

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

306

Finanse publiczne



Redaktorzy naukowi

Jerzy Sokołowski

Arkadiusz Żabiński



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2013

Redaktor Wydawnictwa: Aleksandra Śliwka

Redaktor techniczny: Barbara Łopusiewicz

Korektor: Barbara Cibis

Łamanie: Adam Dębski

Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:

www.ibuk.pl, www.ebscohost.com,

The Central and Eastern European Online Library www.ceeol.com,

a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon

http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się na stronie internetowej Wydawnictwa

www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2013

ISSN 1899-3192

ISBN 978-83-7695-386-1

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

Spis treści

Jan Borowiec , Kryzys gospodarczy a polityka monetarna i fiskalna w strefie euro w latach 2008-2012.....	13
Leszek Borowiec, Marzena Kuśmierk , Kapitał żelazny w finansowaniu organizacji non-profit w Polsce	24
Patrycja Chodnicka, Katarzyna Niewińska , Determinanty wyceny rynkowej sektora bankowego w dobie kryzysu	37
Patrycja Chodnicka, Katarzyna Niewińska , Ocena sektora bankowego w Europie.....	48
Iwona Dorota Czechowska , Rachunki osobiste dla klientów 60+	61
Agnieszka Deresz, Marian Podstawka , Opodatkowanie podatkiem dochodowym od osób fizycznych mikroprzedsiębiorców w warunkach kryzysu	73
Joanna Działo , Czy Unia Europejska potrzebuje unii fiskalnej?.....	86
Ryta Dziemianowicz , <i>Tax expenditures</i> w konstrukcji reguły wydatkowej... ..	98
Joanna Fila , Mikrofinanse w Unii Europejskiej – polityka, instrumenty, efekty	110
Beata Filipiak, Marek Dylewski , Indywidualny wskaźnik zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego – problemy dostosowawcze.....	120
Piotr Gut , Model odwróconej płatności (<i>reverse charge</i>) jako element konstrukcji podatku VAT ograniczający uszczuplenia w podatku VAT.....	132
Małgorzata Magdalena Hybka , Raison d'être solidarnej odpowiedzialności za zobowiązania z tytułu podatku od wartości dodanej	143
Marcin Idzik , Ekskluzja finansowa – ujęcie empiryczne.....	154
Maria Jastrzębska , Kreacja i implementacja systemu zarządzania ryzykiem jednostki samorządu terytorialnego	166
Piotr Karaś, Wojciech Pacut , Porównanie działania banków islamskich i konwencjonalnych – przypadek Zjednoczonych Emiratów Arabskich ...	178
Anna Kobialka , Wykorzystanie funduszy unijnych w finansowaniu wydatków inwestycyjnych jednostek samorządu terytorialnego lubelszczyzny	190
Teresa Kondrakiewicz , Dywersyfikacja jako kierunek rozwoju grup kapitałowych.....	200
Iwa Kuchciak , Problematyka nadmiernego zadłużania w kontekście wykluczenia finansowego.....	213
Elwira Leśna-Wierszołowicz , Koncepcja wielofunduszowości w drugim filarze systemu emerytalnego w Polsce	225
Paweł Marszałek , Finansyzacja w Polsce – ciekawostka teoretyczna czy realny problem?.....	235
Grzegorz Matysek , Opodatkowanie dochodów spółek osobowych w Polsce – konieczność zmian.....	247

Danuta Milaszewicz , Stabilność fiskalna jako przymus w polityce fiskalnej	260
Magdalena Miszczuk , Zróżnicowanie sytuacji finansowej wybranych jednostek samorządu terytorialnego na podstawie indywidualnego wskaźnika zadłużenia	272
Anna Murdoch , Wejście Polski do strefy euro a długoterminowe cele rozwoju kraju	285
Piotr Ptak , Polityka wydatków publicznych w Polsce w latach 2008-2012....	298
Witold Rakowski , Zróżnicowanie wydatków gmin i powiatów na oświatę w latach 2005-2010 w układzie przestrzennym	311
Halina Rechul , Samodzielność finansowa jednostek samorządu terytorialnego w Polsce.....	325
Wioleta Samitowska , Fundusze pożyczkowe i fundusze poręczeń kredytowych jako instrumenty finansowego wsparcia MŚP	338
Przemysław Siudak , Specjalne strefy ekonomiczne jako instrument generujący oszczędności budżetu państwa z tytułu zatrudniania bezrobotnych..	351
Andrzej Sobczyk , Dynamika wydatków inwestycyjnych i liczby mieszkańców w gminach województwa zachodniopomorskiego w latach 2008-2011	362
Michał Sosnowski , Progresywne i proporcjonalne opodatkowanie przedsiębiorstw osób fizycznych w Polsce	372
Feliks Marek Stawarczyk , Kryzys finansowy a sytuacja banków krajowych w Niemczech	386
Igor Styn , Wpływ zmian w MSSF 9 na wyniki finansowe największych dwóch banków działających w Polsce oraz na ich politykę kredytową	397
Magdalena Syrkiewicz-Świtłała, Tomasz Holecki, Katarzyna Klyta , Możliwości wprowadzenia prywatnych ubezpieczeń zdrowotnych do powszechnego systemu ochrony zdrowia w Polsce w opinii mieszkańców powiatu tarnogórskiego	409
Waldemar Szczepaniak , Ocena sytuacji finansowej publicznych uczelni technicznych w Polsce w latach 2004-2011	418
Tomasz Śmietanka , Gospodarka finansowa gminy miejsko-wiejskiej Kozienice w latach 2003-2012	430
Tomasz Uryszek , Zadłużenie sektora samorządowego w krajach Unii Europejskiej w okresie kryzysu gospodarczego	442
Alina Walenia , Zarządzanie ryzykiem w sektorze samorządowych finansów publicznych	454
Jerzy Wąchoł , Spowolnienie gospodarcze i problemy długu publicznego na świecie w świetle danych statystycznych	466
Radosław Witczak , Wykorzystanie metod szacowania podstawy opodatkowania do określenia wysokości zobowiązań podatkowych	478
Iwona Wojciechowska-Toruńska , „Pakt fiskalny” a polityka fiskalna	488

Katarzyna Wójtowicz , Udziały samorządów w podatkach państwowych – własne czy obce źródło dochodów JST? Dylematy teorii a praktyka budżetowa wybranych państw.....	501
Dorota Wyszowska , Stan finansów jednostek samorządu terytorialnego jako determinanta wykorzystania środków pomocowych Unii Europejskiej w perspektywie 2014-2020	513
Jolanta Zawora , Samodzielność finansowa samorządów gminnych w warunkach spowolnienia gospodarczego.....	523
Anna Zielińska-Chmielewska , Ocena realizacji strategii płynności finansowej GK Tarczyński SA w ujęciu dochód-ryzyko	534
Dagmara Zuzek , Faktoring jako niekonwencjonalne źródło finansowania mikro- i małych przedsiębiorstw w Polsce.....	547
Arkadiusz Żabiński , Realizacja zasady równości opodatkowania czynników wytwórczych w wybranych krajach europejskich.....	558

Summaries

Jan Borowiec , Economic crisis and monetary and fiscal policies in the euro zone in the years 2008-2012	23
Leszek Borowiec, Marzena Kuśmierk , Endowment capital and funding sources in non-profit organizations	36
Patrycja Chodnicka, Katarzyna Niewińska , Determinants of market valuation of the banking sector during the recent financial crisis	47
Patrycja Chodnicka, Katarzyna Niewińska , Assessment of the banking sector in Europe	60
Iwona Dorota Czechowska , Personal accounts for clients 60+.....	72
Agnieszka Deresz, Marian Podstawka , Personal income tax on small entrepreneurs in times of crisis	85
Joanna Działo , Does the European Union need a fiscal union?	97
Ryta Dziemianowicz , Tax expenditures in the construction of the expenditure rule.....	109
Joanna Fila , Microfinance in European Union – policy, instruments, effects	119
Beata Filipiak, Marek Dylewski , Personal debt ratio of local government – system problems	131
Piotr Gut , Reverse charge model as an element of the VAT system, preventing it from tax abuse	142
Małgorzata Magdalena Hybka , Raison d'être of the joint and several liability for value added tax purposes.....	153
Marcin Idzik , Financial exclusion – empirical approach.....	165
Maria Jastrzębska , Creation and implementation of the risk management system of territorial self-government unit	177

Piotr Karaś, Wojciech Pacut , Islamic vs. conventional banking – the case of United Arab Emirates.....	189
Anna Kobialka , European Union funds use in financing of territorial self-governments units' investment in Lublin region.....	199
Teresa Kondrakiewicz , Diversification strategy in the process of holding companies development.....	212
Iwa Kuchciak , The issue of overindebtedness in the context of financial exclusion	224
Elwira Leśna-Wierszółowicz , The concept of multifunding in the second pension pillar in Poland	234
Paweł Marszałek , Financialization in Poland – theoretical curiosity or the real problem?.....	246
Grzegorz Matysek , Income taxation of partnerships in Poland – the necessity of changes	259
Danuta Milaszewicz , Fiscal stability as a coercion in fiscal policy	271
Magdalena Miszczuk , Diversity of the financial situation of selected self-government units under individual debt indicator.....	284
Anna Murdoch , Poland's entry into the Eurozone vs. its long term growth objectives	297
Piotr Ptak , Public spending policy in Poland in the years 2008-2012	310
Witold Rakowski , Variation of educational spending by communities and counties across regions in 2005-2010	324
Halina Rechul , Financial independence of local government units in Poland	337
Wioleta Samitowska , Loan funds and credit guarantee funds as instruments of financial support for SME.....	350
Przemysław Siudak , Special economic zones as an instrument generating savings for the state budget through the employment of the unemployed .	361
Andrzej Sobczyk , Dynamics of capital expenditure and population in communities of Western Pomeranian Voivodeship in the years 2008-2011	371
Michał Sosnowski , Progressive and proportional taxation of natural persons' enterprises in Poland.....	385
Feliks Marek Stawarczyk , Financial crisis and <i>Landesbanken</i> problems in Germany	396
Igor Styn , How changes in IFRS 9 can affect net earnings of two biggest banks operating in Poland and their loan policy	408
Magdalena Syrkiewicz-Świtła, Tomasz Holecki, Katarzyna Klyta , Possibilities of introducing private insurance in the public health care system in Poland in the opinion of the inhabitants of Tarnowskie Góry county	417
Waldemar Szczepaniak , Assessment of financial situation of technical universities in Poland between 2004-2011	429

Tomasz Śmietanka , Financial economy of the urban-rural commune of Kozienice in the years 2003-2012.....	441
Tomasz Uryszek , Local and regional government sector debt in the European Union countries during the economic crisis.....	453
Alina Walenia , Risk management in the self-government public finance sector.....	465
Jerzy Wąchoł , Economic slowdown and problems with public debt in the world in the light of statistical data	477
Radosław Witzak , The use of tax base estimation methods for the determination of the amount of tax liability.....	487
Iwona Wojciechowska-Toruńska , “Fiscal Pact” vs. fiscal policy	500
Katarzyna Wójtowicz , Local governments tax sharing arrangements – own or external source of revenues? Theoretical dilemmas vs. practical experiences of several European countries	512
Dorota Wyszowska , Financial standing of local self-government entities as a determinant of using of European Union aid in the perspective of 2014-2020	522
Jolanta Zawora , Financial independence of communes during economic slowdown	533
Anna Zielińska-Chmielewska , Assessment of strategies of working capital financial liquidity in the concept of risk-return analysis on GK Tarczyński SA	546
Dagmara Zuzek , Factoring as an unconventional source of financing activities of micro and small enterprises in Poland.....	557
Arkadiusz Żabiński , The implementation of the principle of equality in the taxation of factors of production in selected European countries	567

Anna Zielińska-Chmielewska

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

OCENA REALIZACJI STRATEGII PŁYNNOSCI FINANSOWEJ GK TARCZYŃSKI SA W UJĘCIU DOCHÓD-RYZYKO

Streszczenie: W opracowaniu przedstawiono strategię płynności finansowej w ujęciu dochód-ryzyko GK Tarczyński SA. W analizie wykorzystano dane finansowe ze sprawozdań finansowych i przepływów pieniężnych z MP «B» za lata 2005-2010. W zakresie strategii majątku obrotowego zaobserwowano utrzymywanie się strategii agresywnej (A-A) polegającej na maksymalizacji wartości dla właścicieli i minimalizacji płynności finansowej spółki. Z kolei w zakresie finansowania majątku obrotowego przedsiębiorstwo realizuje umiarkowaną strategię (A-K), której celem jest zwiększanie wartości dla właścicieli przy wysokiej płynności finansowej. W przypadku sytuacji majątkowo-finansowej obserwuje się realizację strategii agresywnej (A-A) charakteryzującą się niskimi wartościami wskaźnika poziomu majątku obrotowego i wysokimi wartościami wskaźnika poziomu zobowiązań bieżących.

Słowa kluczowe: finansowa analiza wskaźnikowa, analiza dochód-ryzyko, strategię płynności finansowej: agresywna, konserwatywna, umiarkowana, ryzyko utraty płynności finansowej.

1. Wstęp

Polski rynek mięsa charakteryzuje się dużym potencjałem oraz wysoką pozycją wśród innych działów gospodarki krajowej. Podmioty na tym rynku działają w warunkach dużej ekspozycji na wiele rodzajów ryzyka, w tym na ryzyko ekonomiczne i produkcyjne. W gospodarce rynkowej podstawowym warunkiem prawidłowego funkcjonowania i rozwoju przedsiębiorstw jest zachowanie płynności finansowej. W literaturze płynność finansowa powszechnie rozumiana jest jako zdolność przedsiębiorstwa do dokonywania zakupów dóbr i usług potrzebnych do zaspokajania jego potrzeb produkcyjnych, jak również zdolność do regulowania wszelkich jego zobowiązań finansowych w pełnej wysokości i w obowiązujących terminach¹. Za-

¹ L. Bednarski, *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie przemysłowym*, PWE, Warszawa 1987; J. Duraj, *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstwa przemysłowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 1989; H. Joschke, *Erfolgreiches Management in Unternehmen. Planung, Organisation, Kontrolle*, Verlag Moderne Industrie 1975; J. Kulawik, *Płynność finansowa. Pojęcia i metody pomiaru*, IERiGŻ, Warszawa 1992; E. Kurtys, *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstwa przemysłowego*, War-

rządzanie płynnością finansową polega na podejmowaniu przez zarząd przedsiębiorstwa świadomych decyzji w zakresie płynnego finansowania zobowiązań bieżących w celu osiągnięcia ciągłości gospodarowania, a w dłuższej perspektywie – utrzymania dotychczasowej pozycji rynkowej oraz stabilnego rozwoju. Zarządzanie płynnością finansową jest procesem podejmowania decyzji, co do liczby strumieni wpływów i wydatków gotówkowych warunkujących utrzymanie równowagi działania podmiotów. Skuteczne zarządzanie przedsiębiorstwami na rynku rolno-spożywczym wiąże się z koniecznością wyboru, a następnie realizacji odpowiednio dobranej do przedsiębiorstwa strategii płynności. Strategia płynności finansowej powiązana jest z podejmowaniem decyzji finansowo-majątkowych, a jej nadrzędny cel sprowadza się do znalezienia optymalnej relacji między korzyściami dla właścicieli a ryzykiem utraty płynności finansowej².

W niniejszym opracowaniu zbadano kształtowanie się strategii płynności finansowej GK Tarczyński SA w latach 2005-2010. Celem tej analizy było określenie zasad tworzenia strategii płynności finansowej, stosując metodę dochód-ryzyko. W tym ujęciu strategia płynności finansowej wynika z konieczności pogodzenia maksymalizacji wartości dla właścicieli oraz minimalizacji ryzyka utraty płynności.

2. Materiał i badania

W opracowaniu w celu dokonania niezbędnych obliczeń pozyskano dane ze sprawozdań finansowych, rachunku zysków i strat oraz przepływów pieniężnych GK Tarczyński SA za lata 2005-2010 z Monitorów Polskich „B” oraz wykorzystano materiały wtórne w postaci danych statystycznych GUS oraz krajowej i zagranicznej literatury. Wybór przedsiębiorstwa do analizy był celowy. Wynikał z jego wielkości, siły oddziaływania i silnej pozycji rynkowej. Kryterium doboru spółki było: a) prowadzenie działalności na rynku spożywczym, b) lokalizacja na terenie kraju, c) ciągłość danych finansowych w analizowanym okresie.

Dostępność wymaganych do analizy danych umożliwiła pełne zbadanie realizowanych strategii płynności. Całkowita strategia płynności została poddana analizie celów cząstkowych, którymi były: strategia majątku obrotowego, strategia finansowania majątku obrotowego oraz strategia kapitałowo-majątkowa. Punktem odniesienia przy wyznaczaniu tych strategii była analiza średnich wartości i wskaźników w

szawa-Poznań 1998; A. Kusak, *Płynność finansowa. Analiza i sterowanie*, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania UW, Warszawa 2006; G. Michalski, *Płynność finansowa w małych i średnich przedsiębiorstwach*, PWN, Warszawa 2005; N.C. Hill, W.L. Sartoris, *Short term Financial Management: Text and Cases*, Prentice Hall, Englewood Cliffs 1995; R. Pike, B. Neale, *Corporate Finance and Investment: Decisions and Strategies*, Prentice Hall, London 1999.

² T. Waśniewski *Analiza przemysłowa w przedsiębiorstwie przemysłowym*, PWE, Warszawa 1989; D. Wędzki, *Strategie kształtowania i finansowania majątku obrotowego*, „Rachunkowość” 1997 nr 9; U. Wojciechowska, *Płynność finansowa polskich przedsiębiorstwa w okresie transformacji gospodarki. Aspekty mikroekonomiczne i makroekonomiczne*, SGH, Warszawa 2001.

branży przetwórstwa spożywczego. Dodatkowo dokonano porównania uzyskanych wyników z wartościami wskaźników referencyjnych dla branży mięsnej w badanym okresie. Otrzymane wyniki badań przedstawiono w tab. 1-6 i na rys. 1-3, a następnie opisano i zinterpretowano.

3. Wyniki badań

Polski rynek mięsa charakteryzuje się bardzo rozwiniętą konkurencją i silnym rozwojem sieci handlowych. Działalność gospodarcza krajowych zakładów mięsnych obciążona jest dużym ryzykiem, które wpływa na poziom i zmiany rentowności, zadłużenia, obniżenia sprawności i efektywności działania oraz niższych inwestycji zarówno krajowych, jak i zagranicznych w tym sektorze.

Grupa Kapitałowa Tarczyński SA jest jednym z czołowych polskich producentów wędliniarskich oferujących produkty pod markami Tarczyński, Dobrosława i StarPeck. Grupę tworzą trzy zakłady produkcyjne zlokalizowane w Ujeźdźcu Małym, Sławie oraz Bielsku-Białej. Każda ze spółek specjalizuje się w produkcji wysokojakościowych wędlin i przetworów mięsnych. Oferta przedsiębiorstwa liczy ponad 500 rodzajów wyrobów: kabanosy, szynki wędzone, szynki gotowane i pieczone, wędliny formowane, kiełbasy wytwarzane według tradycyjnych receptur oraz przetwory mięsne w słojach i wiele innych³.

W tabelach 1-6 przedstawiono wyniki przeprowadzonej analizy. Na początku zestawiono wybrane pozycje bilansowe z rachunku zysków i strat GK Tarczyński SA (tab. 1), wybrane wartości wskaźników strategii majątku obrotowego (tab. 2), wskaźniki wewnętrznej struktury majątku obrotowego (tab. 3), wskaźniki strategii finansowania majątku obrotowego (tab. 4), wskaźniki wewnętrznej struktury źródeł finansowania (tab. 5), a także wskaźniki strategii majątkowo-finansowej (tab. 6). Następnie wyniki analizy zostały zaprezentowane w postaci graficznej na następujących po sobie rysunkach, na których ukazano strategię majątku obrotowego (rys. 1), strategię jego finansowania (rys. 2) oraz strategię majątkowo-finansową (rys. 3).

W badanym okresie spółka wykazywała bardzo dobrą pozycję finansową. We wszystkich latach przedsiębiorstwo uzyskiwało wysokie i szybkie przychody ze sprzedaży, choć w 2008 r. odnotowano wyższe koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów o 1529 tys. zł, aniżeli uzyskane przychody netto z tytułu sprzedaży produktów. Głównymi przyczynami wzrostu przychodów ze sprzedaży był rosnący popyt wewnętrzny i eksportowy na wyroby mięsne i wędliniarskie oraz korzystne relacje cenowe wyrobów firmy w porównaniu do cen ich substytutów na rynkach docelowych. Porównując ostatni z pierwszym rokiem analizy, odnotowano wzrost kosztów sprzedaży produktów, towarów i materiałów o 180% oraz wzrost zysku z działalności operacyjnej o 190%. Zaobserwowano też znaczący wzrost zysku z

³ <http://www.grupatarczynski.pl>.

działalności operacyjnej, którego wielkość w 2010 r. uległa potrojeniu w porównaniu do roku 2005. Przychody finansowe spółki utrzymywały się na wysokim dodatnim, aczkolwiek zróżnicowanym poziomie: od 43 tys. zł (2006) do 287 tys. zł (2010), co świadczy o nieosiąganiu dodatkowych zysków z działalności finansowej przez spółkę. Ponadto z danych wynika, że w tym okresie nastąpił wzrost kosztów finansowych aż o 420%. W badanym okresie miała miejsce wzrostowa tendencja zysku brutto i netto. Zysk brutto przedsiębiorstwa w 2010 r. osiągnął wartość równą 15 tys. zł i wyniósł 164% w porównaniu do roku 2005 (9124 zł). Natomiast zysk netto firmy w roku 2010 wyniósł 267% w porównaniu do 2005 r. (6976 zł). Osiągnięte wyniki finansowe Tarczyński SA świadczą o prowadzeniu rentownej działalności (tab. 1).

Tabela 1. Rachunek zysków i strat GK Tarczyński SA w latach 2005-2010 (tys. zł)

Pozycja bilansowa (tys. zł)	Lata						2010/2005 (%)
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	
Przychody netto ze sprzedaży	175 055	200 659	204 404	223 327	271 215	298 031	170,25
Koszt sprzedanych produktów, towarów i materiałów	167 363	193 749	200 264	224 856	263 455	302 874	180,96
Zysk (strata) z działalności operacyjnej	9 952	10 620	7 696	8 704	15 425	19 003	190,95
Przychody finansowe	186 211	43 363	53 976	21 570	223 574	287 245	154,25
Koszty finansowe	1 015	1 491	1 397	6 252	4 450	4 261	419,80
Zysk (strata) brutto	9 124	9 171	6 353	2 474	11 198	15 029	164,71
Zysk (strata) netto	6 976	7 377	4 967	1 835	8 828	18 657	267,45

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z Monitorów Polskich „B” za lata 2005-2010.

Proces określania całkowitej strategii płynności finansowej rozpoczyna się od wyznaczenia cząstkowej strategii płynności finansowej przedsiębiorstwa. W celu zdiagnozowania typu realizowanej strategii majątku obrotowego w pierwszej kolejności obliczono średnie branżowe wartości wskaźników płynności majątku obrotowego oraz poziomu majątku operacyjnego, a następnie wyznaczono je dla badanej jednostki w okresie od 2005 do 2010 r. i przedstawiono w tab. 2 i na rys. 1.

Wskaźnik poziomu aktywów operacyjnych został skonstruowany na podstawie relacji aktywów operacyjnych do aktywów obrotowych. Aktywa operacyjne to suma majątku rzeczowego, wartości niematerialnych i prawnych oraz rozliczeń międzyokresowych. Im wyższa jest wartość tego wskaźnika względem średniej branżowej, tym bardziej dana strategia majątku sprzyja zwiększeniu wartości dla właścicieli, czyli jest bardziej agresywna. Analogicznie, im niższa jest wartość tego wskaźnika, tym realizowana strategia jest bardziej konserwatywna. Wskaźnik płynności aktywów obrotowych wyraża udział środków pieniężnych oraz przeznaczonych do obrotu papierów wartościowych w majątku obrotowym. Im niższa jest wartość wskaźnika płynności aktywów obrotowych względem średniej branżowej, tym gorsza jest

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

Tabela 2. Wskaźniki strategii majątku obrotowego GK Tarczyński SA w latach 2005-2010

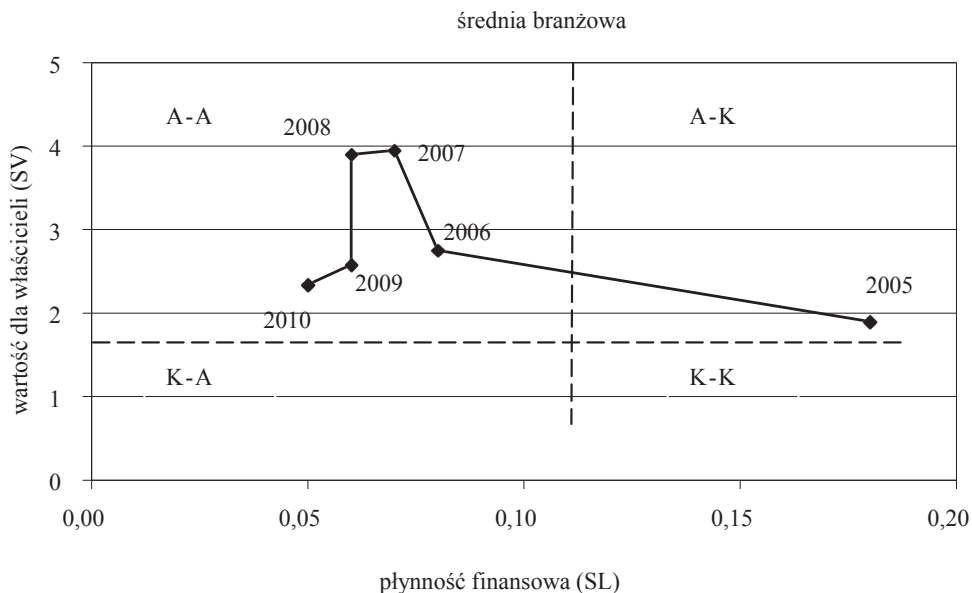
Wskaźnik	Lata							Realizowana strategia w stosunku do średniej branżowej
	średnia branżowa	2005	2006	2007	2008	2009	2010	
Wskaźnik aktywów operacyjnych = aktywa operacyjne/aktywa obrotowe	1,0	1,90	2,75	3,95	3,90	2,58	2,34	agresywna
Wskaźnik płynności aktywów obrotowych = środki pieniężne/aktywa obrotowe	0,13	0,18	0,08	0,07	0,06	0,06	0,05	agresywna

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z Monitorów Polskich „B” za lata 2005-2010.

Analiza strategii majątku obrotowego wykazała, że we wszystkich latach przeprowadzonej analizy wskaźnik poziomu aktywów operacyjnych występował na znacznie wyższym poziomie niż średnia branżowa, co oznacza wzrost wartości majątku operacyjnego w stosunku do majątku obrotowego, co jest równoznaczne z agresywnym podejściem do zarządzania zasobami przedsiębiorstwa.

Wskaźnik płynności aktywów obrotowych oscylował poniżej średniej branżowej (z wyjątkiem 2005 r., gdy przyjął wartość równą 0,18). Niższe aniżeli wynikające ze średniej branżowej wartości tego wskaźnika potwierdzają agresywne podejście do zarządzania majątkiem obrotowym, wskazując na zmniejszenie stanu najbardziej płynnych aktywów w przedsiębiorstwie.

Na rysunku 1 przedstawiono strategię majątku obrotowego GK Tarczyński SA w latach 2005-2010. Na osi rzędnych (OY) naniesiono wartości wskaźników poziomu majątku operacyjnego (wartość dla właścicieli), a na osi odciętych (OX) wartości wskaźników poziomu płynności majątku obrotowego. W badanym okresie zaobserwowano tendencję utrzymywania strategii agresywnej (A-A) polegającej na maksymalizacji wartości dla właścicieli i minimalizacji płynności finansowej przedsiębiorstwa. Z tej strategii wynika, że jest mało majątku obrotowego i stosunkowo mało płynnych aktywów.



Rys. 1. Strategia majątku obrotowego GK Tarczyński SA w latach 2005-2010

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Monitorów Polskich „B” za lata 2005-2010.

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

W analizowanym okresie wskaźnik zapasów w aktywach obrotowych stopniowo zmniejszał się z poziomu 0,31 (2005) do 0,24 (2006) i (2009), kształtując się na poziomie niższym niż średnia branżowa (0,35). Niższe wartości obliczonego wskaźnika zapasów oznaczają realizację strategii agresywnej. Wyniki te należy ocenić korzystnie, gdyż nie następuje zablokowanie środków finansowych w zapasach, a tym samym niższe są koszty ich utrzymania (tab. 3).

Wskaźnik należności w aktywach obrotowych występował na poziomie wyższym aniżeli średnia branżowa (0,49), oscylując w granicach 0,50 (2005) do 0,68 (2006) i 0,67 (2009). Wartości tego wskaźnika również oznaczają realizację agresywnej strategii wewnętrznej majątku obrotowego, odzwierciedlając niższe zagrożenie utratą płynności podmiotu (tab. 3). Wskaźnik środków pieniężnych w aktywach ogółem pozostawał na znacznie niższym poziomie niż średnia branżowa (0,12), przyjmując wartości od 0,01 (2007) i (2010) do 0,06 (2005), co odzwierciedlało niższe zagrożenie utratą płynności finansowej i realizację agresywnej strategii. Wskaźnik papierów wartościowych w aktywach ogółem we wszystkich badanych latach wynosił 0 i nie-

wiele różnił się od średniej branżowej (0,01). Wskazuje to na pasywne wykorzystanie instrumentów finansowych przez zarządzających spółką, co jest równoznaczne z prowadzeniem konserwatywnej polityki zarządzania w tym zakresie.

Tabela 3. Wskaźniki wewnętrznej struktury majątku obrotowego GK Tarczyński SA w latach 2005-2010

Wskaźnik	Średnia branżowa	Lata						Realizowana strategia w stosunku do średniej branżowej
		2005	2006	2007	2008	2009	2010	
Wskaźnik zapasów = zapasy/aktywa obrotowe	0,35	0,31	0,24	0,25	0,29	0,24	0,26	agresywna
Wskaźnik należności = należności/aktywa obrotowe	0,49	0,50	0,68	0,66	0,63	0,67	0,66	agresywna
Wskaźnik środków pieniężnych = środki pieniężne/aktywa ogółem	0,12	0,06	0,02	0,01	0,01	0,02	0,01	agresywna
Wskaźnik papierów wartościowych = papiery wartościowe/aktywa ogółem	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	konserwatywna

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z Monitorów Polskich „B” za lata 2005-2010.

Podsumowując, należy stwierdzić, że w analizowanych latach, tj. 2005-2010, strategia wewnętrzna majątku obrotowego spółki zazwyczaj przyjmowała agresywny charakter w stosunku do średniej w branży, co świadczy o wyborze aktywnej, mniej bezpiecznej polityki w zakresie płynności finansowej pod względem niekorzystnych czynników zewnętrznych oraz nasilenia się konkurencji w sektorze (tab. 3).

Kolejny etap badań polegał na obliczeniu wskaźników strategii finansowania majątku obrotowego, gdyż określenie strategii w zakresie jego zarządzania umożliwia ustalenie sposobu jego finansowania. Ten rodzaj strategii charakteryzuje źródła pochodzenia kapitału finansującego działalność bieżącą przedsiębiorstwa, jego strukturę i efektywność jego wykorzystania. W tym celu konstruuje się wskaźnik operacyjnych zobowiązań bieżących i wskaźnik płynności zobowiązań bieżących. W opracowaniu przyjęto założenie, że zakupy materiałów i surowców oraz wytworzenie produktów gotowych najczęściej odbywa się na kredyt kupiecki, poza tym zaciągane są zobowiązania z tytułu usług, zobowiązania wobec pracowników czy zobowiązania wewnątrzzakładowe, dlatego można przyjąć, że operacyjne zobowiązania bieżące w przybliżeniu są równe poziomowi zapasów⁴. Jeśli poziom zapasów jest równy poziomowi zobowiązań bieżących, to można uznać, że przedsiębiorstwo

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

nie jest obciążone kredytami, pożyczkami, papierami wartościowymi i/lub innymi zobowiązaniami generującymi odsetki.

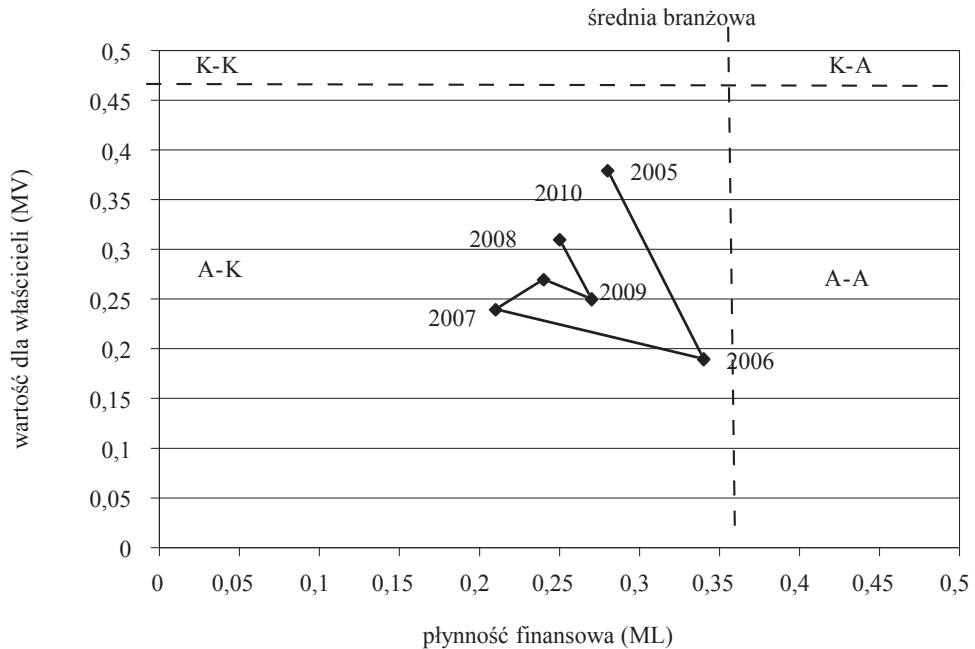
Zatem, gdy wskaźnik operacyjnych zobowiązań bieżących przyjmuje niższe wartości niż średnia branżowa, czyli wyższe jest nastawienie na wartość dla właścicieli, to mamy do czynienia ze strategią agresywną. Analogicznie, im wskaźnik przyjmuje wyższe wartości, tym realizowana strategia jest bardziej konserwatywna. Natomiast im wyższa wartość wskaźnika płynności zobowiązań bieżących, tym gorsza jest płynność finansowa przedsiębiorstwa, czyli strategia jest bardziej agresywna. Z kolei im niższa wartość wskaźnika płynności zobowiązań bieżących, tym lepsza jest płynność finansowa przedsiębiorstwa, czyli realizowana strategia jest bardziej konserwatywna. Wartości wskaźnika operacyjnych zobowiązań bieżących przyjmowały zróżnicowane wartości – od 0,19 (2006) do 0,38 (2005), jednak były zawsze poniżej średniej branżowej (0,49), co oznacza realizację agresywnej strategii finansowania majątku obrotowego spółki. Podobnie wartości wskaźnika płynności zobowiązań bieżących występowały na poziomie od 0,21 (2007) do 0,34 (2006) i były niższe niż średnia branżowa (0,37), co oznacza, że strategia przyjmowała konserwatywny charakter (tab. 4).

Tabela 4. Wskaźniki strategii finansowania majątku obrotowego GK Tarczyński SA w latach 2005-2010.

Wskaźnik	Średnia branżowa	Lata						Realizowana strategia w stosunku do średniej branżowej
		2005	2006	2007	2008	2009	2010	
Wskaźnik operacyjnych zobowiązań bieżących = zapasy/zobowiązania bieżące	0,47	0,38	0,19	0,24	0,27	0,25	0,31	agresywna
Wskaźnik płynności zobowiązań bieżących = zobowiązania bieżące/aktywa ogółem	0,37	0,28	0,34	0,21	0,24	0,27	0,25	konserwatywna

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z Monitorów Polskich „B” za lata 2005-2010.

Na rysunku 2 w sposób graficzny przedstawiono strategię finansowania majątku obrotowego GK Tarczyński SA. Na osi rzędnych (OY) naniesiono wartości wskaźników poziomu operacyjnych zobowiązań bieżących (wartość dla właścicieli), a na osi odciętych (OX) wartości wskaźników poziomu płynności zobowiązań bieżących. Punkty przecięcia się wskaźników ukazują strategię finansowania majątku obrotowego. Z analizy wynika, że w przypadku finansowania majątku obrotowego przedsiębiorstwo realizuje umiarkowaną (elastyczną) strategię (A-K), której celem jest zwiększanie wartości dla właścicieli przy wysokiej płynności finansowej, co oznacza, że GK Tarczyński SA ma dużo zobowiązań generujących odsetki i mało zobowiązań bieżących.



Rys. 2. Strategia finansowania majątku obrotowego GK Tarczyński SA w latach 2005-2010

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Monitorów Polskich „B” za lata 2005-2010.

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

Na podstawie analizy wewnętrznej struktury źródeł finansowania majątku obrotowego odnotowano większy udział kapitału własnego w aktywach ogółem aniżeli wynikający ze średniej branżowej (0,57), co oznacza realizację strategii konserwatywnej. W latach 2005-2010 odnotowano też wyższe wartości wskaźnika zobowiązań długoterminowych niż wartość średniej branżowej (0,10), oscylujące na poziomie od 0,18 (2005) do 0,35 (2007), co jest równoznaczne z prowadzeniem agresywnej strategii cząstkowej w tym zakresie. Wskaźnik zobowiązań bieżących generujących odsetki kształtował się w przedziale od 0,16 (2007) do 0,28 (2006), czyli na poziomie wyższym niż średnia branżowa (0,14), co wiąże się z prowadzeniem agresywnej polityki w tym zakresie. Uzyskane wartości wskaźnika operacyjnych zobowiązań bieżących były niższe niż średnia branżowa (0,17) i występowały w granicach od 0,05 (2007) do 0,08 (2010), co świadczy o prowadzeniu agresywnej strategii (tab. 5). Podsumowując, stwierdzono postępujący wzrost agresywności oraz wzrost natężenia wewnętrznej strategii finansowania majątku obrotowego.

Tabela 5. Wskaźniki wewnętrznej struktury źródeł finansowania GK Tarczyński SA w latach 2005-2010

Wskaźnik	Średnia branżowa	Lata						Realizowana strategia w stosunku do średniej branżowej
		2005	2006	2007	2008	2009	2010	
Wskaźnik kapitału własnego = kapitał własny + rezerwy + rozliczenia międzyokresowe i przychody przyszłych okresów / aktywa ogółem	0,57	1,04	1,02	1,13	1,12	1,12	1,11	konserwatywna
Wskaźnik zobowiązań długoterminowych = zobowiązania długoterminowe / aktywa ogółem	0,10	0,18	0,27	0,35	0,30	0,24	0,24	agresywna
Wskaźnik zobowiązań bieżących generujących odsetki = zobowiązania bieżące – zapasy / aktywa ogółem	0,14	0,17	0,28	0,16	0,18	0,21	0,18	agresywna
Wskaźnik operacyjnych zobowiązań bieżących = zapasy / aktywa ogółem	0,17	0,11	0,06	0,05	0,06	0,07	0,08	agresywna

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z Monitorów Polskich „B” za lata 2005-2010.

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

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

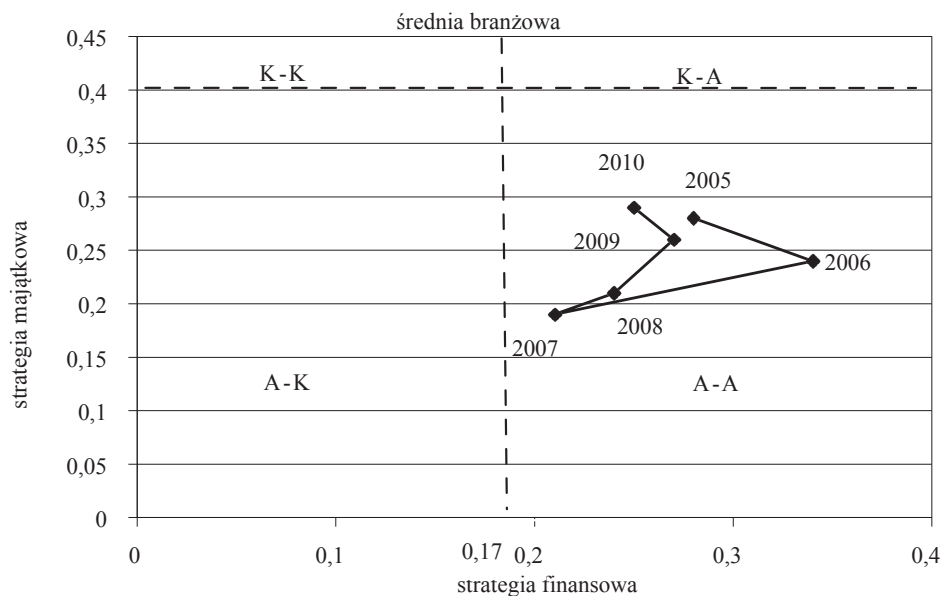
W tabeli 6 przedstawiono wielkości wskaźników określających strategię majątkowo-finansową spółki. Wskaźnik majątku obrotowego występował na znacznie niższym poziomie niż średnia branżowa (0,41), w przedziale od 0,19 (2007) do 0,29 (2010). Oznacza to zmniejszenie zapasów i należności w aktywach obrotowych, czyli wzrost agresywności strategii płynności w aspekcie majątkowym. W latach 2005-2010 wskaźnik zobowiązań bieżących kształtował się na podobnym poziomie – od 0,21 (2007) do 0,34 (2006). Taka sytuacja świadczy o tym, że wartości wskaźnika są wyższe od średniej branżowej, co również oznacza realizację strategii agresywnej.

Tabela 6. Wskaźniki strategii majątkowo-finansowej GK Tarczyński SA w latach 2005-2010

Wskaźnik	Średnia branżowa	Lata						Realizowana strategia w stosunku do średniej branżowej
		2005	2006	2007	2008	2009	2010	
Wskaźnik majątku obrotowego = aktywa bieżące / aktywa ogółem	0,41	0,28	0,24	0,19	0,21	0,26	0,29	agresywna
Wskaźnik zobowiązań bieżących = pasywa bieżące / aktywa ogółem	0,17	0,28	0,34	0,21	0,24	0,27	0,25	agresywna

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z Monitorów Polskich „B” za lata 2005-2010.

Na rysunku 3 przedstawiono strategię majątkowo-finansową GK Tarczyński SA w latach 2005-2010. Na osi rzędnych (OY) naniesiono wartości wskaźników poziomu majątku obrotowego, a na osi odciętych (OX) wartości wskaźników poziomu zobowiązań bieżących. Punkty przecięcia się wskaźników ukazują strategię zarządzania kapitałem obrotowym, z której wynika, że jest nią strategia agresywna (A-A). Strategia ta charakteryzuje się niskimi wartościami wskaźników majątku obrotowego i wysokimi wartościami wskaźników zobowiązań bieżących w porównaniu do średniej branżowej.

**Rys. 3.** Strategia majątkowo-finansowa GK Tarczyński SA w latach 2005-2010

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Monitorów Polskich „B” za lata 2005-2010.

4. Podsumowanie

W wyniku przeprowadzonych analiz można stwierdzić, że w zakresie majątku obrotowego zaobserwowano tendencję utrzymywania się strategii agresywnej (A-A), zgodnie z którą zarząd maksymalizuje wartość dla właścicieli (wysoki poziom majątku operacyjnego) i minimalizuje płynność finansową. Oznacza to małą ilość aktywów obrotowych i płynnych aktywów (wysoki poziom wskaźnika poziomu majątku obrotowego i niski poziom wskaźnika płynności majątku obrotowego). Z dalszej części opracowania wynika, że w zakresie finansowania majątku obrotowego przedsiębiorstwo realizuje umiarkowaną (elastyczną) strategię (A-K), której celem jest zwiększanie wartości dla właścicieli przy wysokiej płynności finansowej. Oznacza to, że przedsiębiorstwo ma dużo zobowiązań generujących odsetki i mało zobowiązań bieżących, dlatego w miarę możliwości proponuje się ograniczenie części zobowiązań generujących odsetki na rzecz zobowiązań bieżących. W przypadku majątkowo-finansowej sytuacji spółki zaobserwowano realizację strategii agresywnej (A-A) charakteryzującej się niskimi wartościami wskaźników poziomu majątku obrotowego i wysokimi wartościami wskaźników poziomu zobowiązań bieżących.

Literatura

- Bednarski L., *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie przemysłowym*, PWE, Warszawa 1987.
- Duraj J., *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstwa przemysłowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 1989.
- Hill N.C., Sartoris W.L., *Short term Financial Management: Text and Cases*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1995.
- <http://www.grupataarczyński.pl>.
- Joschke H., *Erfolgreiches Management in Unternehmen. Planung, Organisation, Kontrolle*, Verlag Moderne Industrie 1975.
- Kulawik J., *Płynność finansowa. Pojęcia i metody pomiaru*, IERiGŻ, Warszawa 1992.
- Kurtys E. (red.), *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstwa przemysłowego*, Warszawa-Poznań 1998.
- Kusak A., *Płynność finansowa. Analiza i sterowanie*, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania UW, Warszawa 2006.
- Michalski G., *Płynność finansowa w małych i średnich przedsiębiorstwach*, PWN, Warszawa 2005.
- Pike R., Neale B., *Corporate Finance and Investment: Decisions and Strategies*, Prentice Hall, London 1999.
- Waśniewski T., *Analiza przemysłowa w przedsiębiorstwie przemysłowym*, PWE, Warszawa 1989.
- Wędzki D., *Strategie kształtowania i finansowania majątku obrotowego*, „Rachunkowość” 1997, nr 9, s. 79, 139-147.
- Wędzki D., *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa*, Oficyna Wydawnicza, Kraków 2002.
- Wojciechowska U., *Płynność finansowa polskich przedsiębiorstwa w okresie transformacji gospodarki. Aspekty mikroekonomiczne i makroekonomiczne*, SGH, Warszawa 2001.

ASSESSMENT OF STRATEGIES OF WORKING CAPITAL FINANCIAL LIQUIDITY IN THE CONCEPT OF RISK-RETURN ANALYSIS ON GK TARCZYŃSKI SA

Summary: The main goal of the paper is to define and assess strategies of financial liquidity in the concept of risk-return analysis on GK Tarczyński SA. The analysis used its official financial data between 2005-2010 from the Monitory Polskie "B". The analysis of financial liquidity strategies was undertaken on assets, funding and financial liquidity management strategies. GK Tarczyński SA continued aggressive strategy of assets (A-A), which means keeping high level of assets and minimizing financial liquidity. The enterprise runs moderate strategy of assets funding (A-K), which means maximizing operative current liabilities and maximizing financial liquidity. The enterprise runs aggressive strategy of financial liquidity management (A-A), which means low level of turnover of assets and high level of current liabilities.

Keywords: financial indicative analysis, risk-return analysis, strategies of working capital financial liquidity: aggressive, conservative, moderate, risk of debt liquidity.