka w strategii finansowej przedsiębiorstwa można rozpatrywać jako:

- wybór akceptowanego ryzyka i wynikającej z tego postawy wobec ryzyka (aktywnej lub pasywnej),
- wybór działań pozwalających na zmniejszenie stopnia wrażliwości przedsiębiorstwa na sytuacje ryzykowne i związane z nimi zagrożenia (system ochrony),
- uznanie ryzyka nie tylko jako zagrożenia, ale i szansy, zgodnie z teorią ofensywnego podejścia do ryzyka.

Strategie finansowania związane są z wyborem: źródeł finansowania (w ujęciu finansowania wewnętrznego i zewnętrznego – rynkowego), instrumentów pozyskiwania kapitału, kapitałodawców i struktury własnościowej. Strategie inwestowania obejmują wybór kierunku inwestowania (inwestycje rzeczowe i finansowe), strategie portfeli inwestycyjnych na rynku finansowym, wybór zakresu i metod oceny efektywności projektów inwestycyjnych. Wyróżnić należy również strategię płynności finansowej, którą można rozpatrywać w dwóch aspektach. Z jednej strony może ona stanowić niezależny obszar wyborów przedsiębiorstwa, z drugiej każdy element strategii finansowej wpływa na zmiany płynności finansowej przedsiębiorstwa.



Rysunek 15.1. Ogólny schemat strategii przedsiębiorstwa

Źródło: opracowanie własne na podstawie: G. Łukasik, J. Błach: *Strategie finansowe przedsiębiorstwa*. Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2015, s. 47.

Wyróżnić można dwie podstawowe strategie finansowe:

- defensywną (konserwatywną), polegającą na dążeniu do utrzymania wiarygodności finansowej i pozycji rynkowej przy minimalizowaniu ryzyka prowadzonej działalności, stabilizacji wartości ekonomicznej i rynkowej z dążeniem do przetrwania na rynku,
- ofensywną (agresywną), nastawioną na wykorzystanie wszystkich szans rynkowych, rozwój przedsiębiorstwa, wzrost wartości ekonomicznej i rynkowej, z aktywną postawą w sytuacjach ryzykownych i na preferencję dla zachowań kreatywnych.

O wyborze strategii finansowej decyduje wiele czynników o charakterze wewnętrznym, które wynikają ze specyfiki różnych obszarów działania przedsiębiorstwa, oraz zewnętrznym, związanych ze zmianą warunków i parametrów rynkowych, zmian w sferze normatywnej, sferze społecznej i techniczno-technologicznej. Czynniki wewnętrzne wynikają z otoczenia przedsiębiorstwa i wpływają na wyniki finansowe, zasoby i przepływy pieniężne. Wymuszają one zmiany w strategiach finansowych i innych strategiach funkcjonalnych, wpływając na zmianę zachowań podmiotów rynkowych, z różną świadomością negatywnych i pozytywnych konsekwencji z tym związanych i z różną ich akceptacją. Ważny jest stopień rozwoju rynku finansowego, który decyduje

nie tylko o dostępie do kapitału, strukturze kapitałodawców, możliwości pozyskiwania kapitału w warunkach wyższego ryzyka, ale i o wykorzystaniu różnych instrumentów finansowych wpływających na elastyczne kształtowanie struktury kapitału i efekty jego alokacji. Czynniki wewnętrzne, decydujące o wyborze strategii finansowej, wiążą się głównie z ekonomicznym cyklem życia przedsiębiorstwa, indywidualnym profilem ryzyka, zwłaszcza operacyjnego, kapitałochłonnością działania, indywidualnym ryzykiem realizowanych projektów inwestycyjnych.

Niezależnie od różnych podejść do strategii można uznać, że wymaga ona wyznaczenia celów oraz sposobów ich osiągnięcia związanych ze zbiorem kryteriów i reguł decyzyjnych, z uwzględnieniem określonego obszaru swobody decyzyjnej. Zmiana strategii może dotyczyć wyboru nowej strategii, weryfikacji dotychczasowej strategii, weryfikacji i korekty działań w konkretnych strategiach funkcjonalnych z identyfikacją barier i ograniczeń oraz szans w różnych obszarach decyzyjnych. Wybór strategii finansowej i ocena prawidłowości jej stosowania zależą od dostępu do wiarygodnych i pełnych informacji dotyczących konkretnego podmiotu gospodarczego, jak i jego otoczenia. Niedobór informacji lub ich zniekształcenie mogą powodować trudności w wyznaczeniu odpowiedniej strategii, ze względu na brak możliwości oceny przyjętych założeń czy spodziewanych zmian otoczenia, a w konsekwencji trudności w dostosowaniu przyjętych strategii do warunków rynkowych. Szczególną rolę w tym zakresie odgrywa system informacji płynących z rachunkowości, w tym głównie ze struktury przepływów pieniężnych, pozwalających na wieloaspektową ocenę zależności pomiędzy wyborami jednostki gospodarczej a jej przepływami pieniężnymi. Potrzeby informacyjne wiążą się również z wyborami inwestorów decydujących o kierunku alokacji kapitału, oczekiwanej stopie zwrotu, w powiązaniu z akceptowanym ryzykiem.

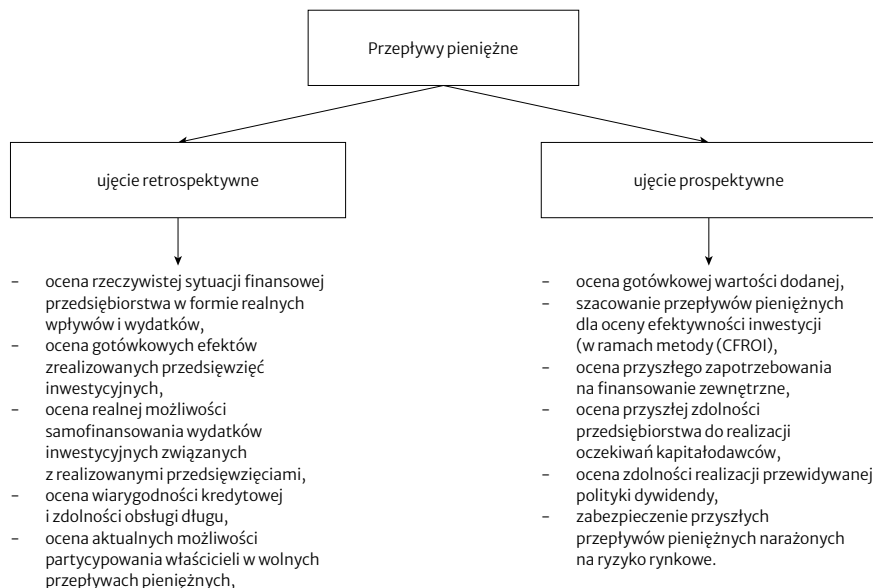
Rola i miejsce przepływów pieniężnych w strategii finansowej przedsiębiorstwa

Wartość poznawcza rachunku przepływów pieniężnych przedsiębiorstwa

Rachunek przepływów pieniężnych, kluczowy element sprawozdania finansowego, informuje o wpływach i wydatkach w różnych obszarach funkcjonowania przedsiębiorstwa, co w sposób kompleksowy (wieloaspektowy) ukazuje jego realną sytuację finansową i wiarygodność. Dysponowanie systemem informacji o przepływach pieniężnych pozwala na wczesne przygotowanie przedsiębiorstwa do zmian otoczenia, identyfikację ryzyka oraz konstrukcję właściwych scenariuszy sytuacyjnych. W celu wyznaczenia strategii finansowych przepływy pieniężne można rozpatrywać w ujęciu retrospektywnym i prospektywnym, z uwzględnieniem różnych obszarów decyzyjnych. Ich zakres przedstawia rysunek 15.2.

Przepływy pieniężne *ex-post* stanowią podstawę ocen w ujęciu prognostycznym w ramach szeroko rozumianego planowania strategicznego. Prognostyczna ocena może dotyczyć różnych obszarów działania przedsiębiorstwa, które w przyszłości

mogą oddziaływać na kształtowanie się realnych wpływów i wydatków gotówkowych. Ich znajomość pozwala na podejmowanie działań adaptacyjnych do zmieniających się warunków otoczenia, ustalanie nowych parametrów decyzyjnych oraz przygotowanie się do zamierzonych zmian strukturalnych. Ocenę tę można wykorzystać do szacowania wartości ekonomicznej przedsiębiorstwa opartej na zdyskontowanych przepływach gotówkowych, pozwalających uzyskać obraz wartości przedsiębiorstwa jako przyszły przewidywany strumień gotówki, zdyskontowany stopą wyrażającą ryzyko tego strumienia.



Rysunek 15.2. Zakres oceny przepływów pieniężnych wykorzystywanych w wyborze strategii finansowych
Źródło: opracowanie własne.

Przepływy pieniężne ujęte są w trzech podstawowych obszarach działalności przedsiębiorstwa: operacyjnej, inwestycyjnej i finansowej. W tych obszarach działalności poszukuje się czynników wzrostu wartości przedsiębiorstwa, tj. w działalności:

- operacyjnej, określając rentowność gotówkową sprzedaży i efekt gotówkowy wykorzystania majątku,
- inwestycyjnej, akcentującej efektywność różnych kierunków alokacji kapitału,
- finansowej, związanej z optymalizacją struktury kapitału i kosztem kapitału.

Informacje o wszystkich wpływach i wydatkach środków pieniężnych z podstawowych obszarów działalności pozwalają ustalić saldo przepływów gotówkowych (środki pieniężne netto) decydujące o przyszłej wypłacalności przedsiębiorstwa ważnej dla wszystkich grup interesariuszy¹. W strategii finansowej niezbędne są oceny prawi-

¹ Por. D. Wędzki: *Analiza wskaźnikowa sprawozdania finansowego*. Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005, s. 306–326; T. Maślanka: *Przepływy pieniężne w zarządzaniu finansami przedsiębiorstwa*. C.H. Beck, Warszawa 2008, s. 53–72.

dłowości zmian stanu gotówki w aspekcie rzeczywistych potrzeb przedsiębiorstwa oraz optymalizacja poziomu wolnej gotówki utrzymywanej przez przedsiębiorstwo. Prawidłowe zarządzanie gotówką ogranicza bowiem koszty utraconych korzyści związanych z kształtowaniem się rynkowych stóp procentowych oraz koszty transakcyjne związane z wyborem kierunku ewentualnych lokat finansowych i aktywną zmianą struktury aktywów obrotowych.

W podejściu systemowym przepływy pieniężne traktowane są jako narzędzie oceny zdolności podmiotu do trwania na rynku. Dodatnie saldo przepływów jest uznawane za warunek konieczny trwania i rozwoju przedsiębiorstwa. Ważne są także prognozy strumieni pieniężnych w odniesieniu do indywidualnych projektów inwestycyjnych, szczególnie o charakterze rozwojowym. Prospektywna ocena przepływów pieniężnych w ocenie efektywności przedsięwzięć rozwojowych dotyczy²:

- ustalania budżetu kapitałowego, porównania potencjalnych wariantów inwestowania z kosztem kapitału (WACC),
- szacowania spodziewanych przepływów pieniężnych z realizacji przedsięwzięć inwestycyjnych,
- wyboru konkretnych przedsięwzięć zapewniających najwyższą efektywność.

Podstawową rolę w tych ocenach odgrywa jednak szacunek przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej. Stanowi on podstawę wyznaczania tzw. nadwyżki operacyjnej, decydującej o możliwościach samofinansowania przedsięwzięć rozwojowych, realizacji zobowiązań wobec wierzycieli i właścicieli oraz podstawę oceny rentowności gotówkowej (strumieniowej) przedsiębiorstwa.

Rola i miejsce operacyjnych przepływów pieniężnych w strategii finansowej przedsiębiorstwa

Zdolność do generowania operacyjnych przepływów pieniężnych ma kluczowe znaczenie w doborze i realizacji strategii finansowej przedsiębiorstwa. Ocena ich roli w doborze strategii finansowej wymaga uwzględnienia takich obszarów decyzyjnych, jak:

- pozycja przedsiębiorstwa na rynku: zakres aktywności międzynarodowej, możliwości swobody wyboru struktury produkcji w powiązaniu z potrzebami rynku, możliwości dywersyfikacji działalności,
- polityka cen: możliwości wykorzystania konkurencji cenowej i dostosowania zmian cen sprzedaży do czynników produkcji, z uwzględnieniem elastyczności cenowej, popytu,
- polityka kredytowa wobec odbiorców decydująca o zasadach i warunkach udzielania kredytu handlowego,
- gospodarka zapasami, z uwzględnieniem ciągłości produkcji i sprzedaży, przy ograniczeniu kosztów utrzymania zapasów i optymalnej skali dostaw.

² G. Łukasik: *Strategie finansowania rozwoju współczesnych przedsiębiorstw*. Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2010, s. 84–93; T. Jury: *Cash-flow. Analysis and Forecasting: The Definitive Guide to Understanding and Using Published Cash Flow Data*. The Wiley Finance Series, New York 2012, p. 334.

- terminy realizacji zobowiązań bieżących (głównie wobec dostawców) i związany z tym zakres wykorzystania kredytu handlowego,
- zakres tworzonych rezerw na przyszłe zobowiązania.

Jest to ten obszar decyzyjny przedsiębiorstwa, który wiąże się ze strategią płynności finansowej i zdolnością do realizacji wymagalnych zobowiązań stanowiących podstawę wiarygodności finansowej i pozycji na rynku finansowym³. Działalność operacyjna decyduje głównie o kryzysie finansowym przedsiębiorstwa, a w konsekwencji o jego niewypłacalności. Problemy w obszarze operacyjnym naruszają równowagę pieniężną, zdolność rozwojową przedsiębiorstwa oraz ograniczają szanse przetrwania na rynku i możliwości odzyskania długoterminowej płynności. W tych warunkach różne mogą być decyzje i wybory zarówno właścicieli, jak i wierzycieli decydujących się np. na wycofanie kapitału, ograniczenie dalszego finansowania, co może powodować znaczny spadek wartości rynkowej. Przywrócenie równowagi finansowej wymaga zmian strategii finansowej, przy czym zdolność przedsiębiorstwa do zmian jest jednak różna. Przedsiębiorstwa o wysokiej kapitałochłonności i ryzyku operacyjnym wykazują się mniejszą elastycznością i zdolnością adaptacji do zmian otoczenia niż przedsiębiorstwa nieobciążone wysokimi aktywami trwałymi i kosztami pozyskania kapitału do ich finansowania.

Przedsiębiorstwa nastawione na rozwój powinny być zainteresowane maksymalizowaniem operacyjnych przepływów pieniężnych i prawidłowym ich wykorzystaniem na pokrycie wydatków inwestycyjnych oraz spłatę zobowiązań wobec wierzycieli. Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej stanowią również podstawę wyceny tzw. wolnych przepływów pieniężnych wykorzystywanych do oceny możliwości realizacji oczekiwań właścicieli i pozostałych inwestorów (zgodnie z przyjętą polityką dywidend). W dłuższej perspektywie, w ramach realizacji przedsięwzięć rozwojowych, uwzględnić należy zmiany w zapotrzebowaniu na kapitał obrotowy i inwestycje rzeczowe.

Kluczowe znaczenie dla kształtowania i stabilności operacyjnych przepływów pieniężnych ma pozycja przedsiębiorstwa na rynku wyznaczana przez strukturę oferowanych produktów i możliwości jej dywersyfikacji, innowacyjność oferty, cykl życia produktu i możliwości swobody wyznaczania cen produktów. W sytuacji działalności na rynku międzynarodowym ważna jest również ocena wpływu zmian kursu walutowego na realną wartość generowanych strumieni pieniężnych. Siła oddziaływania przedsiębiorstwa na kształtowanie cen jest ograniczona przez elastyczność popytu i elastyczność dochodową popytu (zależną od zmiany dochodu nabywcy)⁴. We współczesnych przedsiębiorstwach klasyczne strategie produktowe, eksponujące strukturę portfela produktów i jego atrybuty (asortyment, jakość) zastępowane są strategiczną analizą klientów oraz kształtowaniem prawidłowych relacji z najbardziej opłacalnymi klientami. Jak słusznie zauważa P. Kotler, firmy ukierunkowane na klienta tworzą nie tylko produkty, ale również nowe rynki, zgodnie z tezą, że uzyskanie przewagi konkurencyjnej jest warunkiem rozwoju⁵.

³ Szerzej: M. Sierpińska, D. Wędzki: *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007; G. Michalski: *Strategiczne zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*. CeDeWu, Warszawa 2011.

⁴ R. Best: *Market Based Management*. Prentice Hall, Upper Saddle River 2004, s. 211.

⁵ P. Kotler: *Marketing*. Dom Wydawniczy Rebis, Warszawa 2005, s. 70.

Polityka przedsiębiorstwa w zakresie kredytu kupieckiego stanowi ważny element strategii finansowej w obszarze działalności operacyjnej. Uwzględnia ona kilka podstawowych zmiennych, takich jak okres kredytowania, limity kredytu kupieckiego, warunki stosowania opustów cenowych, karne odsetki za nieterminowe płatności, metody oceny wiarygodności kontrahentów i akceptowanego poziomu ich niewypłacalności oraz sposoby zabezpieczenia ryzyka nieodzyskania należności⁶. Problem decyzyjny w tym zakresie wymaga wyboru pomiędzy działaniami skoncentrowanymi na zwiększeniu należności (ofensywna strategia), a działaniami zmierzającymi do skrócenia terminu dostępu do środków pieniężnych (konserwatywna strategia).

Ważnym czynnikiem decydującym o przepływach pieniężnych z działalności operacyjną są również rozwiązania podatkowe. Wieloaspektowe ujęcie tego problemu w kilku istotnych obszarach dotyczy zarówno elementów konstrukcji systemu podatkowego, jak i strategii podatkowej przedsiębiorstwa. Strategie podatkowe obejmują działania mające na celu zmniejszenie lub optymalizację obciążeń podatkowych związanych głównie z wykorzystaniem możliwości tkwiących w uregulowaniach prawnych. Zakres swobody podatkowej jest najczęściej ograniczony. Dla przedsiębiorstwa ważne jest więc ryzyko podatkowe, wynikające z niepewności co do sytuacji podatkowej w przyszłości oraz z braku stabilizacji rozwiązań podatkowych.

Ostateczne saldo przepływów pieniężnych ma duże znaczenie dla kierunku wykorzystania nadwyżki operacyjnej. W szczególności można wyróżnić następujące scenariusze:

- wykorzystanie nadwyżki do samofinansowania inwestycji rzeczowych, z oczekiwaniem (oceną) przyszłych korzyści w działalności operacyjnej,
- alokacja nadwyżki na rynku finansowym, z oczekiwaniem dodatkowych przychodów finansowych,
- przekazanie nadwyżki operacyjnej właścicielom w ramach polityki dywidendy,
- wykorzystanie nadwyżki operacyjnej na samofinansowanie wydatków finansowych związanych ze spłatą i obsługą kapitału pożyczkowego.

Strategie alokacji i pozyskania kapitału z uwzględnieniem zmian w przepływach pieniężnych

Strategie alokacji kapitału związane są z szeroko rozumianą działalnością inwestycyjną i uwzględniają konsekwencje decyzji w zakresie lokowania kapitału w strefę inwestycji rzeczowych i finansowych oraz lokowania wolnych środków na rynku pieniężnym. Decyzje w tym obszarze wpływają na rozwój przedsiębiorstwa, wzmocnienie jego pozycji konkurencyjnej na rynku, rozszerzenie działalności operacyjnej, a w przyszłości na wzrost przepływów pieniężnych w tym obszarze. Inwestycje finansowe realizowane są najczęściej w sytuacji, gdy przedsiębiorstwo ma ustaloną pozycję rynkową, oczekuje wyższej stopy zwrotu lub gromadzi środki pieniężne na pokrycie przyszłych wydatków inwestycyjnych, dbając o zabezpieczenie ich realnej wartości. Taki kierunek działania

⁶ M. Sierpińska, A. Sierpińska-Sawicz, M. Kowalik, M. Zubek: *Kredyt kupiecki. Ryzyko i sposoby jego ograniczania*. Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2021, s. 75 i dalsze.

przedsiębiorstwa może wynikać zarówno ze stopnia dojrzałości przedsiębiorstwa, barier rozwoju na rynku rzeczowym, jak i atrakcyjności ofert na rynku kapitałowym, gwarantujących wyższą stopę zwrotu. Zwrócić należy również uwagę na szansę ze-wnętrznego rozwoju przedsiębiorstwa poprzez łączenie się podmiotów gospodar-czych. Rynekowe motywy łączenia się podmiotów muszą uwzględniać skalę korzyści, możliwości poprawy pozycji konkurencyjnej oraz dywersyfikację ryzyka działalności. Nie bez znaczenia pozostaje możliwość nabywania konkurencyjnych przedsiębiorstw i uzyskanie kontroli na rynku, wchodzenia w nowe obszary działalności, dzięki czemu firma może rozszerzyć i zdywersyfikować ryzyko działania. Dodatkową wartością jest efekt synergii, m.in. operacyjnej obejmującej korzyści skali, wzrost siły nabywczej oraz większy potencjał wzrostu, a także bardziej racjonalne wykorzystanie wolnych środków pieniężnych. Podkreślić należy również sytuacje lokowania na rynku środków z fun-duszu amortyzacji, gdy niezbędne jest gromadzenie środków pieniężnych w dłuższej perspektywie na samofinansowanie inwestycji odtworzeniowych.

Strefa działalności inwestycyjnej w rachunku przepływów pieniężnych uwzględni również wpływy pieniężne będące konsekwencją efektywnej alokacji kapitału na rynku finansowym (np. otrzymane odsetki, dywidendy). Dotyczy ona również doboru metod oceny efektywności, z uwzględnieniem zdyskontowanych, szacowanych, gotówko-wych korzyści konkretnego portfela lokat finansowych. Ważny jest również problem zarządzania ryzykiem przedsiębiorstwa z wykorzystaniem instrumentów inżynierii finansowej i właściwych metod oceny ryzyka z uwzględnieniem wrażliwości na to ry-ziko⁷. W ocenie efektywności inwestycji finansowych nie bez znaczenia jest prognoza i dostęp do informacji w zakresie zmian stóp procentowych w relacji do stopy inflacji. Inwestowanie w instrumenty finansowe, w szczególności dla podmiotów nieprowa-dzących działalności operacyjnej, powinno być wynikiem rzetelnej analizy fundamen-talnej, z uwzględnieniem predykcji przyszłych zmian otoczenia finansowego. Wpływy pieniężne mogą pochodzić również z pozbywania się rzeczowych aktywów trwałych, w celu pozyskania środków na realizację zobowiązań, co może być wynikiem okreso-wych problemów płacniczych przedsiębiorstwa.

Rozpatrując strategię przedsiębiorstwa w działalności inwestycyjnej z uwzględ-nieniem jej efektywności podnieść należy również problem kosztu kapitału, który łączy decyzje alokacji i pozyskiwania kapitału. Koszt kapitału można rozpatrywać z dwóch punktów widzenia: inwestora (kapitałodawcy) i przedsiębiorstwa (kapitało-biorcy). Z punktu widzenia inwestora koszt kapitału stanowi oczekiwaną stopę zwrotu z udostępnienia kapitału w ramach akceptowanego w danych warunkach rynkowych ryzyka. W tym ujęciu koszt kapitału będzie konsekwencją wyboru określonego kie-runku wykorzystania kapitału. Z punktu widzenia kapitałobiorcy koszt kapitału to oczekiwana minimalna stopa zwrotu z planowanych przedsięwzięć inwestycyjnych o różnym poziomie ryzyka.

Strategie pozyskiwania kapitału stanowią element szerszego problemu wyboru struktury kapitału. W rozważaniach dotyczących struktury kapitału, szeroko pre-zentowanych w literaturze, rozpatruje się wiele zagadnień związanych z: ryzykiem finansowym, oceną kosztu kapitału, rozwiązaniami podatkowymi, cechami współ-

⁷ Szerzej: A. Szopa: *Podstawy inżynierii finansowej*. Wolters Kluwer, Warszawa 2012, s. 16–18.

czesnych rynków finansowych, występującymi na nich konfliktami interesów i asymetrią informacji. W rozważaniach wyróżnia się nie tylko czynniki warunkujące wybory przedsiębiorstwa, ale i związek struktury kapitału z wartością rynkową i ekonomiczną. Z punktu widzenia przepływów pieniężnych – niezależnie od różnych teorii – wybór struktury kapitału rozpatrywać należy głównie w aspekcie relacji pomiędzy udziałem właścicieli i wierzycieli w finansowaniu aktywów, bez rozróżnienia sposobu wnoszenia kapitału przez właścicieli (poprzez zatrzymanie zysku lub emisję akcji).

W problematyce struktury kapitału istotna jest kategoria optymalnej struktury kapitału, Taka struktura powinna zapewnić równowagę między poziomem oczekiwanego dochodu i wielkością akceptowanego ryzyka rozpatrywanego przez właścicieli, wierzycieli i potencjalnych inwestorów. Oznacza to, że można maksymalizować dochody właścicieli nie tylko przez dobór źródeł finansowania (szanse), ale i występujące ryzyko⁸, wynikające np. z przekroczenia poziomu zadłużenia ponad krańcową zdolność pożyczkową przedsiębiorstwa. Wybór określonej struktury kapitału decyduje nie tylko o poziomie i strukturze wpływów pieniężnych, ale i o przyszłych wydatkach: obligatoryjnych (kapitał pożyczkowy) i fakultatywnych (kapitał własny) oraz o docelowej strukturze własnościowej.

Wyróżnić można trzy podstawowe modele doboru struktury źródeł finansowania: model preferencji dla wykorzystania kapitału własnego i dominację właścicieli, model preferencji dla wykorzystania kapitału pożyczkowego, model dywersyfikacji źródeł finansowania (z preferencją nierzadko dla instrumentów hybrydowych). Każdy z modeli cechuje określony zakres szans i zagrożeń, decydujący o poziomie ryzyka finansowego, możliwościach i warunkach dostępu do kapitału oraz pozycji przedsiębiorstwa na rynku.

Model preferencji dla kapitału własnego pozwala na wzrost bezpieczeństwa dla właścicieli i wierzycieli, stabilizację źródeł finansowania, zabezpieczenie długoterminowej płynności finansowej i wzrost rezerw zdolności pożyczkowej. Niebezpieczeństwem jest ryzyko spadku rentowności kapitału własnego, ewentualna rezygnacja z możliwości uzyskania efektu dźwigni finansowej, brak możliwości realizacji zobowiązań wobec właścicieli, szczególnie wobec oczekiwanej polityki dywidendy. Podkreślić należy również konsekwencje takich wyborów przedsiębiorstwa dla struktury własnościowej podmiotu gospodarczego, zagrożenia interesów dotychczasowych akcjonariuszy (udziałowców) i ewentualnego rozproszenia ośrodków decyzyjnych, a zatem i braku kontroli działalności (relacja inwestorów strategicznych i inwestorów zdecydowanych na zmianę kierunku lokat). Ważną jest też ocena kosztu kapitału własnego w stosunku do kosztu długu, co może stawiać przedsiębiorstwom wyższe wymagania w zakresie minimalnej stopy zwrotu wykorzystywanego kapitału. Preferencje przedsiębiorstwa w zakresie wzrostu udziału właścicieli w finansowaniu aktywów wymagają uwzględnienia polityki dywidendy (głównie wypłaty dywidendy gotówkowej) i ewentualnych konfliktów interesów pomiędzy przedsiębiorstwem jako podmiotem gospodarczym, aktualnymi właścicielami i potencjalnymi inwestorami. Różne mogą być oczekiwania inwestorów i właścicieli w zakresie spodziewanej polityki dywidendy i w różny sposób mogą one uwzględnić interesy podmiotu gospodarczego i jego oczekiwania w zakresie

⁸ Szerzej: J. Jaworski, L. Czerwonka: *Struktura kapitału przedsiębiorstw w Polsce*. CeDEWu, Warszawa 2022.

finansowania projektów inwestycyjnych. Możliwe jest też pojawienie się rozbieżności pomiędzy oczekiwanymi przyszłymi zyskami kapitałowymi a bieżącymi korzyściami wypłaty dywidendy, w szczególności⁹:

- właściciele mogą oczekiwać wypłaty dywidendy, gdy ich oczekiwania mają charakter krótkoterminowy, i nie są zainteresowani rozwojem przedsiębiorstwa i ewentualnie przyszłymi (niepewnymi) zyskami kapitałowymi,
- właściciele oczekują wypłaty dywidendy, nie akceptując programu rozwoju i nie wyrażając zgody na przeznaczenie wolnych środków pieniężnych na ich finansowanie,
- właściciele w pełni akceptują program rozwoju i wykorzystanie nadwyżki operacyjnej na jego finansowanie (z ewentualną akceptacją tzw. rezydualnej polityki dywidendy).

W każdym przypadku oznacza to różną akceptację ofensywnej lub konserwatywnej strategii finansowej.

Strategie przedsiębiorstwa związane z zaangażowaniem kapitału pożyczkowego wymagają uwzględnienia w wyborach – z jednej strony – wzrostu ryzyka finansowego i możliwości utraty płynności finansowej, z drugiej szans maksymalnego wykorzystania efektu dźwigni finansowej w danych warunkach rynkowych¹⁰. Wiąże się to z bieżącą oceną kierunku zmian stopy procentowej oraz możliwości realizacji przedsięwzięć i działań o stopie zwrotu wyższej od stopy oprocentowania. W tych warunkach wybór struktury kapitału może dotyczyć głównie przedsiębiorstw o wysokiej wiarygodności i stabilnych wpływach gotówkowych z działalności operacyjnej i takim stopniu ryzyka operacyjnego, które gwarantuje uzyskanie wysokiej stopy zysku (ROI) mierzonej zyskiem operacyjnym (EBIT). Ponadto, należy uwzględnić ocenę pojemności zadłużeniowej przedsiębiorstwa i wynikającego z tego granicznego poziomu zadłużenia.

W ocenach i wyborach ważne jest utrzymanie stopy zwrotu w dłuższej perspektywie, uwzględnienie reakcji inwestorów na zmiany poziomu dźwigni finansowej i możliwej zmiany klasy ryzyka przedsiębiorstwa oraz szans zabezpieczenia realizacji zobowiązań wobec wierzycieli w przepływach pieniężnych z działalności operacyjnej. Realizacja tych założeń wymaga odpowiedzi na następujące pytania:

- przy jakim poziomie zadłużenia kapitałodawcy ograniczą dostęp do kapitału?
- czy istnieje możliwość zabezpieczenia interesów pożyczkodawców i poniesienia wydatków z tym związanych w prognozowanych przepływach z działalności operacyjnej?
- jaka będzie oczekiwana premia za ryzyko i czy przedsiębiorstwa mogą ją zaakceptować, uwzględniając przyjęte w strategii kierunki alokacji kapitału?

Dług może być zaciągnięty poprzez wykorzystanie różnych instrumentów, charakteryzujących się różnicowanymi właściwościami i terminami wymagalności zobowiązań. Firmy mogą wykorzystać środki z sektora bankowego (model pośredni finansowania) bądź instrumenty rynku pożyczkowych papierów wartościowych (model bezpośredni

⁹ G. Łukasik, J. Błach: *Polityka dywidendy spółek kapitałowych w warunkach konfliktowych oczekiwań interesariuszy*. Wydawnictwo SGGW, Warszawa 2018, *Polityki Europejskie, Finanse i Marketing* 2018, nr 19(68), s. 118–119.

¹⁰ Szerzej: R. Stradomski: *Zarządzanie strukturą zadłużenia przedsiębiorstwa*. PWE, Warszawa 2004.

finansowania). W indywidualnych decyzjach przedsiębiorstwa wybór instrumentu (modelu) pozyskania kapitału pożyczkowego może wynikać z następujących przesłanek:

- ryzyka dokonywania transakcji i trwałości powiązań kapitałowych,
- oceny kosztu kapitału i związanych z tym wymogów efektywnościowych dla dokonań przedsiębiorstwa,
- konsekwencji dla płynności finansowej, tj. rozłożenia w czasie wydatków z tytułu zwrotu kapitału, kosztów obsługi długu i wymaganych zabezpieczeń,
- możliwości pozyskania kapitału w wielkości oczekiwanej,
- możliwości wpływu na zakres realizowanych przedsięwzięć, zwłaszcza przedsięwzięć ryzykownych.

Jest to zawsze problem oceny szans i zagrożeń związanych z wykorzystaniem kredytu bankowego lub emisji obligacji i związanych z tym zmian stopnia zależności i indywidualizacji kontaktów pomiędzy kapitałodawcami i kapitałobiorcami. Duże przedsiębiorstwa, dążące do niezależności i swobody dowolnego dysponowania pozyskanym kapitałem, mogą wykorzystać obligacje jako instrument restrukturyzacji długu i uniezależnienia się od instytucji banku. Wykorzystując obligacje w strategii finansowej, przedsiębiorstwo może dokonywać wyboru różnych form (rodzajów) obligacji – tradycyjnych (kuponowe i zerokuponowe) lub hybrydowych (innowacyjne) rozwiązań. Te drugie są instrumentami złożonymi, które m.in. pozwalają na elastyczne kształtowanie struktury kapitału i związanego z tym ryzyka finansowego. Instrumenty hybrydowe są tak skonstruowane, aby jednocześnie miały cechy instrumentów udziałowych i dłużnych. Odpowiada to cechom wyróżnionego wcześniej modelu dywersyfikacji źródeł finansowania przedsiębiorstwa ze zmianą pozycji kapitałodawcy wobec przedsiębiorstw (z pozycji dłużnika na pozycję właściciela).

Szczególną odmianą instrumentów hybrydowych są obligacje zamienne na akcje, przy zakupie których inwestorzy otrzymują prawo do zamiany obligacji na akcje spółki (emitenta) w określonym terminie w przyszłości, po ustalonej z góry cenie konwersji. Zamianę obligacji na akcje można traktować jako szczególną formę restrukturyzacji wiarytelności, co wpływa na zakres i strukturę wydatków w rachunku przepływów pieniężnych. Podstawowym zagrożeniem w tej sytuacji jest jednak potencjalne rozproszenie akcjonariatu, możliwość utraty kontroli nad działalnością spółki, ryzyko pogorszenia rentowności kapitału własnego, brak gwarancji konwersji i związane z tym ryzyko utraty płynności finansowej.

Hybrydowe papiery wartościowe obejmują szeroki zakres różnych instrumentów złożonych z papieru dłużnego i dodatkowych praw (np. instrumenty pochodne), co pozwala na szersze zabezpieczenie przed ujemnymi konsekwencjami ryzyka i niepewności, większą elastyczność działania i reagowanie na zmianę sytuacji rynkowej i wiarygodność emitenta¹¹.

Dalszy rozwój rynku kapitałowego spowoduje, że stanie się on w przyszłości konkurencyjny wobec sektora bankowego, zastępując tradycyjny kredyt bankowy bardziej złożonymi, innowacyjnymi instrumentami rynkowymi, łączącymi klasyczne

¹¹ Szerzej: M. Wieczorek-Kosmala: *Kapitał ryzyka w przedsiębiorstwie z perspektywy zintegrowanego zarządzania ryzykiem*. CeDeWu, Warszawa 2017; J. Błach: *Innowacje finansowe w przedsiębiorstwie, instrumenty, mechanizmy, efekty*. C.H. Beck, Warszawa 2018, s. 229–238.

pożyczkowe papiery wartościowe z innymi walorami i prawami (prawo zamiany, opcje, warranty). Szersze mogą być również możliwości dywersyfikacji źródeł pozyskiwania kapitału oraz szanse pozyskiwania kapitału na rynkach globalnych, ze świadomością dodatkowych korzyści z tym związanych, ale i dodatkowych elementów ryzyka (ryzyko kursowe, ryzyko przejęcia kontroli przez zagranicznych inwestorów).

Ocena strategii finansowych z uwzględnieniem przepływów pieniężnych stosowanych przez spółki kapitałowe (wyniki badań własnych)

Ocenę wykorzystania przepływów pieniężnych w procesie decyzyjnym, z wyznaczeniem ich roli i miejsca w strategii finansowej przeprowadzono w ponad 100 przedsiębiorstwach. W badaniu wykorzystano metodę sondażu diagnostycznego w szczególności metodę CAPI (Computer Aide Personal Interview)¹². Celem badania była identyfikacja stosowanych strategii finansowych, przesłanek i konsekwencji ich wyboru, analiza czynników kształtujących przepływy pieniężne oraz ocena determinant podejmowanych decyzji. Próba przedsiębiorstw objętych badaniami była zróżnicowana branżowo, z różnym poziomem zatrudnienia, przychodów ze sprzedaży i różnym okresie funkcjonowania na rynku. Badania przeprowadzono w 2022 r., kiedy przedsiębiorstwa wracały po pandemii na ścieżkę wzrostu. Dopuszczono możliwość kilku wskazań w poszczególnych pytaniach. Pierwsza część pytań merytorycznych dotyczyła stosowanej strategii finansowej oraz kluczowych motywów ich wyboru. Udzielone odpowiedzi wskazały, że zdecydowana większość (65% badanych) wybrała strategię ofensywną z akceptowaniem wyższego ryzyka i zachowaniem niskiego salda środków pieniężnych.

W dalszej części zbadano czynniki wyboru poszczególnych strategii finansowych z uwzględnieniem przepływów pieniężnych. Z udzielonych odpowiedzi wyłaniają się trzy główne grupy przedsiębiorstw. W pierwszej grupie znajdują się przedsiębiorstwa, w których o doborze strategii decydowały motywy związane z ich pozycją na rynku i akceptacją ryzyka rynkowego. Do drugiej grupy zaklasyfikowano 35 podmiotów, które wskazały na czynniki makroekonomiczne, indywidualne preferencje właściciela i ukierunkowanie na wzrost wartości. W trzeciej grupie znalazły się przedsiębiorstwa wskazujące na motywy takie jak cykl życia produktu, czynniki polityczno-prawne i społeczne (tabela 15.1).

Tabela 15.1. Motywy wyboru strategii finansowej w zakresie przepływów pieniężnych w zależności od stosowanej strategii finansowej

Motywy wyboru	Liczebność	Strategia defensywna	Strategia ofensywna
Pozycja przedsiębiorstwa na rynku	66	26	40
Poziom akceptacji ryzyka	63	25	38

¹² Prośbę o udział w badaniu przesłano do 500 losowo wybranych przedsiębiorstw, uzyskano 103 odpowiedzi będących bazą do dalszej analizy.

Motywy wyboru	Liczebność	Strategia defensywna	Strategia ofensywna
Uwarunkowania makroekonomiczne	47	17	30
Indywidualne preferencje dominującego właściciela	40	12	28
Ukierunkowanie na maksymalizację wartości	38	17	21
Cykl życia przedsiębiorstwa	15	5	10
Uwarunkowania polityczno-prawne	13	3	10
Uwarunkowania społeczne	6	2	4
Ogółem	288	107	181

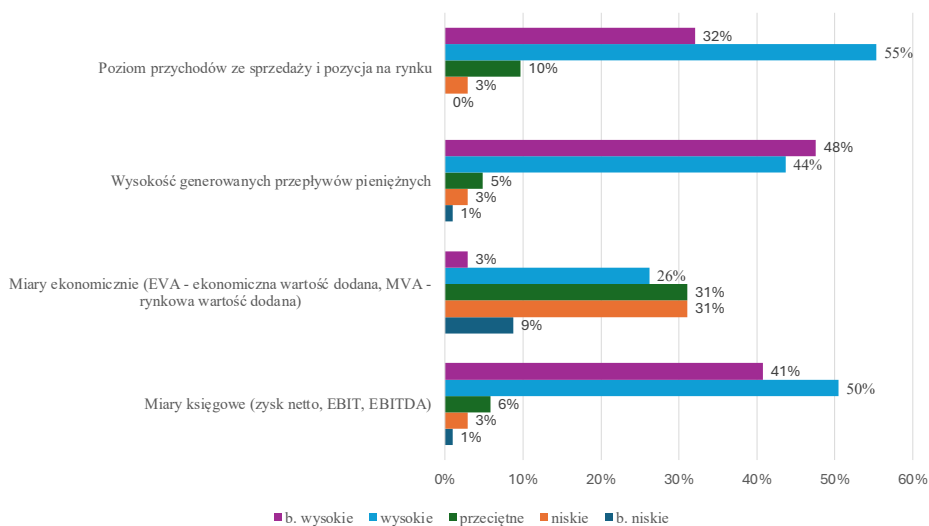
Źródło: opracowanie własne.

Wybór ofensywnej strategii finansowej zależy przede wszystkim od pozycji przedsiębiorstwa na rynku, czyli jego wewnętrznego potencjału, indywidualnego nastawienia do ryzyka oraz uwarunkowań makroekonomicznych.

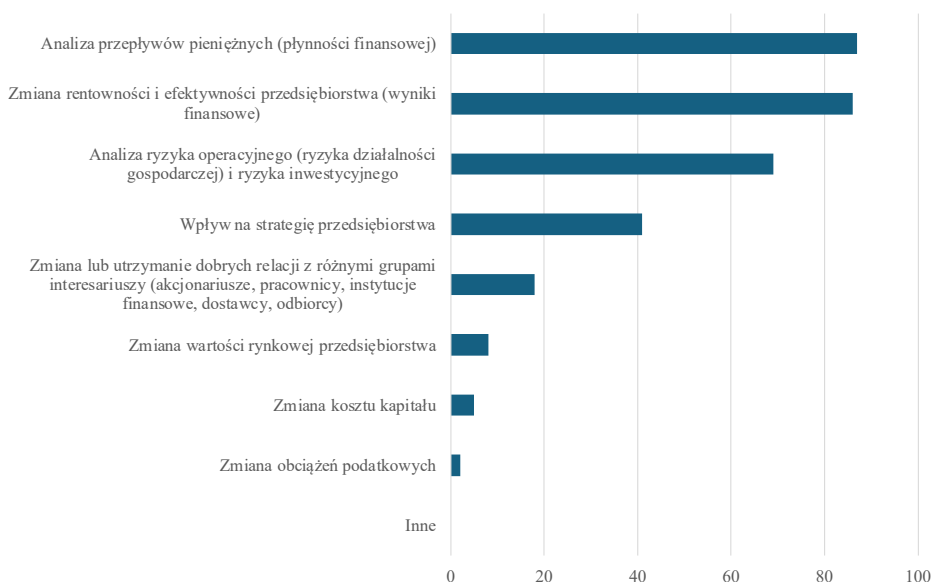
W kolejnym pytaniu zbadano znaczenie poszczególnych kategorii ekonomicznych w procesie podejmowania decyzji. Każdą z odpowiedzi ankietowani punktowali według skali Likerta w następujący sposób: odpowiedź bardzo niskie wyrażono liczbą 1, niskie – 2, przeciętne – 3, wysokie – 4, bardzo wysokie – 5. Zdecydowana większość, bo aż 92% ankietowanych przedsiębiorstw wskazało, że najważniejszą determinantą, którą kierują się zarządzający przy wyborze rodzaju stosowanej strategii finansowej, jest wysokość generowanych przepływów pieniężnych. Potwierdza to postawioną tezę, iż prawidłowy wybór strategii finansowej przez spółki kapitałowe wymaga uwzględnienia ich wpływu na przepływy pieniężne. Niewiele mniej, bo 91% respondentów wskazało, że wykorzystanie miar księgowych ma wysokie lub bardzo wysokie znaczenie. Równie często, bo w 87% przypadków, zarządzający wskazywali, iż istotny wpływ na proces podejmowania decyzji ma poziom przychodów ze sprzedaży i pozycja przedsiębiorstwa na rynku.

Zdecydowanie najmniej istotną kategorią okazały się miary ekonomiczne, ponieważ tylko 3% badanych wskazało, iż mają bardzo wysokie znaczenie, a 26%, że wysokie, co należy wytłumaczyć istotnym odsetkiem małych przedsiębiorstw biorących udział w badaniu (gdzie poziom wiedzy eksperckiej jest niższy) i niskim poziomem wykorzystywania miar ekonomicznych w codziennym prowadzeniu działalności gospodarczej (brak wykorzystywania miar w sprawozdaniach finansowych i monitoringach kredytowych).

W kolejnej części badania zidentyfikowano kluczowe determinanty podejmowania decyzji inwestycyjnych i finansowanych. Przy dokonywaniu klasyfikacji najczęściej wybieranych czynników w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych na pierwszym miejscu (z odsetkiem 84% wskazań) znalazła się analiza przepływów pieniężnych, na drugim miejscu (83% wskazań) analiza zmian rentowności i efektywności przedsiębiorstwa, a na trzecim (67% wskazań) analiza ryzyka operacyjnego i inwestycyjnego. Warto zauważyć, że 40% badanych wskazało, że wpływ decyzji inwestycyjnych na strategię przedsiębiorstwa ma dla nich również kluczowe znaczenie. Pozostałe determinanty wskazane w odpowiedziach, tj. zmiana obciążeń podatkowych, zmiana kosztu kapitału, zmiana wartości rynkowej przedsiębiorstwa, zmiana lub utrzymanie dobrych relacji z różnymi grupami interesariuszy, miały według ankietowanych mniejsze znaczenie, co szczegółowo pokazuje rysunek 15.4.



Rysunek 15.3. Znaczenie poszczególnych kategorii ekonomicznych w procesie podejmowania decyzji
 Źródło: opracowanie własne.



Rysunek 15.4. Analiza kluczowych determinantów kształtujących decyzje inwestycyjne
 Źródło: opracowanie własne.

Analizując motywy wyboru strategii finansowej, warto podkreślić, że najwięcej wskazań ma analiza przepływów pieniężnych – 87; ta odpowiedź dominuje również w przypadku przedsiębiorstw stosujących ofensywną strategię finansową – 60. Kolejną kluczową determinantą decyzji inwestycyjnych jest zmiana rentowości i efektywności przedsiębiorstwa – wskazało ją 86 ankietowanych; ta odpowiedź była też najczęściej wybierana w grupie firm stosujących defensywną strategię finansową – 31. Według badań istotne znaczenie ma również analiza ryzyka operacyjnego i inwestycyjnego, ponieważ 69 podmiotów zaznaczyło tę opcję, w tym 30 realizujących strategię defensywną i 30 ofensywną. Pozostałe determinanty, tj. wpływ na strategię przedsiębiorstwa (41 odpowiedzi), zmiana lub utrzymanie dobrych relacji z różnymi grupami interesariuszy (18 odpowiedzi), zmiana wartości rynkowej przedsiębiorstwa (8 odpowiedzi), zmiana kosztu kapitału (5 odpowiedzi) czy zmiana obciążeń podatkowych (2 odpowiedzi) mają według respondentów zdecydowanie mniejszy wpływ na podejmowane przez nich decyzje inwestycyjne.

W tabeli 15.2 zaprezentowano motywy wyboru czynników w zależności od stosowanej strategii finansowej.

Tabela 15.2. Kluczowe determinanty kształtujące decyzje inwestycyjne w zależności od stosowanej strategii finansowej

Motywy wyboru	Liczebność	Strategia defensywna	Strategia ofensywna
Analiza przepływów pieniężnych (płynności finansowej)	87	27	60
Zmiana rentowności i efektywności przedsiębiorstwa (wyniki finansowe)	86	31	55
Analiza ryzyka operacyjnego (ryzyka działalności gospodarczej) i ryzyka inwestycyjnego	69	30	39
Wpływ na strategię przedsiębiorstwa	41	15	26
Zmiana lub utrzymanie dobrych relacji z różnymi grupami interesariuszy (akcjonariusze, pracownicy, instytucje finansowe, dostawcy, odbiorcy)	18	9	9
Zmiana wartości rynkowej przedsiębiorstwa	8	7	1
Zmiana kosztu kapitału	5	1	4
Zmiana obciążeń podatkowych	2	2	0
	316	122	194

Źródło: opracowanie własne.

Na rysunku 15.5 zamieszczono prezentację wyników badania kluczowych determinant wpływających na podejmowanie decyzji finansowych. W tym przypadku wybrano takie same możliwości odpowiedzi wielokrotnego wyboru jak w poprzednim pytaniu, jednak wyniki okazały się inne. Kluczową determinantą ponownie wskazaną została analiza przepływów pieniężnych, z jeszcze większym odsetkiem wskazań na poziomie 95% badanych i większą przewagą nad drugim czynnikiem – zmianą kosztu kapitału z odsetkiem 65%. Na tym samym poziomie pozytywnych odpowiedzi (63%) znajduje

się analiza ryzyka operacyjnego i finansowego. Z pozostałych odpowiedzi można wyróżnić jeszcze dwa czynniki: 35% zarządzających wskazało na zmianę rentowności i efektywności przedsiębiorstwa, zaś 34% na zmianę lub utrzymanie dobrych relacji z różnymi grupami interesariuszy.



Rysunek 15.5. Analiza kluczowych determinant kształtujących decyzje finansowe

Źródło: opracowanie własne.

Podsumowując, bez względu na zakres podejmowanych decyzji związanych z działalnością operacyjną, inwestycyjną i finansową kluczowym czynnikiem w procesie decyzyjnym dotyczącym doboru strategii finansowej jest analiza przepływów pieniężnych.

Dokonano również identyfikacji czynników kształtujących przepływy pieniężne z działalności operacyjnej wraz z ich podziałem na wewnętrzne – zależne od przyjętej i realizowanej przez przedsiębiorstwo strategii oraz zewnętrzne – niezależne od podejmowanych działań przez dany podmiot gospodarczy, wymagające dostosowania realizowanej strategii do zmieniających się warunków zewnętrznych. Na rysunkach 15.6 oraz 15.7 zaprezentowano szczegółowe wyniki istotności zidentyfikowanych czynników.

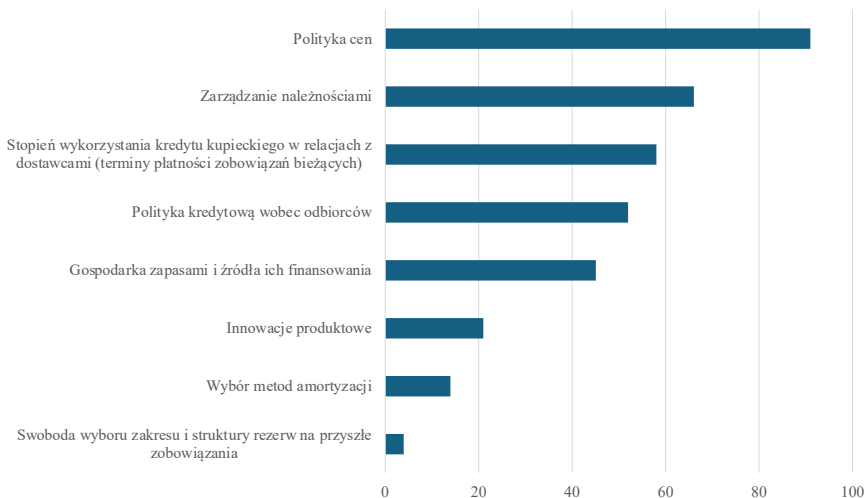
Wśród nich największą liczbę pozytywnych odpowiedzi (85% badanych) ma ogólna sytuacja makroekonomiczna i cykl koniunkturalny, dalej możliwości wykorzystania konkurencji cenowej, dostosowania cen sprzedawanych dóbr i usług do cen czynników produkcji (55% badanych) oraz cztery determinanty, których odsetek wskazań był w przedziale od 30% do 45% pozytywnych odpowiedzi, tj. pozycja przedsiębiorstwa na rynku i zakres jego aktywności międzynarodowej (44% badanych), cykl życia produktu i bariery wejścia na rynek (42% badanych), możliwości swobody wyboru struktury produkcji w powiązaniu ze zmieniającymi się potrzebami rynku (36% badanych), elastyczność popytu (31% badanych).



Rysunek 15.6. Zewnętrzne czynniki kształtujące przepływy pieniężne z działalności operacyjnej

Źródło: opracowanie własne.

Rysunek 15.7 prezentuje kluczowe wewnętrzne czynniki kształtujące przepływy pieniężne z działalności operacyjnej. Pięć z ośmiu odpowiedzi uzyskało ponad 50% wskazań lub było bardzo blisko tej granicy: polityka cen (88% badanych), zarządzanie należnościami (64% badanych), stopień wykorzystania kredytu kupieckiego w relacjach z dostawcami (56% badanych), polityka kredytowa wobec odbiorców (50% badanych) oraz gospodarka zapasami i źródła ich finansowania (44% badanych).



Rysunek 15.7. Wewnętrzne czynniki kształtujące przepływy pieniężne z działalności operacyjnej

Źródło: opracowanie własne.

Niski poziom wskazań dla gospodarki zapasami należy wytłumaczyć strukturą sektorową analizowanej populacji, w której 37,9% badanych przedsiębiorstw działało w sektorze usług, w tym usług informatycznych, gdzie zagadnienie to nie występuje lub występuje w niewielkiej skali. Równocześnie liczba zarządzających wskazujących na gospodarkę zapasami jako kluczowy czynnik w zbiorze pozostałych ankietowanych jest wysoka – wynosi ok. 70%.

Empiryczna weryfikacja czynników doboru strategii finansowej przedsiębiorstwa wskazała na decydującą rolę przepływów pieniężnych i ich kluczowe znaczenie w procesie zarządzania finansami. Pozycja przedsiębiorstwa na rynku oraz jego nastawienie do ryzyka istotnie wpływa na wybór strategii finansowej z wykorzystaniem przepływów pieniężnych. Głównym czynnikiem kształtowania się przepływów pieniężnych są uwarunkowania makroekonomiczne i możliwość wykorzystania konkurencji cenowej z perspektywy zewnętrznej oraz polityka cen i zarządzanie należnościami z perspektywy wewnętrznej.

Bez względu na rodzaj stosowanej strategii finansowej kluczowym obszarem w ramach realizowanego procesu decyzyjnego są przepływy pieniężne, które oddziałują na każdy obszar zarządzania finansami przedsiębiorstwa. Potwierdza to konieczność uwzględnienia ich w wyborze strategii finansowej.

Podsumowanie

Funkcjonowanie współczesnych przedsiębiorstw na integrującym się rynku finansowym wymaga podejmowania takich działań, które zapewnią utrzymanie przewagi konkurencyjnej będącej elementem rozwoju. Na każdym etapie rozwoju prawidłowa i efektywna realizacja działań oraz właściwe ich funkcjonowanie decydują o powodzeniu przedsiębiorstwa. Wiąże się to z koniecznością wyznaczenia, oceny i wykorzystania odpowiednich strategii finansowych zabezpieczających pełne pokrycie potrzeb kapitałowych i efektywne ich lokowanie w zmieniających się warunkach otoczenia, różnej wiarygodności przedsiębiorstwa, oczekiwań i kapitałodawców oraz ograniczeń rynkowych wynikających m.in. z asymetrii informacji i konfliktu interesów różnych grup interesariuszy.

Tradycyjne podejście do finansów przedsiębiorstw nie jest wystarczające w aktualnych warunkach systemowych i rynkowych. Nowy paradygmat rozwojowy wymusza zmiany w relacjach między przedsiębiorstwem i inwestorami, wynikające m.in. z potrzeby oceny ryzyka transakcji, zabezpieczenia ich negatywnych konsekwencji, stworzenia możliwości elastycznej zmiany pozycji wobec podmiotów gospodarczych w zależności od zmian zewnętrznych i wewnętrznych warunków działania.

Rozwój rynku finansowego powinien zapewnić dostęp do kapitału na różnych etapach rozwoju przedsiębiorstwa z wykorzystaniem różnych instrumentów finansowych pozwalających na elastyczne kształtowanie struktury kapitału i efektywną alokację tych instrumentów.

Wymaga to doboru odpowiednich strategii finansowych, które pozwalają na wieloaspektowe (systemowe) spojrzenie na przesłanki i konsekwencje podejmowanych

decyzji kapitałowych, z uwzględnieniem gotówkowych efektów działalności operacyjnej, inwestycyjnej i finansowej. Tylko takie podejście w strategiach finansowych gwarantuje szanse utrzymania pozycji konkurencyjnej na rynku, efektywne wykorzystanie kapitału i zabezpieczenie rozwoju. Warunkiem jest zawsze ocena potencjalnych i prognostycznych przepływów pieniężnych.

Przeprowadzone rozważania i praktyczna ich weryfikacja potwierdzają tezę, że wybór strategii finansowych wymaga uwzględnienia jej związków i zależności z poziomem oraz strukturą przepływów pieniężnych. Problem jest otwarty i wymaga dalszych badań i ocen, szczególnie w kontekście dynamicznej zmiany warunków zewnętrznych, poziomu inflacji, stóp procentowych, co bezpośrednio wpływa na konieczność zmiany realizowanych strategii finansowych opartych na analizie aktualnych i przyszłych przepływów pieniężnych.