

**Mirosław Krajewski**

Uniwersytet Gdański

---

## OCENA RENTOWNOŚCI PRZEDSIĘBIORSTW W ASPEKTCIE PŁYNNOŚCI FINANSOWEJ

---

**Streszczenie:** Ocena rentowności prowadzonej działalności gospodarczej powinna się stać podstawą do oceny kondycji finansowej przedsiębiorstwa, ale tylko po uwzględnieniu poziomu płynności finansowej. Płynność finansowa przedsiębiorstw, jako zdolność do spłaty zobowiązań aktywami obrotowymi, zależy od umiejętności zarządzania istniejącymi zasobami, a zwłaszcza aktywami obrotowymi. Tak więc szczególnie rentowność kapitału własnego urealniona posiadaną płynnością finansową jest miarą oceny zarządzania kapitałami oraz bazą do podejmowania przyszłych decyzji inwestycyjnych.

**Słowa kluczowe:** rentowność kapitału własnego, płynność finansowa, decyzje inwestycyjne.

### 1. Wstęp

Problemy finansowe we współczesnej gospodarce stanowią kluczowe zagadnienia w procesach podejmowania decyzji gospodarczych w przedsiębiorstwie. Są one nierozzerwalnie związane z poszukiwaniem takich optymalnych decyzji gospodarczych, które w sposób istotny wpłyną na wzrost wartości przedsiębiorstwa<sup>1</sup>.

Prowadzi to do wzrostu wartości aktywów przedsiębiorstwa, kapitału własnego finansującego działalność gospodarczą oraz do wzrostu zysku. Pojęcie wartości przedsiębiorstwa wiąże się nierozzerwalnie z wartością rynkową przedsiębiorstwa. Rynek bowiem jest weryfikatorem wszelkiej wartości wycenianej na poziomie przedsiębiorstwa. Wzrost wartości przedsiębiorstwa jest uzależniony od sprawnego i kreatywnego kapitału ludzkiego. Dotyczy to wszystkich grup działających w przedsiębiorstwie, a mianowicie właścicieli, zarządzających oraz wykonawców. System zarządzania finansowego przedsiębiorstw dotyczy różnych obszarów działalności oraz określa metody i narzędzia ich oceny. W tak rozumianym systemie dokonuje się wyboru optymalnego wariantu związanego z określoną decyzją gospodarczą. Współczesne narzędzia oceny działalności gospodarczej przedsiębiorstw mają za zadanie określenie poziomu kondycji finansowej oraz wskazanie kierunków przyszłych stanów finansowych. Istotnym badaniem w tym zakresie jest analiza rentowności posiadanych zasobów w aspekcie płynności finansowej. Wzajemna ko-

---

<sup>1</sup> M. Krajewski, *Zarządzanie finansowe w przedsiębiorstwach*, ODDK, Gdańsk 2008, s. 5.

relacja tych problemów pozwala na określenie realnej możliwości wykorzystania osiągniętych w wyniku procesów gospodarczych obecnych oraz przyszłych zysków przedsiębiorstwa. Wszystkie przedsiębiorstwa powinny się posługiwać efektywnym zarządzaniem w działaniach operacyjnych, taktycznych i strategicznych. Generalnie ocena przedsiębiorstw nie może się opierać tylko na wynikach kwantytatywnych, lecz musi się wiązać z badaniami jakościowymi nacechowanymi dążeniami do wzrostu wartości przedsiębiorstwa. Dlatego też istotne jest ciągle poszukiwanie metod, które w sposób jasny i precyzyjny określą poziom wykorzystania oraz miary oceny gospodarowania aktywami trwałymi i obrotowymi, a także kapitałami.

Celem artykułu jest wskazanie wzajemnych korelacji między rentownością przedsiębiorstwa wynikającą z aktywności w procesie gospodarczym a płynnością finansową określającą poziom zamienialności posiadanych aktywów obrotowych, będących efektem dodatnich wyników finansowych.

## **2. Zarządzanie rentownością i płynnością finansową w przedsiębiorstwie**

Zarządzanie finansowe przedsiębiorstw powinno się kierować następującymi zasadami:

1) stopień zmian w zakresie aktywów przedsiębiorstwa oraz kapitałów ich finansujących należy rozpatrywać statycznie na początek i koniec danego okresu, co wskazuje na spadek lub przyrost badanego zjawiska ekonomicznego. Inaczej mówiąc, chodzi o poszukiwanie zmian dynamicznych w zakresie struktury aktywów i kapitałów ogółem;

2) ocena zarządzania poszczególnymi aktywami obrotowymi powinna być związana z określeniem płynności finansowej wynikającej ze stopnia zamrożenia w nich środków finansowych. Szczególnie ważne jest rozpatrywanie stopnia zamrożenia środków finansowych w teoretycznie najbardziej płynnym majątku obrotowym, ze szczegółowym uwzględnieniem należności i zapasów.

Szczegółowe badania analityczne pozwalają znaleźć przyczyny problemów finansowych przedsiębiorstwa bądź potwierdzić prawidłowe zarządzanie środkami finansowymi, ale przede wszystkim umożliwiają zaprojektowanie przyszłej działalności.

Celem zarządzania finansami w przedsiębiorstwie jest wybór optymalnej aktywności ekonomicznej z punktu widzenia sprzedaży oraz przysporzenie dochodu właścicielom, a więc maksymalizacja bieżącej wartości udziału akcyjnego. Można to osiągnąć poprzez: przetwarzanie informacji finansowych, unikanie problemów finansowych i upadłości, pokonanie konkurencji, maksymalizację sprzedaży lub udziału w rynku, minimalizację kosztów, maksymalizację zysków, utrzymanie stabilnego wzrostu dochodów<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> S.A. Ross, R.W. Westerfield, B.D. Jordan, *Finanse przedsiębiorstw*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1999, s. 25-26.

Istnieją dwa cele finansowe będące jednocześnie miarami badania stopnia realizacji aktywności ekonomicznej. Są to:

- rentowność,
- płynność finansowa.

Cele te bardzo często w hierarchii celów występują na najwyższych pozycjach, wypełniając przez to misję przedsiębiorstwa, a więc ideę potrzeby produkowania i założenia przedsiębiorstwa<sup>3</sup>.

Rentowność<sup>4</sup> jest to zdolność przedsiębiorstwa do generowania zysku w wyniku sprzedaży produkowanych wyrobów gotowych bądź usług, przy wykorzystaniu posiadanego w przedsiębiorstwie kapitału ludzkiego oraz aktywów trwałych i obrotowych wraz z kapitałem własnym<sup>5</sup>.

Można wyróżnić trzy podstawowe wskaźniki rentowności oceniające poziom wypracowanego zysku netto ( $Z_n$ ) z każdych 100 jednostek<sup>6</sup>:

1) uzyskanych przychodów ze sprzedaży ( $S_n$ ) – rentowność sprzedaży ( $ROS = \frac{Z_n}{S_n}$ ),

2) zaangażowanych aktywów przedsiębiorstwa ( $Aogół$ ) – rentowność aktywów ( $ROA = \frac{Z_n}{Aogół}$ ),

3) zaangażowanego kapitału własnego ( $kwł$ ) – rentowność kapitału własnego ( $ROE = \frac{Z_n}{kwł}$ ).

Płynność finansowa jest to zdolność przedsiębiorstwa do spłaty zobowiązań krótkoterminowych aktywami obrotowymi. Płynność zależy, z jednej strony, od umiejętności zarządzania zasobami finansowymi, zapasami (materiałami, półproduktami, produkcją w toku, wyrobami gotowymi) i należnościami, z drugiej zaś od

<sup>3</sup> Podstawą polityki przedsiębiorstwa jest to, że inwestorzy wolą, aby przedsiębiorstwo raczej zatrzymało i powtórnie zainwestowało zysk, niż wypłaciło go w formie dywidend, jeśli stopa dochodu, który może uzyskać przedsiębiorstwo z reinwestowanych zysków, przekracza stopę, którą przeciętny inwestor mógłby sam otrzymać z innych inwestycji o porównywalnym zysku. E.F. Brigham, *Podstawy zarządzania finansami*, PWE, Warszawa 1996, s. 229.

<sup>4</sup> Rentowność jest to relatywna wielkość wyniku finansowego, odzwierciedlająca opłacalność działalności gospodarczej; E. Burzym, *Pomiar i ocena rentowności przedsiębiorstw przemysłowych*, PWE, Warszawa 1971, s. 38.

<sup>5</sup> Wskaźniki rentowności odzwierciedlają efektywność wykorzystania zainwestowanego w biznes majątku. Innymi słowy, są wyrazem efektywności zarządzania aktywami z punktu widzenia osiąganego rezultatu. W. Pazio, *Jak gospodarować finansami – ekonomiczne podstawy biznesu*, PWN, Warszawa 1994, s. 313. Zob. również: D. Davies, *Sztuka zarządzania finansami*, PWN, Warszawa 1993, s. 48-49.

<sup>6</sup> Dane empiryczne niezbędne w obliczeniach można przedstawić w dwóch układach – jako dane przeciętne lub na koniec danego okresu, w zależności od tego, jakie decyzje finansowe były podejmowane w badanych okresach.

źródeł zasilania finansowego przedsiębiorstwa. Główną przyczyną upadku małych i średnich przedsiębiorstw w krajach wysoko rozwiniętych jest nie brak zyskowności, lecz właśnie utrata płynności finansowej<sup>7</sup>. Na płynność wpływa bezpośrednio między innymi efektywne zarządzanie wolnymi środkami finansowymi. Wykorzystywanie wolnych środków pieniężnych przedsiębiorstwa może być różne: lokaty na kontach bankowych o różnych stopach oprocentowania, lokaty w papiery wartościowe (tzw. inwestycje portfelowe), lokaty w inwestycje rzeczowe (budowa lub wykup obiektów, zakup środków trwałych)<sup>8</sup>. Długoterminowy charakter płynności finansowej powoduje, że przedsiębiorstwo staje się wypłacalne, a więc zdolne do spłaty wszystkich zobowiązań.

Przedsiębiorstwo we współczesnej gospodarce rynkowej powinno być nacechowane ciągłym dążeniem do zwiększania płynności środków finansowych. Zwiększenie ruchu pieniądza poprzez jego szerszy i silniejszy strumień pozwala na zwiększenie efektywności zarządzania finansowego. Przyczynia się to, z jednej strony, do zmniejszania kosztów użycia kapitałów własnych i obcych, z drugiej zaś – do zwiększania siły inwestowania w poszczególnych kierunkach działalności gospodarczej przedsiębiorstwa.

Największe możliwości co do zwiększania płynności środków finansowych stwarza zarządzanie poszczególnymi elementami aktywów obrotowych. Poszczególne składniki aktywów obrotowych znajdują się w ciągłym ruchu<sup>9</sup>. Zapasy materiałów i półfabrykatów zakupionych z zewnątrz przechodzą do produkcji, przyjmują postać zapasów półproduktów i produkcji w toku, a po przejściu wszystkich operacji technologicznych w produkcji stają się zapasami wyrobów gotowych, które są kierowane do odbiorców. W przypadku oferowanych usług możemy mieć do czynienia tylko i wyłącznie z zapasami materiałów oraz towarami. Wynika z tego, że droga środków pieniężnych od momentu ich zainwestowania do ich odzyskania w formie gotówki za sprzedane wyroby gotowe i usługi jest krótsza niż w przypadku produkcji dóbr.

Pieniądz w przedsiębiorstwie zostaje zamrożony głównie w fazie gromadzenia zapasów oraz w fazie windykacji należności.

Zarządzający w przedsiębiorstwie mają do wyboru kilka możliwości inwestowania gotówki. Wybór ten jednak wynika ze szczegółowej analizy sytuacji bieżącej przedsiębiorstwa. Wiąże się on z:

- a) ciągłym badaniem stopnia rentowności działalności bieżącej przedsiębiorstwa w porównaniu z oczekiwaną rentownością z papierów wartościowych,
- b) stopniem ryzyka podjęcia określonej decyzji inwestycyjnej,

---

<sup>7</sup> M. Sierpińska, D. Wędzki, *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa 1997, s. 7.

<sup>8</sup> S. Sudol, *Przedsiębiorstwo – podstawy nauki o przedsiębiorstwie, teoria i praktyka zarządzania*, Dom Organizatora, Toruń 1999, s. 290-292.

<sup>9</sup> Z. Fedorowicz, *Racjonalny system finansowy – główne kierunki reformy*, PWE, Warszawa 1984, s. 177.

- c) przyjętą przez właścicieli określoną strategią i taktyką działania,
- d) zasadami prawa gospodarczego i budżetowego w aspekcie ich częstotliwości zmian.

Powyższe stwierdzenia dowodzą, że zarządzający w przedsiębiorstwie, decydując się na zakup krótkoterminowych papierów wartościowych, muszą się wykazywać dobrą ich znajomością, profilaktyką gospodarczą w zakresie obrotu nimi oraz wyczuciem trafnych decyzji.

Zarządzanie papierami wartościowymi krótkoterminowymi w gospodarce rynkowej stanowi ważny element związany z zarządzaniem środkami pieniężnymi. Przychody z tego rodzaju operacji finansowych są uzupełnieniem ogółu uzyskiwanych środków pieniężnych i mogą stanowić określony procent w ich strukturze. Powoduje to traktowanie tego rodzaju przychodów jako dodatkowych środków na działalność rozwojową bądź bieżącą. Ponadto są to środki, które uzupełniają ewentualny brak płynności finansowej spowodowany:

- sytuacją na rynku od strony popytu na dobra przedsiębiorstwa,
- pogorszeniem sytuacji finansowej odbiorców dóbr,
- powstawaniem strat bądź nieprzewidzianych wydatków.

Zarządzanie papierami wartościowymi stanowi we współczesnym świecie jedną z najważniejszych form działalności gospodarczej przedsiębiorstwa. Sprawą istotną z tego punktu widzenia jest znajomość teorii wartości pieniądza w czasie, a szczególnie poniższych pojęć, o których można jeszcze raz wspomnieć<sup>10</sup>.

### 3. Wzajemne relacje rentowności i płynności finansowej przedsiębiorstwa

Badanie efektywności zarządzania aktywami obrotowymi wiąże się z wykorzystaniem systemu oceny stopnia płynności finansowej przedsiębiorstw. System ten zawiera trzy wskaźniki, które należy rozpatrywać statycznie i dynamicznie w czasie podejmowania decyzji gospodarczych *ex ante* i *ex post*. Został on przedstawiony na rys. 1<sup>11</sup>.

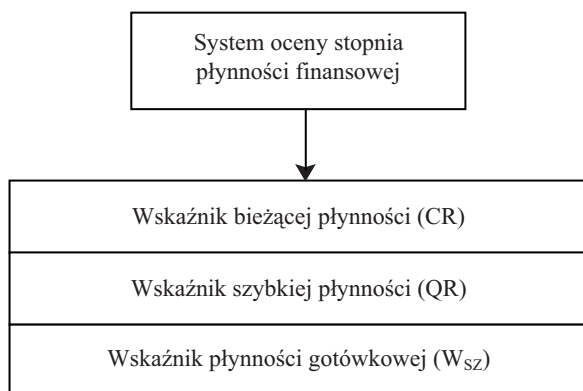
Wskaźnik bieżącej płynności (CR)<sup>12</sup> jest relacją całości aktywów obrotowych ( $A_o$ ) do zobowiązań krótkoterminowych ( $Z_b$ ), co przedstawia poniższy wzór<sup>13</sup>:

<sup>10</sup> Z. Fedorowicz, *Finanse przedsiębiorstwa*, SGH, Warszawa 1993, s. 31-40.

<sup>11</sup> M. Krajewski, *Ocena płynności i obrotowości na potrzeby zarządzania finansami przedsiębiorstwa*, [w:] *Wartość jako kryterium efektywności*, red. T. Dudycz, Wydawnictwo Politechniki Wrocławskiej, Wrocław 2008, s. 17-25.

<sup>12</sup> L. Bednarski, *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 2002, s. 72-76.

<sup>13</sup> Należności i zobowiązania krótkoterminowe dotyczą okresu do 12 miesięcy. We wzorze tym nie ujmuję się, tak jak w latach poprzednich, rozliczeń międzyokresowych czynnych i biernych. Jest to nowy trend w analizie finansowej. W obliczeniach należy je przyjąć, jeżeli pozycje te stanowią w bilansie przedsiębiorstwa znaczącą pozycję.



**Rys. 1.** System oceny stopnia płynności finansowej przedsiębiorstw

Źródło: opracowanie własne.

$$CR = \frac{Ao}{Zb} \quad \text{lub} \quad CR = \frac{N + Z + Ikr}{Zkr},$$

gdzie:  $N$  – należności krótkoterminowe,

$Z$  – zapasy,

$Ikr$  – inwestycje krótkoterminowe (zaliczamy do nich krótkoterminowe aktywa finansowe, takie jak udziały lub akcje, papiery wartościowe, udzielone pożyczki czy środki pieniężne oraz inne inwestycje krótkoterminowe),

$Zkr$  – zobowiązania krótkoterminowe.

Wskaźnik ten wyraża stopień płynności finansowej lub zdolności płatniczej przedsiębiorstw w celu regulowania zobowiązań bieżących. Jest on traktowany jako podstawowy miernik zdolności przedsiębiorstw do spłacenia wszystkich jego zobowiązań bieżących przez upłynnienie posiadanych zasobów aktywów obrotowych<sup>14</sup>.

Stopień upłynnienia aktywów obrotowych w krótkim okresie powoduje wiele problemów. Dotyczy to szczególnie należności fakturowych i zapasów. Wielkość wskaźnika bieżącej płynności jest prawidłowa, jeżeli oscyluje w przedziale między 1,5 a 2,0. Oznacza to, że wartość księgową aktywów obrotowych powinna od 50 do 100% wyprzedzać wartość księgową zobowiązań krótkoterminowych.

<sup>14</sup> Gwałtowny spadek wskaźnika bieżącej płynności świadczy o pogorszeniu płynności przedsiębiorstwa, co może oznaczać, że nie będzie ono zdolne spłacić w terminie swego wkrótce wymaganego długu. Płynność oznacza łatwość i szybkość, z jaką aktywa obrotowe mogą być zamienione na gotówkę J. Siegel, J.K. Shim, S.W. Hartman, *Przewodnik po finansach*, PWN, Warszawa 1995, s. 140.

W praktyce przekroczenie poziomu 2,5 oznacza przejście ze stanu płynności finansowej w stan nadpłynności, a więc w stan zamrażania środków finansowych przeważnie w zapasach i należnościach.

Drugim wskaźnikiem prezentowanego systemu jest wskaźnik szybkiej płynności (QR). Wyraża on możliwość spłaty zobowiązań krótkoterminowych przedsiębiorstw na podstawie łatwiej dostępnych do rozliczeń finansowych składników aktywów obrotowych. Praktycznie wskaźnik ten wyraża relację najbardziej płynnych aktywów obrotowych, tzn. najszybciej zamienialnych na gotówkę (należności i inwestycje krótkoterminowe), do zobowiązań bieżących. Modelowo powinien on się kształtować w przedziale 1,0-1,2.

Trzecim wskaźnikiem płynności tworzącym system oceny aktywów obrotowych jest wskaźnik płynności gotówkowej (Wsz).

Wskaźnik płynności gotówkowej można przedstawić w sposób następujący:

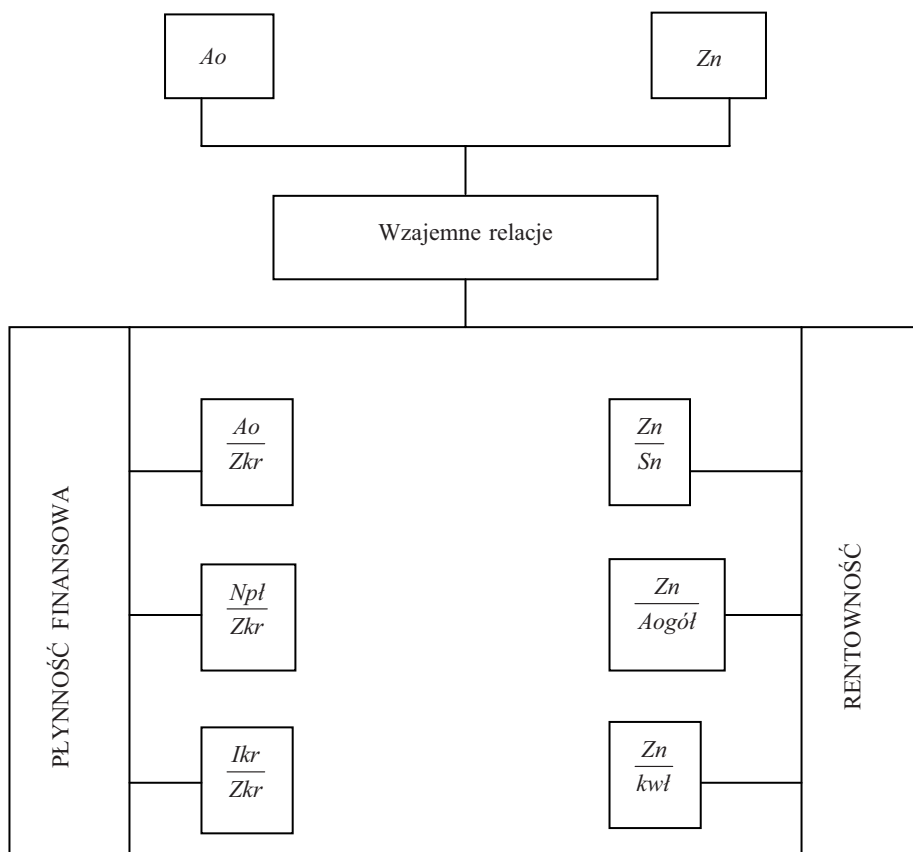
$$Wsz = \frac{I_{kr}}{Z_{kr}}.$$

Wskaźnik ten pozwala ocenić procentowo możliwości spłaty zobowiązań bieżących gotówką i płynnymi papierami wartościowymi. Powinien on się zawierać w przedziale 0,1-0,3.

Kształtowanie się wskaźnika płynności gotówkowej na poziomie 0,1 oznacza, że przedsiębiorstwo przeciętnie w 10% jest w stanie spłacić swoje zobowiązania krótkoterminowe gotówką w badanym okresie. W przypadku wskaźnika płynności gotówkowej rozszerzonego o płynne papiery wartościowe przedział powyżej 0,1 oznacza wzrost efektywności zarządzania inwestycjami krótkoterminowymi.

Efektywność ponoszonych kosztów oraz w konsekwencji osiągniętych zysków powinna być wyrażona ilościowymi i jakościowymi wskaźnikami poszczególnych elementów rentowności przedsiębiorstwa. Biorąc pod uwagę uzyskiwane przychody ze sprzedaży oraz zasoby majątkowe i kapitałowe w działalności gospodarczej przedsiębiorstwa, należy rozpatrywać ich skuteczność w aspekcie generowanych zysków. W konsekwencji dochodzimy do wzajemnej korelacji płynności finansowej oraz osiąganego poziomu rentowności. Prowadzi to do stwierdzenia, że ocena skuteczności działania gospodarczego może być rozpatrywana w aspekcie zarządzania aktywami obrotowymi w kierunku osiągnięcia oczekiwanej rentowności. Zostało to przedstawione na rys. 2.

Przedstawiony rysunek jest logicznym wpływem czynników ilościowych na jakościowe, co wiąże się z zasadami gospodarowania intensywnego.



- gdzie:  $Ao$  – aktywa obrotowe,  
 $Npł$  – najbardziej płynne aktywa obrotowe (należności, inwestycje krótkoterminowe),  
 $Ikr$  – inwestycje krótkoterminowe (środki pieniężne, papiery wartościowe krótkoterminowe),  
 $Zkr$  – zobowiązania krótkoterminowe,  
 $\frac{Ao}{Zkr}$  – wskaźnik bieżącej płynności,  
 $\frac{Npł}{Zkr}$  – wskaźnik szybkiej płynności,  
 $\frac{Ikr}{Zkr}$  – wskaźnik płynności gotówkowej.

**Rys. 2.** Wzajemne relacje między płynnością finansową a rentownością przychodów ze sprzedaży, aktywów oraz kapitału własnego przedsiębiorstwa

Źródło: opracowanie własne.



## 4. Zakończenie

Kluczowym zagadnieniem w przedsiębiorstwie jest badanie wielkości zamrożenia środków finansowych w aktywach obrotowych ze szczegółowym spojrzeniem na należności i zapasy. Badania te pozwalają znaleźć przyczyny problemów finansowych przedsiębiorstwa bądź potwierdzić prawidłową gospodarkę środkami finansowymi w aspekcie posiadanej teoretycznej rentowności. Tego rodzaju spojrzenie analityczne pozwala na szybkie reagowanie w sytuacji wystąpienia problemów finansowych w przedsiębiorstwie oraz umożliwia zaprojektowanie efektywnej działalności gospodarczej w przyszłości.

## Literatura

- Bednarski L., *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 2002.
- Brigham E.F., *Podstawy zarządzania finansami*, PWE, Warszawa 1996.
- Burzym E., *Pomiar i ocena rentowności przedsiębiorstw przemysłowych*, PWE, Warszawa 1971.
- Chevalier A, Vigneron Ph., *La gestion financiere des groupes*, Dunod, Paris 1984.
- Davies D., *Sztuka zarządzania finansami*, PWN, Warszawa 1993.
- Fedorowicz Z., *Racjonalny system finansowy – główne kierunki reformy*, PWE, Warszawa 1984.
- Fedorowicz Z., *Finanse przedsiębiorstwa*, SGH, Warszawa 1993.
- Krajewski M., *Zarządzanie finansowe w przedsiębiorstwach*, ODDK, Gdańsk 2008.
- Krajewski M., *Ocena płynności i obrotowości na potrzeby zarządzania finansami przedsiębiorstwa*, [w:] *Wartość jako kryterium efektywności*, red. T. Dudycz, Wydawnictwo Politechniki Wrocławskiej, Wrocław 2008.
- Mayo H.B., *Wstęp do inwestowania*, Wydawnictwo K.E. Liber, Warszawa 1997.
- Pazio W., *Jak gospodarować finansami – ekonomiczne podstawy biznesu*, PWN, Warszawa 1994.
- Ross S.A., Westerfield R.W., Jordan B.D., *Finanse przedsiębiorstw*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1999.
- Siegel J., Shim J.K., Hartman S.W., *Przewodnik po finansach*, PWN, Warszawa 1995.
- Sierpińska M., Wędzki D., *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa 1997.
- Sudoł S., *Przedsiębiorstwo – podstawy nauki o przedsiębiorstwie, teoria i praktyka zarządzania*, Dom Organizatora, Toruń 1999.

## THE EVALUATION OF COMPANIES PROFITABILITY IN TERMS OF FINANCIAL LIQUIDITY

**Summary:** The evaluation of profitability of a company's economic activity should become the basis for the evaluation of a given company's financial condition, but only after taking into account the level of financial liquidity. Financial liquidity of a company as the ability to repay obligations by circulating assets depends on the existing resources management ability, especially circulating assets. The profitability of own capital, in particular, proved by the possessed financial liquidity is a measure of capital management evaluation as well as the basis for taking up future investment decisions.