

Gabriela Łukasik

Akademia Ekonomiczna w Katowicach

STRATEGIE FINANSOWE PRZEDSIĘBIORSTWA WOBEC RYZYKA OPERACYJNEGO

1. Pojęcie ryzyka operacyjnego

Ryzyko operacyjne przedsiębiorstwa, występujące obok ryzyka finansowego, można rozpatrywać w węższym lub szerszym zakresie (por. [Brigham, Houston 2005, s. 144-147; *Strategie...* 2004, s. 75-77]). Wąskie rozumienie ryzyka operacyjnego uwzględnia niepewność i stopień zmienności w zakresie kształtowania się zysku operacyjnego przedsiębiorstwa (*EBIT*), stanowiącego podstawę wyznaczenia potencjalnych strumieni finansowych w trakcie podstawowej jego działalności, do której zostało ono statutowo powołane. W ocenie ryzyka operacyjnego w tym rozumieniu analizuje się wyłącznie zmienność wyniku operacyjnego pod wpływem korzystnych lub niekorzystnych warunków działania oraz mniej lub bardziej agresywnych wyborów przedsiębiorstwa, bez uwzględnienia czynników związanych ze sposobem finansowania (decydujących o ryzyku finansowym).

Ryzyko operacyjne w szerszym ujęciu dotyczy niepewności i stopnia zmienności kształtowania się przyszłych przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej (np. w stosunku do założeń planowych czy benchmarkingu), stanowiących realną podstawę samofinansowania wydatków finansowych i inwestycyjnych. W tym ujęciu zysk operacyjny stanowi podstawę wyznaczenia oczekiwanych przepływów pieniężnych, z uwzględnieniem wpływu amortyzacji oraz zmian w kapitale obrotowym przedsiębiorstwa.

W przedsiębiorstwie mogą powstać trzy sytuacje różniące się stopniem ryzyka i decydujące o wyborze strategii w tym obszarze jego działalności:

1. Przedsiębiorstwo osiąga dodatnie przepływy pieniężne z działalności operacyjnej, pozwalające na finansowanie rozwoju w ramach założonego zakresu samofinansowania i przyjętej struktury kapitału. Przedsiębiorstwo może sobie w tym

przypadku pozwolić na bardziej ofensywną strategię działania. Ryzyko może dotyczyć ewentualnie sytuacji nieuzyskania przyszłych (zakładanych) przepływów pieniężnych związanych z realizowanymi przedsięwzięciami rozwojowymi, co w konsekwencji może ograniczyć wzrost wartości przedsiębiorstwa.

2. Przedsiębiorstwo osiąga przepływy pieniężne z działalności operacyjnej, pozwalające realizować zobowiązania wobec właścicieli i aktualnych wierzycieli bez naruszenia zdolności rozwojowych w przyszłości, lecz z ograniczeniem samofinansowania bieżących wydatków inwestycyjnych. W tym przypadku należy wyraźnie ocenić, czy bardziej ofensywna strategia przedsiębiorstwa nie spowoduje powstania dodatkowych sytuacji ryzykownych.

3. Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej nie gwarantują realizacji bieżących zobowiązań (a nawet mogą być ujemne), co narusza równowagę finansową przedsiębiorstwa, jego zdolność rozwojową w przyszłości i wymusza ewentualną zmianę struktury źródeł finansowania (wybór bezpiecznej struktury kapitału). W tych warunkach niezbędny jest wybór defensywnej strategii finansowej, ograniczenie możliwości wchodzenia w sytuacje ryzykowne.

Ryzyko operacyjne jest ściśle związane ze specyfiką działalności przedsiębiorstwa, jego przynależnością do konkretnej branży. W każdym przedsiębiorstwie można wyodrębnić zakres jego działalności operacyjnej, ograniczającej możliwości dowolnego (indywidualnego) wyboru strategii działania. Wejście w dany obszar działalności wymaga bowiem równoczesnej akceptacji specyficznego dla niej zakresu ryzyka operacyjnego, właściwego dla przedmiotu tej działalności. A zatem, dokonując wyboru strategii przedsiębiorstwa wobec ryzyka operacyjnego, należy wyróżnić obszary niezależne od przedsiębiorstwa (np. wynikające z cech jego sfery realnej) i wyznaczające indywidualny profil ryzyka oraz te, które mogą podlegać swobodnemu kształtowaniu, w zależności od przyjętej strategii finansowej (np. związane z pozycją rynkową przedsiębiorstwa).

Czynniki ryzyka operacyjnego można ocenić, uwzględniając główne obszary decydujące o poziomie operacyjnych przepływów pieniężnych, tj. działania związane z kształtowaniem:

- przychodów ze sprzedaży,
- kosztów produkcji,
- aktywów obrotowych i źródeł ich finansowania, decydujących o płynności finansowej.

2. Strategie przedsiębiorstwa w obszarze przychodów i kosztów produkcji

Ryzyko przedsiębiorstwa związane z kształtowaniem się przychodów ze sprzedaży wynika z jego pozycji konkurencyjnej, polityki cen, zakresu międzynarodowej aktywności oraz swobody wyboru struktury produkcji z uwzględnieniem po-

siadanych zdolności produkcyjnych i potrzeb rynku. Nie bez znaczenia pozostaje również ekonomiczny cykl życia produktów oraz stopień uzależnienia od fazy cyklu gospodarczego. Przedsiębiorstwo reagujące na zmiany koniunkturalne cechuje wyższe ryzyko operacyjne i związane z tym oczekiwanie wyższych stóp zwrotu z inwestycji.

Źródeł ryzyka operacyjnego w tym obszarze należy się więc doszukiwać w analizie rynku i wyborze właściwej strategii konkurencji, wykorzystując te elementy, które różnią przedsiębiorstwo od konkurenta.

W literaturze szeroko omawia się różne koncepcje konkurencyjności przedsiębiorstwa na rynku. Nie rozwijając tematu, należy zwrócić uwagę szczególnie na konkurencyjność kosztową, konkurencję w zakresie jakości, marketingową koncepcję konkurencyjności oraz nowe koncepcje związane z innowacjami i przedsiębiorczością.

W warunkach działalności przedsiębiorstwa na rynku międzynarodowym i ewentualnego uzyskiwania międzynarodowej konkurencyjności dodatkowym elementem ryzyka operacyjnego jest wpływ niezabezpieczonych zmian kursów walutowych na przyszłe zyski operacyjne, czyli ryzyko, że wartość strumieni pieniężnych będzie malała w wyniku niekorzystnych zmian kursów walutowych. Zwiększa to również niepewność co do wartości rynkowej przedsiębiorstwa. Dotyczy to zarówno ryzyka transakcyjnego (decydującego o ujemnych różnicach kursowych), jak i ryzyka kontrahenta (np. niedotrzymanie warunków umowy kontrahentów zagranicznych). Można więc zgodzić się z twierdzeniem, że ryzyko to odzwierciedla zmianę wartości przedsiębiorstwa na skutek zmiany przyszłych operacyjnych przepływów środków pieniężnych związanych ze zmianą kursów walutowych [*Bużetowanie...* 2000, s. 309].

Tabela 1. Źródła ryzyka operacyjnego w sferze produkcji

Obszar ryzyka	Źródła ryzyka	Konsekwencje dla przedsiębiorstw
Ryzyko związane z popytem na produkty i usługi przedsiębiorstwa	<ul style="list-style-type: none"> • działalność na rynku o zmiennym popycie • zmiana koniunktury na rynku • ograniczone możliwości dywersyfikacji produktów i ich przestrzennego zróżnicowania • cykl życia produktu ograniczający jego rozwój • trudności w oszacowaniu popytu • słaba pozycja konkurencyjna 	<ul style="list-style-type: none"> • trudności w oszacowaniu oczekiwań rynku • starzenie się produktów • uzależnienie od wąskiej grupy odbiorców • bariery wejścia na nowe rynki • koszty niewykorzystanych zdolności produkcyjnych
Ryzyko cenowe	<ul style="list-style-type: none"> • zmienność cen produktów • brak powiązania zmian cen sprzedaży z cenami czynników produkcji 	<ul style="list-style-type: none"> • ograniczone możliwości wykorzystania konkurencji cenowej • zmiana marży bezpieczeństwa i progu rentowności

Źródło: opracowanie własne.

Ryzyko dotyczące cen można ograniczyć, stosując odpowiednią strategię cenową i wprowadzając na rynek produkty o cenach podwyższonych o poziom inflacji, z równoczesnym wykorzystaniem faktoringu i sprzedaży wierzytelności handlowych za ustaloną cenę bez prawa ich regresu czy też stosowaniem różnych technik finansowania transakcji zagranicznych (szerzej zob. [Simon 1996, s. 418-426]).

Źródła ryzyka operacyjnego w tym obszarze z uwzględnieniem ich konsekwencji dla przedsiębiorstwa przedstawiono w tab. 1.

Wybór strategii działania przedsiębiorstwa zależy od indywidualnych jego cech związanych z:

- zmiennością popytu; im bardziej stabilna sprzedaż produktów, tym niższe ryzyko;
- zmiennością cen sprzedaży i cen nakładów;
- możliwością dostosowania cen wyrobów do zmian cen nakładów (czynnik szczególnie ważny w okresach wysokiej inflacji).

W strategii defensywnej przedsiębiorstwo będzie się starało przyjmować bezpieczną pozycję rynkową, dostosowując się do barier stwarzanych przez rynek i zapewniając sobie wolne zdolności produkcyjne. Pozwala to równocześnie na stabilizację poziomu zysku operacyjnego, z oceną jednak minimum produkcji niezbednej do osiągnięcia dolnej granicy strefy rentowności.

W strategii ofensywnej przedsiębiorstwo będzie się starało przyjąć aktywną postawę, poprawiającą jego pozycję rynkową, wchodząc w ryzyko podejmowania różnych rodzajów działalności z uwzględnieniem: nowych rynków, działalności innowacyjnej, rozwoju produktów i szerszego dostępu do informacji rynkowej. Pozwala to na maksymalizację zysku operacyjnego i jego wzrost w dłuższym okresie.

W tej strategii należy podkreślić szczególne znaczenie wykorzystania możliwości dywersyfikacji działalności, co pozwala na redukcję negatywnych konsekwencji popytowych ograniczeń rozwoju oraz skutków niepewności warunków działania przedsiębiorstwa. Dotyczy to przede wszystkim dywersyfikacji struktury jego produkcji i usług oraz rynków zbytu i zaopatrzenia, z uwzględnieniem dziedzin pokrewnych z dotychczasową działalnością i tych, które cechuje duże tempo wzrostu popytu.

Ważnym obszarem decyzyjnym przedsiębiorstwa jest zakres i możliwość kształtowania cen produktów i usług. Problem ten można rozpatrywać w dwóch aspektach: z wyróżnieniem statycznych i dynamicznych warunków działania. Statyczne decyzje cenowe, nie uwzględniające czynnika czasu, przyjmują zachowania potencjalnych nabywców i reakcje konkurentów w określonych (stabilnych) warunkach działania. Stosowane w tym przypadku decyzje cenowe wykorzystują informacje dotyczące kosztów, elastyczności cenowej popytu oraz zachowań konkurentów, z założeniem sztywności cen, utrzymania pozycji rynkowej i ograniczenia ryzyka rynku.

Dynamiczne ujęcie kształtowania cen wymaga wykorzystania w decyzjach cenowych:

- koncepcji cyklu życia produktów i pojawienia się nowych lub eliminowania dotychczasowych konkurentów,
- kształtowania się kosztów w zależności od pozycji rynkowej przedsiębiorstwa (zgodnie z tzw. krzywą doświadczeń),
- dynamicznego oddziaływania cen, gdy wcześniejsza cena stanowi podstawę porównania do ceny aktualnej,
- zróżnicowanego kształtowania się elastyczności cenowej w cyklu życia produktu,
- dotychczasowych doświadczeń na rynkach określonych produktów, kształtujących zachowanie uczestników rynku przy powtórnych zakupach (tzw. efekt *carry-over*); przy dobrach konsumpcyjnych ujmuje je tzw. współczynnik *carryover*, który informuje, jaka część zbytu w danym okresie wynika ze zbytu poprzedniego okresu (empiryczna wartość tego współczynnika wynosi 0,3-0,6) [Simon 1996, s. 44-50].

Ofensywna strategia cenowa przedsiębiorstwa wymaga uwzględnienia dynamicznych wyznaczników ceny i aktywnego ich kształtowania na konkurencyjnym rynku.

Zakres działań przedsiębiorstwa w sferze produkcji z wyróżnieniem strategii ofensywnej i defensywnej przedstawiono w tab. 2.

Tabela 2. Wybory przedsiębiorstwa w sferze operacyjnej z uwzględnieniem strategii rynkowych

Strategia ofensywna	Strategia defensywna
Wykorzystanie okazji rynkowych	Utrzymanie aktualnej pozycji rynkowej
Stąła penetracja rynku	Ograniczanie działań innowacyjnych i wprowadzania nowych produktów
Dążenie do osiągnięcia przewagi konkurencyjnej	Ograniczanie nowych układów rynkowych
Wchodzenie w nowe układy rynkowe	Precyzyjne ustalenie klauzul i warunków kontraktów
Analiza ekonomicznych cykli życia produktów	Statyczna polityka cenowa
Dywersyfikacja działania przedsiębiorstwa	
Dynamiczne kształtowanie cen	
Wykorzystywanie możliwości osiągnięcia efektu skali	

Źródło: opracowanie własne.

Drugi obszar działania przedsiębiorstwa i związane z tym ryzyko operacyjne dotyczą zakresu i możliwości kształtowania kosztów w powiązaniu ze strukturą aktywów, specyfiką sfery realnej oraz reakcją kosztów na zmiany produkcji (udział kosztów stałych). W tym zakresie wykorzystuje się wartość poznawczą zależności: koszty – wolumen produktu – zysk operacyjny.

Należy postawić pytanie o możliwości i zakres oddziaływania przedsiębiorstwa na ryzyko operacyjne w obszarze kosztów produkcji, w powiązaniu z poprzednio wyróżnionymi decyzjami cenowymi i wyborami poziomu oraz struktury produkcji (usług). W strategii finansowej przedsiębiorstwa w tym obszarze istotna jest ocena:

- struktury posiadanych zasobów z punktu widzenia efektywności ich wykorzystania,

• poziomu marży pokrycia dla poszczególnych produktów, różnicy między ceną zbytu a jednostkowymi kosztami zmiennymi, wykorzystywanej w analizie struktury produkcji (usług) i takiej jej dywersyfikacji, aby wyróżnić produkty o najwyższej jednostkowej marży pokrycia i ograniczyć udział produktów o niskiej marży jednostkowej,

• wysokości i struktury kosztów stałych oraz możliwości ich obniżenia,
• zdolności produktów do generowania zysku operacyjnego w powiązaniu z ich ekonomicznym cyklem życia.

Przedsiębiorstwo stosujące ofensywną strategię w działalności operacyjnej wykorzysta możliwości: sterowania kosztami ekonomicznego cyklu życia produktu, prowadzenia odpowiedniej polityki cenowej oraz doboru odpowiedniego portfela produktów.

Rozpatrując ryzyko działalności operacyjnej w powiązaniu z zmiennością popytu, zmiennością cen i struktury kosztów (udziału kosztów stałych), należy uwzględnić również problem efektu dźwigni operacyjnej. Stopień dźwigni operacyjnej jest miarą ryzyka operacyjnego, wskazującą na wrażliwość przedsiębiorstwa na zmiany sytuacji na rynku, a tym samym elastyczność zysku operacyjnego pod wpływem zmian wielkości sprzedaży.

Dźwignia operacyjna odzwierciedla więc nie tylko wrażliwość zysku operacyjnego na wahania popytu, ale i rolę stałego zużycia zasobów w generowaniu zysku. Kapitałochłonne przedsiębiorstwa o wysokim stopniu dźwigni operacyjnej są silniej ekspozowane na skutki ryzyka zmian popytu na rynku.

Stopień ryzyka operacyjnego zostaje uwzględniony przez właścicieli i potencjalnych inwestorów w ich oczekiwanej stopie zwrotu, obejmującej premię za ryzyko, co w konsekwencji decyduje o poziomie kosztu kapitału, istotnego parametru wyboru struktury kapitału.

3. Strategie przedsiębiorstwa w zakresie kształtowania zmian kapitału obrotowego

Kolejnym obszarem działalności operacyjnej przedsiębiorstwa, stwarzającym sytuacje ryzykowne i wymagającym wyboru odpowiednich strategii finansowych, jest sfera kształtowania kapitału obrotowego, z uwzględnieniem wielkości i struktury aktywów obrotowych oraz źródeł ich finansowania. Równocześnie dotyczy to problemu wyboru strategii płynności decydującej o wielkości przepływów pieniężnych netto z działalności operacyjnej. Jest to ten obszar działalności, który ma największy wpływ na powstanie kryzysu finansowego i ryzyko upadłości przedsiębiorstwa. W tym zakresie można dokonywać wyboru strategii przy różnych kombinacjach kształtowania poziomu i struktury aktywów obrotowych oraz różnej strukturze źródeł ich finansowania. Szczególnie można wyróżnić strategię:

- defensywną, której celem jest utrzymanie płynności finansowej i wysokie bezpieczeństwo finansowe; akceptuje się w niej wyższy poziom kosztów utrzymania płynności zarówno poprzez wzrost aktywów obrotowych, jak i dobór bezpiecznych źródeł ich finansowania;

- ofensywną, w której uwzględnia się ograniczenie kosztów utrzymania płynności (kosztów utraconych korzyści) z równoczesną akceptacją znacznego poziomu kontrolowanego ryzyka utraty płynności (szerzej [Wędzki 2002]).

Tabela 3. Strategie przedsiębiorstwa w obszarze aktywów obrotowych i źródeł ich finansowania

Obszar działania	Strategie defensywne	Strategie ofensywne
Polityka kredytowa	<ul style="list-style-type: none"> • trudny dostęp do kredytów handlowych • preferencje dla klientów o ustalonej pozycji rynkowej • pełne zabezpieczenie należności • ubezpieczenie kredytów handlowych • minimalizacja cykli należności • rygorystyczne zasady windykacji wierzytelności • wysoki koszt kredytu handlowego • wysokie ryzyko niezaspokojenia potrzeb klienta 	<ul style="list-style-type: none"> • łagodne zasady dostępu do kredytów handlowych • akceptacja klientów o niskim poziomie wiarygodności • ograniczenie zakresu zabezpieczenia wierzytelności • akceptacja długich cykli wierzytelności • niski koszt kredytu handlowego • łagodne zasady windykacji należności
Gospodarowanie środkami pieniężnymi	<ul style="list-style-type: none"> • utrzymanie rezerw gotówkowych • długi cykl konwersji gotówki • akceptacja kosztów utraconych korzyści 	<ul style="list-style-type: none"> • minimalizacja rezerw gotówkowych • minimalizacja cyklu konwersji gotówki • agresywne lokowanie środków pieniężnych na rynku finansowym
Źródła finansowania aktywów bieżących	<ul style="list-style-type: none"> • wysoki udział kapitałów długoterminowych w finansowaniu majątku obrotowego • wysoki koszt finansowania aktywów obrotowych • zabezpieczenie realizacji bieżących zobowiązań • ryzyko ograniczenia dostępu do kapitału długoterminowego 	<ul style="list-style-type: none"> • niski udział kapitałów długoterminowych w finansowaniu obrotu • niski koszt finansowania aktywów obrotowych • znaczne ryzyko długu długoterminowego • ryzyko ograniczenia dostępu do kapitału krótkoterminowego
Kształtowanie zapasów	<ul style="list-style-type: none"> • wysoki poziom zapasów pozwalający na ochronę przed utratą rynku i zabezpieczenie nieoczekiwanych sytuacji • akceptacja długich cykli obrotu zapasów • wykorzystanie korzyści skali • akceptacja wysokich kosztów utrzymania zapasów 	<ul style="list-style-type: none"> • niski poziom zapasów na granicy minimalnych potrzeb • niski cykl obrotu zapasów • optymalizacja wielkości zamówień • minimalizacja kosztów utrzymania zapasów

Źródło: opracowanie własne.

Zakres działań przedsiębiorstwa w tych obszarach z rozróżnieniem strategii defensywnej i ofensywnej przedstawiono w tab. 3.

Zachowanie płynności finansowej determinuje pozycję przedsiębiorstwa na rynku finansowym, możliwości i warunki pozyskiwania kapitału oraz realność wywiązania się z przyszłych zobowiązań. Jest to poważny problem decyzyjny w przedsiębiorstwie – wybór pomiędzy utrzymaniem rezerw płynności i ponoszeniem kosztów z tym związanych a zaangażowaniem kapitału w transakcje krótkoterminowe o różnym stopniu dochodowości, płynności i ryzyka.

Mieści się on w sekwencji ocen i wyborów w zakresie:

- utrzymania długoterminowej płynności finansowej i spełnienia strukturalnych warunków realizacji zobowiązań w przyszłości;
- wyboru źródeł finansowania aktywów obrotowych i zachowania zdolności podmiotu do realizacji bieżących (wymaganych) zobowiązań;
- kształtowania wielkości i struktury aktywów obrotowych z uwzględnieniem zróżnicowanego stopnia ich płynności i kosztów ich utrzymania; działania w tym obszarze dotyczą: kształtowania zapasów, polityki kredytowej przedsiębiorstwa i zarządzania gotówką.

Podstawową miarą oceny stopnia ryzyka utraty długoterminowej płynności finansowej może być wskaźnik ogólnej wystarczalności gotówkowej jako relacja

$$\frac{\text{przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej}}{\text{spłata zobowiązań} + \text{wyplata dywidend} + \text{wydatki inwestycyjne}}$$

(1)

Im wyższa wartość wskaźnika, tym większa możliwość samofinansowania przez przedsiębiorstwo wydatków z wewnętrznych źródeł finansowych, uzyskanych z działalności operacyjnej.

W warunkach ujemnych przepływów z działalności operacyjnych zwiększa się znacznie ryzyko utraty płynności finansowej, co nierzadko powoduje konieczność zmiany dotychczasowej strategii finansowej.

Wybór strategii finansowania aktywów obrotowych wymaga decyzji w zakresie różnego wykorzystania kapitału stałego i krótkoterminowych zobowiązań.

Przedsiębiorstwo powinno dokonywać wyboru pomiędzy zaangażowaniem kapitału obrotowego (netto) lub np. kredytu obrotowego (albo innego źródła krótkoterminowego finansowania), uwzględniając:

- różnice w oprocentowaniu obcego kapitału długo- i krótkoterminowego,
- koszty utraconych korzyści z tytułu zaangażowania kapitału własnego w finansowanie majątku obrotowego,
- terminy spłat długoterminowego kapitału obcego i związane z tym ryzyko utraty długoterminowej płynności finansowej,
- bezpieczeństwo finansowe i szanse zachowania płynności finansowej w krótkich okresach,

- przewidywane zmiany w aktywności gospodarczej przedsiębiorstwa (wzrost produkcji, zmiany struktury produkcji, pozyskiwanie nowych rynków zbytu),
- strukturę aktywów obrotowych, z uwzględnieniem elementów względnie stałych (minimalny stan zapasów, minimalny poziom należności) i zmiennych.

Dokonując wyboru defensywnej strategii finansowania, przedsiębiorstwo utrzymuje wysoki poziom kapitału obrotowego netto (co najmniej na poziomie stałych elementów aktywów obrotowych), niższy od średniej branżowej poziom zobowiązań krótkoterminowych, z akceptacją wyższych kosztów utrzymania płynności, a w konsekwencji niższego poziomu wartości dla właścicieli.

Struktura źródeł krótkoterminowego finansowania aktywów obrotowych może być zróżnicowana i zakładać np. wykorzystanie krótkoterminowych kredytów bankowych, bieżących zobowiązań pozabankowych i kredytu handlowego. Wymaga to szybkiego dostępu do kapitału w wysokości faktycznych potrzeb finansowych przedsiębiorstwa.

Rozwój rynku finansowego pozwala na wykorzystanie nowych źródeł pozyskiwania kapitału, związanych z emisją krótkoterminowych papierów wartościowych, w różny sposób zabezpieczonych aktywami przedsiębiorstwa.

Kolejnym obszarem decyzyjnym przedsiębiorstwa, związanym ze strategią kapitału obrotowego, jest kształtowanie wielkości i struktury aktywów obrotowych (zapasów, należności, środków pieniężnych).

Zmiany stanów zapasów związanych z wyborem określonych strategii finansowych w tym zakresie decydują w konsekwencji o spadku (przy strategii defensywnej) lub wzroście (strategia ofensywna) przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej, z wszystkimi tego konsekwencjami (pozytywnymi i negatywnymi) dla pozycji przedsiębiorstwa na rynku finansowym.

W zależności od pozycji konkurencyjnej przedsiębiorstwa na rynku i oczekiwanych zmian w tym zakresie różne może być wykorzystanie podstawowych instrumentów polityki kredytowej, z akceptacją strategii defensywnej lub agresywnej.

Wymaga to oceny i wyboru czterech podstawowych zmiennych polityki kredytowej, tj.:

- 1) okresu kredytowania i limitów kredytu handlowego,
- 2) standardów kredytowych i związanych z tym zasad analizy ryzyka kredytowego,
- 3) zasad ściągania (windykacji) należności (twardych lub łagodnych warunków),
- 4) zakresu i warunków stosowanych opustów cenowych (w tym za terminy i formy płatności); ich prawidłowe wykorzystanie pozwala oddziaływać na zachowania odbiorców w zakresie regulowania należności, a tym samym wpływać na stan i strukturę wierzytelności.

Analiza ryzyka kredytowego pozwala na klasyfikację klientów według określonych klas ryzyka i przy wykorzystaniu różnych form zabezpieczenia transakcji (lub odmowy udzielenia kredytu) oraz ograniczania powstawania należności przeterminowanych i nieściągalnych.

Ofensywna polityka kredytowa przedsiębiorstwa ma na celu głównie maksymalizację wielkości sprzedaży, pozyskanie nowych klientów i nierzadko nowych rynków zbytu. Wiąże się to z liberalizacją warunków dostępu do kredytu handlowego, wydłużeniem terminów płatności, łagodnymi standardami kredytowymi i szerszym wykorzystaniem opustów cenowych. Wymaga to równocześnie akceptacji dłuższych cykli konwersji należności do momentu umocnienia pozycji rynkowej i nierzadko spadku przepływów pieniężnych netto z działalności operacyjnej w pierwszym okresie stosowania tej strategii.

Strategia defensywna wiąże się natomiast ze ścisłym przestrzeganiem terminów płatności, preferowaniem klientów o ustalonej pozycji rynkowej i małym ryzyku kredytowym oraz z zaostrzeniem warunków dostępu do kredytu handlowego i zabezpieczenia wiarygodności.

Przy założonym (stabilnym) poziomie przychodów ze sprzedaży spadek należności i poprawa cyklu ich obrotu pozytywnie wpływa na zmiany przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej i spadek ryzyka operacyjnego.

Rozpatrując problem strategii finansowej przedsiębiorstwa w zakresie kształtowania struktury jego aktywów obrotowych, nie można pominąć wyborów związanych z gospodarowaniem gotówką oraz ustaleniem optymalnego poziomu wolnych środków pieniężnych i krótkoterminowych lokat na rynku finansowym.

Decyzje w tym obszarze wymagają uwzględnienia i oceny:

- kosztów utraconych korzyści z utrzymywania gotówki, zabezpieczającej pełną zdolność (natychmiastową) płatniczą przedsiębiorstwa (utrzymywanej z motywów transakcyjnych, ostrożnościowych i spekulacyjnych),
- kosztów transakcyjnych związanych z zasilaniem zasobów środków pieniężnych za pomocą sprzedaży zbywalnych papierów wartościowych (lub zaciągania pożyczki),
- optymalnego punktu odnowienia gotówki, zabezpieczającego minimalizację łącznych kosztów jej utrzymania (kosztów utraconych korzyści i kosztów transakcyjnych)¹.

W zależności od wyboru strategii w obszarze aktywów obrotowych, przedsiębiorstwo będzie decydowało się na utrzymywanie rezerw gotówkowych (strategia defensywna) w celu przeciwdziałania negatywnym skutkom utraty płynności lub ich minimalizację, z równoczesnym agresywnym lokowaniem czasowo wolnych środków pieniężnych na rynku finansowym (strategia ofensywna). W tym drugim przypadku niezbędny jest jednak taki stopień rozwoju rynków finansowych, który umożliwi elastyczne i racjonalne gospodarowanie środkami pieniężnymi, z wykorzystaniem różnych instrumentów finansowych o zróżnicowanym ryzyku i różnej stopie zwrotu.

¹ Przegląd różnych modeli szeroko prezentuje się w literaturze tematu (zob. np. [Śniezek 1999]).

4. Podsumowanie

W dobie globalizacji gospodarki procesów integracji systemów gospodarczych i zmieniających się warunków rynkowych, związanych m.in. z wejściem Polski do struktur unijnych, przedsiębiorstwa muszą zwiększyć zainteresowanie systemem zarządzania ryzykiem. Ryzyko operacyjne odgrywa w nim szczególną rolę, często decydując o dalszym istnieniu przedsiębiorstwa i zachowaniu jego wiarygodności. Szersze uwzględnienie w wyborach polskich przedsiębiorstw różnych strategii wobec ryzyka operacyjnego wymaga nie tylko stworzenia odpowiedniego systemu informacji, pozwalającego identyfikować, oceniać i monitorować ryzyko, ale i zwiększenia możliwości zabezpieczenia się przed jego konsekwencjami. To ostatnie wiąże się z rozwojem polskiego rynku ubezpieczeń, proponującego w szerszym zakresie produkty ubezpieczające przedsiębiorstwa przed skutkami ryzyka operacyjnego, w tym np. ryzyka handlowego.

Literatura

- Brigham E.F., Houston J.E., *Podstawy zarządzania finansami*, T. 2, PWE, Warszawa 2005.
Budżetowanie kapitałowe, red. W. Pluta, PWE, Warszawa 2000.
Simon H., *Zarządzanie cenami*, PWN, Warszawa 1996.
Strategie finansowe przedsiębiorstw w sytuacjach ryzykownych, red. G. Łukasik, AE, Katowice 2004.
Śnieżek E., *Przepływy pieniężne ex post i ex ante*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999.
Wędzki D., *Strategia płynności finansowej*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2002.

FINANCIAL STRATEGIES IN RELATION TO OPERATING RISK IN COMPANIES

Summary

Risk in the activity of a company is linked with the risk situations and related decision problems. Operating risk plays a significant role in various risk situations. The company can make choices regarding operating risk through offensive or defensive financial strategies. The article presents the sources of operating risk as well as conditions and consequences of decisions relating to sales revenue, production costs, working assets and sources of their financing. Operating risk is considered through the level of uncertainty and volatility of operating profit and future operating cash flows with particular attention being paid to risk profile characteristic of every company.