

Grzegorz MICHAŁSKI\*

## ZARZĄDZANIE NALEŻNOŚCIAMI W MAŁYCH I ŚREDNICH PRZEDSIĘBIORSTWACH Z PUNKTU WIDZENIA WARTOŚCI PŁYNNOŚCI FINANSOWEJ

### 1. Wstęp

Przedsiębiorstwo chcąc posiadać odpowiedni dla niego poziom płynności, dąży do tego, aby był on uzyskany jak najniższym kosztem. Właściwe zarządzanie należnościami przedsiębiorstwa wpływa na prawidłową realizację tego celu. Chcąc wiedzieć jaki jest "odpowiedni poziom płynności" dla danego małego lub średniego przedsiębiorstwa natrafiamy na problem określenia jej wartości (ceny). Problem określenia wartości (ceny) płynności zaliczany jest do jednego z dziesięciu nierozwiązanych problemów nauki o finansach<sup>1</sup>.

Wartość (cenę) płynności można oceniać zarówno subiektywnie jak i obiektywnie. Wewnętrzna wartość płynności jest to *cena*, jaką *zarząd* danego przedsiębiorstwa, biorący pod uwagę swoje indywidualne warunki, jest *gotów zapłacić* za kolejny 1 złoty płynnych aktywów lub mówiąc inaczej: „za jednostkę płynności”.

Obiektywną wartość (cenę) płynności określić również można jako rynkową wartość płynności. Obiektywna wartość płynności to cena za kolejny 1 złoty płynnych aktywów, której wymaga rynek od pragnącego ją nabyć przedsiębiorstwa.

Praca ta zajmuje się tym jak wewnętrzna wartość (cena) płynności kształtuje się w procesie zarządzania należnościami małego lub średniego przedsiębiorstwa. Najpierw zajmujemy się w niej czynnikami mogącymi w znaczący sposób kształtować wartość (cenę) płynności, następnie jest zaproponowany prosty model, w oparciu o który można optymalizować zarządzanie należnościami MŚP, a na końcu jest opisany sam proces zarządzania należnościami z perspektywy wartości (ceny) jaką ma płynność.

Dane pochodzące z 915 przedsiębiorstw przemysłowych<sup>2</sup> dostarczyły informacji pozwalających określić, że na poziom (ilości) płynnych aktywów w przed-

---

\* dr Grzegorz Michałski – Akademia Ekonomiczna we Wrocławiu

<sup>1</sup> R. A. Brealey, S. C. Myers, *Podstawy finansów przedsiębiorstwa*, WN PWN Warszawa 1999, s. 1388 - 1389.

<sup>2</sup> C. S. Kim, D. C. Mauer, A. E. Sherman, *The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 33, nr 3, wrzesień 1998, Dane dotyczyły lat od 1975 do 1994 r.

358 GRZEGORZ MICHAŁSKI  
siębiorstwie w sposób znaczący wpływa kilka czynników. Z punktu widzenia naszych rozważań oznaczać to może, iż czynniki te mają wpływ na decyzje zarządu dotyczące poziomu (ilości) płynności finansowej, a co za tym idzie, na wewnętrzną wartość płynności, czyli cenę jaką gotowe są zapłacić zarządy badanych przedsiębiorstw za kolejny złoty płynnych aktywów<sup>3</sup> (za jednostkę płynności). Zakładamy bowiem, że to właśnie takie, a nie inne kształtowanie się wewnętrznej wartości (ceny) płynności, inspirowało zarządy do decyzji zmierzających do ustalenia poziomu płynnych aktywów na zaobserwowanym poziomie.

## 2. Konsekwencje posiadania płynnych aktywów

Mając na celu maksymalizację bogactwa właścicieli, zarząd przedsiębiorstwa powinien ustalić zasoby płynnych aktywów na poziomie, przy którym marginalny przychód z posiadanej płynności jest równy kosztowi marginalnemu ich utrzymywania<sup>4</sup>.

Koszty utrzymywania płynności zawierają w sobie koszty alternatywne wynikające z niższej stopy zwrotu charakterystycznej dla płynnych aktywów, a związanej z "premią za płynność" (*liquidity premium*). Koszt utrzymywania gotówki jest wyższy niż koszt utrzymywania innych środków pieniężnych. Płynne aktywa firmy wiążą się z kosztem alternatywnym. Aktywa te, jeśli porównamy je z depozytami długoterminowymi, charakteryzują się kosztem alternatywnym rosnącym wraz ze stopą procentową będącą wynagrodzeniem dla posiadacza depozytu. Depozyty na żądanie i substytuty środków pieniężnych stają się droższe (z punktu widzenia kosztu alternatywnego) wraz ze wzrostem premii za płynność. Koszty utrzymywania zasobów płynnych aktywów zawierają w sobie także fakt podwójnego opodatkowania<sup>5</sup>. Korzyści wynikające z posiadania zasobów płynności polegają na tym, że: *po pierwsze*, przedsiębiorstwa mogą zaoszczędzić na kosztach transakcyjnych, jakie musiałyby być przez nie poniesione przy dokonywaniu transakcji, gdy zachodziłaby konieczność likwidacji aktywów niebędących środkami pieniężnymi; *po drugie*, przedsiębiorstwa mogą użyć zasobów płynnych aktywów w celu sfinansowania swojej działalności i inwestycji jeśli inne źródła środków pieniężnych nie są dostępne lub ich użycie jest zbyt kosztowne<sup>6</sup>.

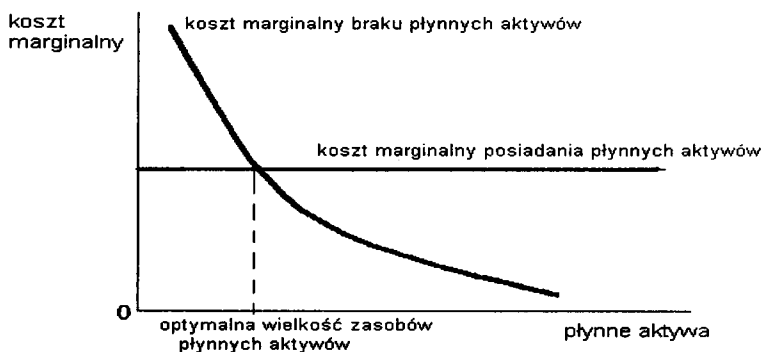
<sup>3</sup> Stosując język Międzynarodowych Standardów Rachunkowości: „środków pieniężnych i ich ekwiwalentów”, por.: *Międzynarodowe Standardy Rachunkowości*, IASC, Londyn 1999.

<sup>4</sup> T. Opler, R. Stulz, R. Williamson, *The determinants and implications of corporate cash holdings*, *Journal of Financial Economics* 52, 1999, ss. 3-46.

<sup>5</sup> Pierwszy raz są one opodatkowane na poziomie przedsiębiorstwa, a drugi raz gdy generują (opodatkowany) dochód dla właścicieli.

<sup>6</sup> J. M. Keynes, *The General Theory of Employment, w: Interest and Money*, Harcourt Brace, Londyn 1936; w pracy tej zostało pokazane, że przedsiębiorstwa zaoszczędzają na kosztach transakcyjnych jakie musiałyby być przez nie poniesione w trakcie dokonywania transakcji (wynika stąd transakcyjny popyt na płynność), oraz że istnieje możliwość użycia przez przedsiębiorstwa płynnych aktywów jako źródła finansowania ich działalności inwestycyjnej (wynika stąd tzw. ostrożnościowy popyt na płynność) z podejściem takim zgadzają się tezy pracy: M. C. Jensen, W. H. Meckling, *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, *Journal of Financial Economics* 3, 1976, ss. 305 - 360; zwrócona w niej jest uwaga na nieefektywne rezultaty inwestowania wynikające ze zbyt małych zasobów płynności. Porównaj też: S. C. Myers, *Determinants of Corporate Borrowing*, *Journal of Financial Economics* 1977, ss. 147 - 175, oraz: S. C. Myers, N. Mayluf, *Corporate Financing and Investment decisions when Firms have Informations that Investors do not have*, *Journal of Financial Economics* 13, 1984, ss. 187 - 221. Na występującą w szczególnych warunkach paradoksalnie przeciwną właściwość płynności zwraca uwagę praca: S. C. Myers,

### OPTYMALNY POZIOM PŁYNNOŚCI



Źródło: Opracowane na podstawie: T. Opler, R. Stulz, R. Williamson, *The determinants and implications of corporate cash holdings*, "Journal of Financial Economics" 52, 1999, ss. 3-46.

Optymalny poziom płynności to wynik przecięcia krzywej marginalnego kosztu posiadania płynności (kosztu alternatywnego) i krzywej marginalnego kosztu braku płynnych aktywów. Poziom marginalnego kosztu płynnych aktywów jest stały, natomiast koszt marginalny braku płynnych aktywów maleje.

Zwiększenie o kolejny złoty zasobów płynnych aktywów redukuje prawdopodobieństwo utraty możliwości terminowego regulowania swoich zobowiązań, czyli zmniejsza koszty niedostatecznej płynności, przy równoczesnym założeniu, że marginalna korzyść z płynnych aktywów zmniejsza się wraz ze wzrostem poziomu tych aktywów.

### 3. Co wpływa na wewnętrzną wartość płynności?

Zwracając uwagę na to co ma wpływ na wewnętrzną wartość (cenę) płynności, należy podkreślić, że nie wszystkie czynniki działają z taką samą mocą. Ograniczymy się tu jedynie do wymienienia tych czynników z określeniem kierunku ich wpływu, nie zajmując się mocą tego wpływu.

Do czynników o negatywnym wpływie na wewnętrzną wartość (cenę) płynności można zaliczyć: rozmiar przedsiębiorstwa (im przedsiębiorstwo mniejsze – tym wewnętrzną wartość płynności jest wyższa i odwrotnie), wielkość przepływów środków pieniężnych, atrakcyjność inwestycji w majątek trwały.

Wśród czynników pozytywnie wpływających na wewnętrzną wartość płynności znajdujemy: niepewność dopływu gotówki, stosunek wartości rynkowej aktywów firmy do jej wartości księgowej, nieprzewidywalność przyszłych warunków ekonomicznych, zmienność cyklu konwersji gotówki, możliwość podjęcia korzystnych inwestycji, prawdopodobieństwo bankructwa, koszty transakcyjne związane z pozyskaniem źródeł zewnętrznych.

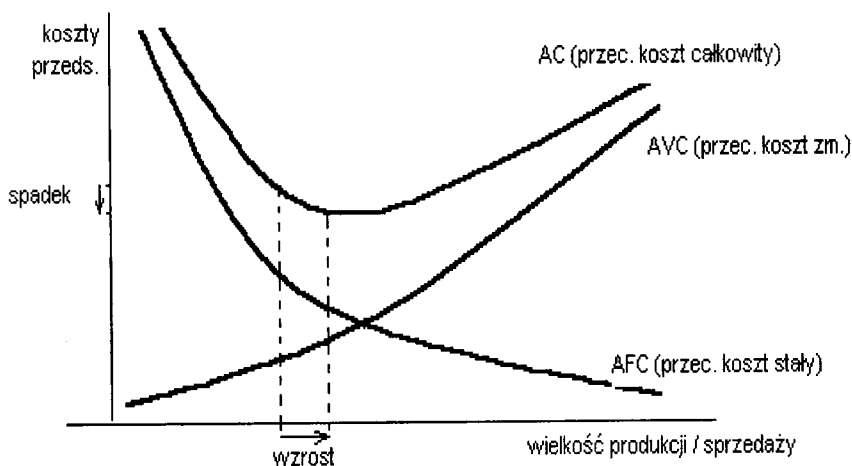
#### 4. Zarządzanie należnościami przedsiębiorstwa

Należności to skutek odroczenia zapłaty za produkty dostarczone odbiorcom. Takie odroczenie to po prostu kredyt. Może on przejawiać się w postaci kredytu manipulacyjnego<sup>7</sup>, albo kredytu handlowego. Kredyt handlowy (kupiecki) charakteryzuje się odroczeniem zapłaty większym niż wynikającym z czynności manipulacyjnych. Jego użycie może aktywizować sprzedaż<sup>8</sup>. Dlatego też rozważając wpływ poziomu tego kredytu na wielkość rezerw płynności, którymi dysponuje przedsiębiorstwo, należy także uwzględniać, poza bezpośrednimi kosztami jego udzielania, także korzyści dla firmy wynikające z wyższej sprzedaży.

Posiadanie dużych rozmiarów należności, wiąże się ze znacznym zapotrzebowaniem na zewnętrzne finansowanie przedsiębiorstwa. Koszt udzielania kredytu kupieckiego wiąże się z wysokimi kosztami takiego finansowania, powiększonymi o koszty monitorowania należności i koszty wynikające z nieterminowego regulowania, lub utraty części przychodów z powodu udzielenia kredytu kupieckiego niewypłacalnym odbiorcom. Jednakże te wysokie koszty są rekompensowane wyższym poziomem sprzedaży, co przy rosnących korzyściach skali produkcji wpływa pozytywnie na dochodowość firmy (patrz rysunek 2).

Rysunek 2.

#### KOSZTY OPERACYJNE PRZEDSIĘBIORSTWA, PRZY NIEPEŁNYM WYKORZYSTANIU JEGO ZDOLNOŚCI PRODUKCYJNYCH



Źródło: Opracowane na podstawie: B. Klimczak, *Mikroekonomia*, Wydawnictwo AE, Wrocław, 1992, s. 170.

<sup>7</sup> Kiedy odroczenie jest bardzo krótkie i wynika z działań związanych z regulacją należności przez odbiorcę. Tę formę kredytu często traktuje się jako równoważną ze sprzedażą gotówkową.

<sup>8</sup> S. A. Ross, R. W. Westerfield, B. D. Jordan, *Finanse przedsiębiorstw*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1999, s. 676.

Oprócz tego, z udzielania kredytu wynikają korzyści dla przedsiębiorstwa, polegające na tym, że tak na prawdę koszt kredytu kupieckiego jest „wbudowany” w cenę, więc przedsiębiorstwo udzielające kredytu handlowego w rzeczywistości zarabia na jego udzielaniu. Realizacja transakcji sprzedaży na zasadach kredytu kupieckiego pozwala na to, aby odbiorca, jeśli uzna odebrany towar za mniej wartościowy niż wynikało to z umowy, mógł obniżyć kwotę należną. Taka możliwość oszczędza czas i obniża koszty sprzedaży. Ponadto, czasami zdarza się, że przedsiębiorstwo będąc częścią np. oligopolu, ma nałożone ograniczenia co do wysokości ceny. Chcąc jednak przy takim ograniczeniu uczynić swój produkt tańszym, przedsiębiorstwo może udzielać kredytu kupieckiego swym odbiorcom, podwyższając tym samym atrakcyjność towaru oferowanego przez to przedsiębiorstwo<sup>9</sup>.

Mimo tych powodów mających zachęcić firmy do sprzedaży na kredyt, wolą one sprzedawać za gotówkę<sup>10</sup> i ostatecznie to nacisk konkurencji wymusza na nich proponowanie swym odbiorcom kredytu handlowego.

Z punktu widzenia wartości (ceny) płynności finansowej przedsiębiorstwa, tradycyjnie proponowana w literaturze optymalna polityka kredytowa, polegająca na równoważeniu kosztów i korzyści wynikających z posiadania należności jest właściwa. Chcąc zapewnić odpowiedni poziom płynności w przedsiębiorstwie, zarząd może pozyskiwać ją w normalnych warunkach, albo przez szybsze ściąganie należności, albo poprzez finansowanie zewnętrzne.

Poziom kosztów i korzyści z utrzymywania zasobów płynności wpływa w sposób decydujący na charakter realizowanej przez przedsiębiorstwo polityki kredytowej. Jeżeli polityka ta będzie restrykcyjna, niewielka grupa odbiorców skorzysta z niej. Skutkiem może być niski poziom sprzedaży i związany z nim niski poziom wierzytelności. Rozluźnienie polityki kredytowej może powodować wzrost poziomu sprzedaży i pociągać za sobą wzrost poziomu należności<sup>11</sup>. Może wtedy pojawić się możliwość wyższych zysków, ale towarzyszyć temu będzie wzrost zagrożenia powstawania złych długów i pojawienie się dodatkowych (często wyższych niż przed liberalizacją polityki) kosztów finansowania należności<sup>12</sup>.

Jeżeli założymy, że obecny poziom sprzedaży pewnego przedsiębiorstwa produkcyjnego (które zarządzając swoimi należnościami, bierze pod uwagę wartość płynności) to 1000 sztuk produktu miesięcznie. Cena, po której sprzedawane są produkty to 200 złotych. Koszty zmienne jednostki wyrobu to 150 złotych. Właściciel przedsiębiorstwa rozważa możliwość rozluźnienia polityki w zakresie udzielania kredytu kupieckiego. Oszacowano, że w wyniku złagodzenia polityki stan należności wzrośnie o 40000 złotych. Sprzedaż wzrośnie o 300 sztuk, z czego 6% będzie stanowić dodatkową stratę wynikającą ze wzrostu nieściągalnych

<sup>9</sup> T. S. Maness, J. T. Zietlow, *Short-Term Financial Management*, The Dryden Press, Fort Worth, 1998, s. 108.

<sup>10</sup> E. F. Brigham, L. C. Gapenski, *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa 2000, t. 2, s. 247.

<sup>11</sup> Może, co nie oznacza, że musi. Jest to uzależnione nie tylko od polityki kredytowej przedsiębiorstwa, lecz również od czynników niezależnych od firmy, takich jak np.: elastyczność popytu, pojemność rynku, psychologiczna skłonność klientów do zakupu na kredyt i wiele innych.

<sup>12</sup> A. Gropelli, E. Nikbakht, *Wstęp do finansów*, WIG-Press, Warszawa 1999, s. 346.

należności. Koszt wytworzenia produkcji sprzedanej to 75% ceny sprzedaży, natomiast koszt finansowania zewnętrznego to 18 %.

Porównując koszty i korzyści wynikające z rozluźnienia polityki kredytowej widać, że korzyści to dodatkowy zysk wynoszący:

$$50 \text{ zł} \times 300 \text{ sztuk} = 15000 \text{ zł}$$

koszty, to wzrost nieściągalnych należności o:

$$60000 \text{ zł} \times 0,06 = 3600 \text{ zł}$$

oraz koszt finansowania dodatkowych należności:

$$40000 \text{ zł} \times 0,18 = 7200 \text{ zł}$$

Po prostym odjęciu kosztów od korzyści otrzymujemy:

$$15000 \text{ zł} - 3600 \text{ zł} - 7200 \text{ zł} = 4200 \text{ zł}$$

zysku, co pokazuje, że rozważane rozluźnienie polityki kredytowej należy traktować jako słuszne.

### 5. Wewnętrzna wartość płynności i okres spływu należności

Oprócz dopasowania długości planowanego kredytu kupieckiego udzielanego klientom do swojego własnego stopnia wykorzystania możliwości produkcyjnych, przedsiębiorstwo powinno uwzględniać zgodność przeciętnego okresu spływu należności z rzeczywistymi możliwościami swoich odbiorców.

Jeżeli dzienna sprzedaż przedsiębiorstwa wynosi  $D_s=1000$  złotych (cała na warunkach kredytowych), natomiast średni okres spływu należności to  $OSN = 25$  dni, wtedy średni stan należności wynosi:  $OSN \times D_s = 25 \times 1000 = 25000$ . Koszt utrzymania należności to  $k_1$  (jest to koszt wyrażony procentowo kredytu krótkoterminowego dostępnego dla przedsiębiorstwa), jeżeli wynosi on 12%, to oczekiwany miesięczny koszt utrzymywania należności wyrażony wartościowo wyniesie:

$$OSN \times D_s \times k_1 \times \frac{1}{12} = 25 \times 1000 \times 0,12 \times \frac{1}{12} = 250 \quad (1)$$

Koszt kredytu krótkoterminowego na poziomie  $k_1 = 12\%$  to najniższy możliwy do zdobycia przez przedsiębiorstwo koszt kredytu - o potrzebie jego zaciągnięcia należy poinformować kredytodawcę z kilkudniowym wyprzedzeniem. Gdyby przedsiębiorstwo nie mogło poinformować swego kredytodawcy wcześniej, możliwe jest zaciągnięcie kredytu po koszcie:  $k_2 = 24\%$ .

a) Zbadajmy sytuację, w której kierownictwo przedsiębiorstwa założyło, że nie będzie utrzymywało nadmiernych zasobów płynnych aktywów. Jeżeli zatem zdarzy się sytuacja, że odbiorcy opóźnią się z zapłatą - wtedy będzie konieczne zaciągnięcie droższego kredytu po koszcie  $k_2 = 24\%$ .

Z drugiej strony, jeśli odbiorcy zapłacą wcześniej (zakładając, że działają oni racjonalnie - nie należy się tego spodziewać jeśli bez negatywnych konsekwencji mogą oni płacić do 25 dnia po zakupie) to nadwyżka środków pieniężnych zostanie zdeponowana na bieżącym rachunku, który należy traktować jako niedochodowy.

Jeśli w badanym miesiącu przeciętne odchylenie od terminowej zapłaty wyniesie  $s_1 = 5$  dni to wtedy, przy założeniu że prawdopodobieństwo opóźnienia uregulowania należności  $p_2$  jest takie samo jak prawdopodobieństwo przedterminowego ich uregulowania  $p_1$ , koszt braku dodatkowych środków pieniężnych to oczekiwany koszt braku płynności wyniesie 50 złotych:

$$E_{(\text{koszt .braku .płynności})} = p_1 \times 0 + p_2 \times k_2 \times D_s \times s \times \frac{1}{12}, \quad (2)$$

$$E_{(\text{koszt .braku .płynności})} = \frac{1}{2} \times 0 + \frac{1}{2} \times 24\% \times 1000 \times 5 \times \frac{1}{12} = 50.$$

Jeśli w badanym miesiącu prawdopodobieństwo opóźnienia utrzyma się na poziomie  $p_2 = \frac{1}{2}$  i przeciętne odchylenie od terminowej zapłaty wyniesie  $s_2 = 10$  dni, to wtedy koszt braku dodatkowych środków pieniężnych wyniesie 100 złotych:

$$E_{(\text{koszt .braku .płynności})} = \frac{1}{2} \times 0 + \frac{1}{2} \times 24\% \times 1000 \times 10 \times \frac{1}{12} = 100.$$

Jeśli w badanym miesiącu odchylenie od terminowej zapłaty wyniesie  $s_2 = 10$  dni, i prawdopodobieństwo wcześniejszej zapłaty 15 dnia wyniesie  $\frac{1}{4}$ , a późniejszej zapłaty 35 dnia wyniesie  $\frac{3}{4}$ , to wtedy koszt braku dodatkowych zasobów płynnych aktywów wyniesie 150 złotych:

$$E_{(\text{koszt .braku .płynności})} = \frac{1}{4} \times 0 + \frac{3}{4} \times 24\% \times 1000 \times 10 \times \frac{1}{12} = 150.$$

Kontynuując, otrzymujemy wielkość oczekiwanego poziomu kosztu braku dodatkowych zasobów płynnych aktywów dla trzech poziomów prawdopodobieństwa  $s$  dniowych opóźnień:  $p_2 = \frac{1}{2}$  lub  $p_2 = \frac{3}{4}$  lub  $p_2 = \frac{7}{8}$ , oraz dla  $s = 5$  dni lub  $s = 10$  dni lub  $s = 15$  dni.

Tabela 1.

**RÓŻNE WARTOŚCI OCZEKIWANYCH KOSZTÓW BRAKU DOSTATECZNEJ PŁYNNOŚCI UZALEŻNIONE OD WIELKOŚCI OPÓŹNIENIA SPŁYWU NALEŻNOŚCI I PRAWDOPODOBIENSTWA WYSTĄPIENIA TEGO OPÓŹNIENIA**

	$p_2 = \frac{1}{2}$	$p_2 = \frac{3}{4}$	$p_2 = \frac{7}{8}$
$s = 5$	50	75	87,5
$s = 10$	100	150	175
$s = 15$	150	225	262,5

Źródło: Opracowanie własne.

b) Jeżeli kierownictwo przedsiębiorstwa postanowiło, że będzie utrzymywało ostrożnościowe zasoby płynnych aktywów na poziomie pozwalającym sprostać pięciodniowemu opóźnieniu, wtedy dla  $s = 5$  i prawdopodobieństwa opóźnienia o 5 dni równego  $p_2 = \frac{1}{2}$  otrzymamy oczekiwany koszt wielkości 50 złotych:

$$E_{(\text{koszt})} = \frac{1}{2} \times 0 + \frac{1}{2} \times 24\% \times 1000 \times (5 - 5) \times \frac{1}{12} + 12\% \times 1000 \times 5 \times \frac{1}{12} = 50,$$

i jest to dokładnie tyle samo, co w przypadku w którym przedsiębiorstwo nie utrzymywało dodatkowych zasobów płynności.

Jeśli prawdopodobieństwo wystąpienia opóźnień wzrośnie - zaobserwujemy korzyść z utrzymywania dodatkowych zasobów płynnych aktywów. Dla  $p_2 = \frac{3}{4}$  oczekiwany koszt braku dodatkowej „ostrożnościowej” płynności to 75 złotych, natomiast oczekiwany koszt w przypadku gdy zarząd zdecydował się na utrzymywanie zasobów płynnych aktywów wystarczających do pokrycia pięciodniowego opóźnienia w spływie należności jest taki sam jak przy  $p_2 = \frac{1}{2}$ , i przy  $p_2 = \frac{7}{8}$ , i wynosi 50 złotych.

Oczekiwana wartość płynności zależy zatem od prawdopodobieństwa wystąpienia opóźnienia w spływie należności. W naszym przypadku będzie ona kształtowała się na poziomach zaprezentowanych w tabeli 1, ponieważ równa będzie oczekivanemu kosztowi braku płynnych aktywów.

Przedstawić ją można jako:

$$E_{(\text{wartosc .plynosc})} = p_2 \times k_2 \times D_s \times s \times \frac{t}{360} \quad (3)$$

- $p_2$  - prawdopodobieństwo opóźnienia spływu należności o  $s$  dni,
- $k_2$  - stopa procentowa wynikająca z konieczności zaciągnięcia „niezapowiedzianego” wcześniej kredytu,
- $D_s$  - dzienny poziom sprzedaży,
- $s$  - opóźnienie w spływie należności,
- $t$  - okres dla którego dokonywane są obliczenia.

W zależności od tego na jakim poziomie zarząd przedsiębiorstwa postanowił ustalić swoje ostrożnościowe zasoby płynnych aktywów z utrzymywania dodatkowego złotej płynności, możemy uzyskać korzyść lub stratę.

Wielkość takiej korzyści wyznaczyć możemy ze wzoru:

$$\begin{aligned} E_{(\text{korzysc})} &= E_{(\text{wartosc .plynosc})} - E_{(\text{koszt .utrzymwan ia .plynosc})} = \\ &= p_2 \times k_2 \times D_s \times s \times \frac{t}{360} - k_1 \times D_s \times s \times \frac{t}{360} = D_s \times s \times \frac{t}{360} \times (p_2 \times k_2 - k_1) \end{aligned} \quad (4)$$

Widzimy stąd, że przez cały czas gdy:  $p_2 \times k_2 > k_1$ <sup>13</sup> opłaca się utrzymywać „ostrożnościowe” zasoby płynnych aktywów na poziomie odpowiadającym temu, który jest niezbędny do pokrycia  $s$  dniowego opóźnienia spływu należności<sup>14</sup>.

<sup>13</sup> Jeżeli znane jest nam  $s$  i na odpowiednim do poziomu  $s$  ustalone są „ostrożnościowe” rezerwy płynności.

<sup>14</sup> Poziom  $s$  odpowiedni dla danego przedsiębiorstwa oraz prawdopodobieństwo  $p_2$  wystąpienia takiego opóźnienia szacować można na podstawie danych historycznych. Praca ta nie zajmuje się ich wyznaczaniem.



W ramach stosowanej przez przedsiębiorstwo polityki kredytowej muszą być określone:

- standardy kredytowe służące do oceny klientów,
- limity przyznaných kredytów,
- warunki sprzedaży,
- sposoby ściągania opóźnionych należności<sup>15</sup>.

Określając wiarygodność kredytową odbiorców, a więc wyznaczając standardy kredytowe, stawia się za cel opisanie „marginalnego klienta”, któremu można jeszcze udzielić kredytu handlowego. Dokonywane jest to w wyniku analizy danych, zarówno finansowych jak i nie finansowych. Najczęściej w przypadku najmniejszych przedsiębiorstw będzie ta analiza dokonana na podstawie ogólnego wrażenia, jakie na osobie odpowiedzialnej w przedsiębiorstwie za sprzedaż wywiera dany klient. Ale zasady ogólne pozostają tu bez zmian. Takiej analizie poddawany jest każdy ubiegający się o kredyt klient. Jeżeli przewyższa on wszystkie standardy kredytowe, wówczas otrzymuje kredyt kupiecki. „Marginalny klient”, otrzymuje natomiast kredyt na okres próbny, na małą kwotę, albo gdy posiada dodatkowe zabezpieczenie<sup>16</sup>. Tradycyjną metodą stosowaną przy ocenie jakości kredytu jest badanie potencjalnych kredytobiorców pod kątem pięciu czynników<sup>17</sup>:

- charakteru klienta,
- potencjału klienta,
- kapitału klienta,
- zabezpieczenia klienta,
- warunków ogólnych.

Metoda ta dzięki swej prostocie nadaje się w pełni do zastosowania przez MŚP. Pierwszy z tych czynników dotyczy charakteru odbiorcy. Jest to miara jakościowa, która informuje czy dany klient będzie próbował uczciwie spłacić dług w terminie. Charakter kredytobiorcy jest oceniany na podstawie poprzednich jego zachowań.

Drugi czynnik jest także miernikiem subiektywnym. Dotyczy oceny zdolności kredytobiorcy do spłaty długu. O potencjale (capacity) klienta, podobnie jak o jego charakterze, wnioskuje się w oparciu o informacje o poprzednich jego zachowaniach oraz o jego działaniach w momencie starania się o kredyt.

Kapitał klienta (capital) wynika z ogólnej sytuacji ocenianego przedsiębiorstwa. Określa się go na podstawie jego sprawozdań finansowych, ze szczególnym uwzględnieniem współczynników mówiących o ryzyku: ilorazu długu

<sup>15</sup> E. F. B r i g h a m , *Podstawy zarządzania finansami*, PWE, Warszawa 1996, t. 3, s. 157 - 158.

<sup>16</sup> Na przykład w postaci akredytywy bankowej gwarantującej zapłatę przez bank faktury do określonej kwoty w przypadku nieuczynienia tego przez odbiorcę towaru.

<sup>17</sup> Znanych jako “5 C kredytu”, B. D i c k e r s o n , B. J. C a m p s e y , E. F. B r i g h a m , *Introduction to Financial Management*, Dryden Press, Fort Worth, 1995, s. 347 - 348.

aktywów całkowitych, współczynnika płynności bieżącej oraz krotności pokrycia odsetek zyskiem.

Czwarty czynnik, odnoszący się do zabezpieczenia klienta (collateral) określany jest przez wartość aktywów proponowanych przez klienta w celu zabezpieczenia kredytu.

Ostatni czynnik, określający jakość kredytu, to warunki ogólne towarzyszące transakcji. Związane są one z koniunkturą w gospodarce, która może wpłynąć na zdolność spłaty kredytu przez klienta.

Ustalenie standardów kredytowych daje możliwość stworzenia systemu klasyfikacji ryzyka. Obejmuje on wyznaczenie klas ryzyka, opisanie rodzajów klientów przypisanych każdej klasie oraz określenie polityki kredytowej dla każdej klasy ryzyka<sup>19</sup>. System klasyfikacji ryzyka może być utworzony z kilku, np.: trzech klas ryzyka: wysokiego, średniego, niskiego.

Do klasy wysokiego ryzyka są zaszeregowani klienci o słabej kondycji finansowej. Nie udziela się im kredytu. Sprzedaje się im tylko za gotówkę. Możliwe jest nawet zażądanie od nich dokonania przedpłaty.

W klasie średniego ryzyka znajdują się odbiorcy, którzy mają 4 „C” na odpowiednim poziomie, natomiast jedno „C” na poziomie niezadowolającym. Małe zamówienia takich klientów są realizowane automatycznie. Większe natomiast, przed udzieleniem kredytu, są analizowane i wymagają dodatkowej akceptacji.

Klienci o niskim ryzyku spełniają wszystkie „C”. Każdy z nich ma przyznany limit kredytowy i w ramach jego granic może kupować bez potrzeby dodatkowej kontroli.

Limit przyznanego kredytu jest zależny od oceny uzyskanej przez klienta. Szczególna uwaga jest zwracana na dwa z „C”. Wypłacalność i charakter<sup>20</sup>. Przedsiębiorstwo udzielające kredytu handlowego ustala poziom limitu, do którego nabywca może kupić z odroczeniem zapłaty. Nie ma sztywnych reguł ustalania takiego limitu i często jest on zależny od intuicji i własnej oceny wypłacalności klienta dokonanej przez zarząd przedsiębiorstwa.

Warunki sprzedaży polegają na zdefiniowaniu długości okresu kredytowania i wyznaczeniu dyskonta poprzez określenie jego stopy i okresu<sup>21</sup>. Długość okresu kredytowania informuje o tym, jaki maksymalnie długi okres zapłaty jest przez firmę oferowany jej odbiorcom. Po tym okresie naliczane są odsetki za zwłokę. Dyskonto gotówkowe jest wynikiem chęci usprawnienia przepływów pieniężnych, a co za tym idzie uzyskania wyższej płynności przedsiębiorstwa poprzez zasilenie jej z tego właśnie źródła, gdyż zastosowanie go przyspiesza krążenie środków obrotowych<sup>22</sup>. Dyskonto polega na tym, że jeśli nabywca dokona zakupu w czasie, w którym oferowane jest dyskonto, otrzyma możliwość zapłaty niższej (najczęściej o kilka punktów procentowych) kwoty za zakupione towary. Okres dyskonta

<sup>18</sup> A więc ilorazu wartości aktywów bieżących i pasywów bieżących.

<sup>19</sup> T. S. Maness, *Short-Term ...*, s. 116.

<sup>20</sup> N. C. Hill, W. L. Sartoris, *Short-Term Financial Management: Text and Cases*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1995, s. 428 - 429.

<sup>21</sup> R. A. Brealey, S. C. Myers, A. J. Marcus, *Fundamentals of Corporate Finance*, IRWIN, McGraw-Hill, Boston, 1999, s. 568 - 569, okres ten zależny jest często nie tylko od charakterystyki samego klienta, ale też od branży w jakiej działa: L. D. Schall, C. W. Haley, *Introduction to Financial Management*, McGraw Hill, New York 1983, s. 546 - 547.

<sup>22</sup> J. Śliwa, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa, od diagnozy do projekcji*, FRR, Warszawa, 1998, s. 260.

Zarządzanie należnościami w małych i średnich przedsiębiorstwach z punktu widzenia wartości płynności finansowej (Accounts Receivable Management in Small and Medium Enterprises from Value of the Liquidity Perspective, in Polish), [in:] „Finansowe aspekty funkcjonowania małych i średnich przedsiębiorstw”, E. Orechwa-Maliszewska, A. Kopczuk (ed.), Wydawnictwo Wyższej Szkoły Finansów i Zarządzania, Białystok 2003, ISBN: 83-87250-56-0, s. 357-369, to najczęściej około 10 dni, natomiast stopa o którą jest redukowana kwota, to 2-3 procent.

Z punktu widzenia zarządzania płynnością małego i średniego przedsiębiorstwa, procedury ściągania należności są najistotniejsze w procesie zarządzania wierzytelnościami. Właściwa realizacja ściągania należności jest ściśle powiązana z ich monitorowaniem<sup>23</sup>. Brak monitorowania wierzytelności może skutkować tym, że nie będzie wiadomo kto zalega z zapłatą. Ma to zawsze głęboko negatywne skutki dla gospodarowania płynnością finansową podmiotu<sup>24</sup>. W celu monitorowania wierzytelności stosuje się miary wskaźnikowe takie jak: obieg należności, OSN oraz udziały nieściągniętych należności. Kolejnym narzędziem jest umieszczenie wyników w wykazie wieku należności lub proporcji płatności. Głównym celem monitorowania poziomu należności jest informowanie o odchyleniach od oczekiwanego poziomu należności wynikających ze zdarzeń nielosowych<sup>25</sup>.

W wyniku monitorowania należności otrzymywana jest informacja o klientach którzy nie wywiązują się terminowo ze swych zobowiązań. Przedsiębiorstwo, chcąc otrzymać wierzytelności, stosuje różne procedury, aby je wyegzekwować<sup>26</sup>. Próbuje skłonić klienta do zapłaty, po kilku dniach po dacie zapadalności, przedsiębiorstwo może wysłać list przypominający o zaleganiu ze spłatą. Ostrzejszy w tonie list, uzupełniony rozmową telefoniczną, może być wysłany (jeżeli nie nastąpiło jeszcze uregulowanie należności) po upływie miesiąca. Jeżeli nastąpi przeterminowanie w spłacie większe niż 90 dni, przedsiębiorstwo zaczyna dochodzić należności w bardziej zdecydowany sposób, mając do wyboru<sup>27</sup>: przelew powierniczy, proces sądowy, postępowanie nakazowe, skorzystanie z usług wyspecjalizowanej agencji, aukcję wierzytelności.

Powierniczy przelew wierzytelności polega na tym, że bank egzekwuje od dłużnika należności w imieniu wierzyciela<sup>28</sup>. Bank przed przelaniem odzyskanej kwoty pobiera za tę czynność prowizję. Przedmiotem takiego przelewu są tylko należności niebudzące zastrzeżeń co do zasady i co do wysokości. Aby bank podjął się realizacji działań związanych z powierniczym przelewem wierzytelności, musi być pewność, że chodzi o wierzytelność bezsporną.

Dochodzenie roszczeń na drodze sądowej jest obecnie zbyt długie i mało skuteczne. Opłata związana z tego rodzaju sprawami (wpis) to nawet kilkanaście procent kwoty spornej<sup>29</sup>. Po otrzymaniu klauzuli wykonalności wyroku, żądana kwota jest egzekwowana przez komornika. Cały proces trwa średnio kilka miesięcy.

<sup>23</sup> F. C. Scherr, *Modern Working Capital Management. Text and Cases*, Prentice Hall, Englewood Cliffs 1989, s. 252 - 253.

<sup>24</sup> Por.: P. Andrzejewski, *Dług niehonorowy. ZUS nie potrafi ustalić, kto nie płaci składek*, „Wprost”, 09.05.1999, s. 30.

<sup>25</sup> M. Piotrowska, *Finanse spółek. Krótkoterminowe decyzje finansowe*, Wydawnictwo AE, Wrocław 1997, s. 23.

<sup>26</sup> E. F. Brigham, L. C. Gapenski, M. C. Ehrhardt, *Financial Management, Theory and Practice*, Dryden Press, Orlando 1999, s. 820.

<sup>27</sup> M. Sierpińska, D. Wędzki, *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, WN PWN, Warszawa 1997, s. 215.

<sup>28</sup> A. Malewicz, *Zarządzanie finansami w przedsiębiorstwach państwowych i spółkach*, IOiZP Orgmasz, Warszawa 1993, s. 174.

<sup>29</sup> M. Sierpińska, *Zarządzanie ...*, *op.cit.*, s. 216.

Postępowanie nakazowe jest tańsze (bo opłata z nim związana stanowi około 25% wpisu sądowego<sup>30</sup>) i określane jako efektywniejsze. Wydanie nakazu zapłaty odbywa się na posiedzeniu niejawnym i dlatego może mieć miejsce szybciej niż otrzymanie wyroku w postępowaniu zwykłym. Kolejnym krokiem jest egzekucja przez komornika.

Usługi oferowane przez wyspecjalizowane agencje, na przykład wywiadownie gospodarcze, charakteryzują się skutecznością wynikającą z tego, że dłużnik obawia się tego, by informacja o niezapłaconej należności nie znalazła się w bazie danych wywiadowni, a przez to, aby nie została dostarczona przyszłym klientom dłużnika. Opłata za ściąganie należności przez wywiadownię kształtuje się w okolicach 6-8% ściąganej kwoty.

Ostatnią wymienioną przed chwilą techniką ściągania zaległych należności jest sprzedanie ich na aukcji. Przeciętna cena wierzytelności w trakcie takiej aukcji jest niższa od pełnej kwoty o około 10-20%.

Ściąganie należności jest kosztowne, nie tylko ze względu na bezpośrednie koszty wynikające z prowizji czy opłat sądowych, lecz również ze względu na reputację firmy i ewentualne negatywne skutki w przyszłym poziomie sprzedaży<sup>31</sup>.

Przedsiębiorstwo nie musi brać na siebie wszystkich obowiązków wynikających z zarządzania należnościami. Istnieją tu co najmniej dwie możliwości: ubezpieczenie wierzytelności i faktoring.

W przypadku ubezpieczenia należności, ubezpieczyciel selekcjonuje klientów, wypłaca odpowiednie odszkodowania wynikające z nieterminowej spłaty należności oraz przejmuje nieuregulowane przez dłużników wierzytelności i samodzielnie je windykuje<sup>32</sup>. W obowiązkach przedsiębiorstwa pozostaje monitorowanie należności i zgłaszanie przeterminowanych należności ubezpieczycielowi, aby dokonał wypłaty odszkodowania.

Faktoring opierający się na długookresowej umowie polega na tym, że faktor nabywa obecne i przyszłe należności przedsiębiorstwa, samodzielnie ponosząc ryzyko nieterminowej regulacji wierzytelności. Przedsiębiorstwo, po przedstawieniu faktorowi kopii faktury, otrzymuje od niego większą część pieniędzy (do 80% kwoty), a pozostałą część w momencie uregulowania wierzytelności przez klienta. Faktor, w zamian za prowizję, przejmuje wszystkie obowiązki przedsiębiorstwa wynikające ze sprzedaży na kredyt<sup>33</sup>. Korzystanie z tych usług powoduje, że bardziej skutecznie można zarządzać rezerwami płynności, gdyż wpływy należności są o wiele bardziej przewidywalne i sterowalne. Z punktu widzenia zarządzania płynnością, należy uznać korzystanie z usług faktora lub ubezpieczenie wierzytelności za jak najbardziej pożądane w każdym przedsiębiorstwie produkcyjnym, którego rozmiary, a w szczególności rozmiary sprzedaży kredytowej, na to pozwalają.

<sup>30</sup> A. Biały, *Co zrobić z długiem?*, „Rzeczpospolita”, 1993, nr 51.

<sup>31</sup> E. F. Brigham, *Financial ..., op.cit.*, s. 820.

<sup>32</sup> M. Maszybrodzki, *Ryzykują nie tylko eksporterzy*, „Rzeczpospolita”, 1995, nr 3.

<sup>33</sup> L. Stecki, *Faktoring w praktyce handlowej*, Dom Organizatora TNOiK, Toruń 1995, s. 52.

## 7. Podsumowanie

Proces zarządzania należnościami przedsiębiorstwa jest dla MŚP bardzo istotny. Produkcja nawet najbardziej rentownych produktów nie zagwarantuje odpowiednich korzyści, jeśli ta sfera codziennej działalności przedsiębiorstwa zostanie zaniedbana. W pracy tej mieliśmy okazję spojrzeć na proces zarządzania należnościami MŚP z perspektywy wartości płynności. Płynność finansowa ma wartość (cenę) - co prawda niewielką w normalnych warunkach, jednakże wystarczająco dużą, aby zlekceważenie jej mogło być uznawane za groźne. Z tego też powodu optymalne zarządzanie należnościami powinno odbywać się nie tylko z uwzględnieniem korzyści skali przedsiębiorstwa (i wynikającego z nich dopasowywania polityki kredytu kupieckiego do wykorzystania możliwości produkcyjnych na takim poziomie, który gwarantuje minimalizację kosztów produkcji), ale także musi wiązać się z uwzględnieniem wartości (ceny) płynności.