

**Przemysław Pomykański**

Politechnika Łódzka

---

## STRATEGIA FINANSOWA PRZEDSIĘBIORSTW W WARUNKACH KRYZYSU GOSPODARCZEGO

---

**Streszczenie:** Autor przedstawia działania finansowe przedsiębiorstw w okresie kryzysu. Analizie poddano dane pochodzące z badań ankietowych NBP przeprowadzonych na grupie 850 przedsiębiorstw polskich oraz wyniki finansowe wybranej spółki notowanej na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Celem referatu jest określenie i zobrazowanie działań finansowych, które powinny zostać podjęte przez zarządzających przedsiębiorstwem w okresie poprzedzającym oraz w czasie trwania kryzysu gospodarczego.

**Słowa kluczowe:** strategia finansowa, kryzys gospodarczy, zarządzanie, finanse przedsiębiorstw, analiza finansowa.

### 1. Wstęp

Kryzys gospodarczy zwykle wprowadza istotne zmiany w funkcjonowaniu przedsiębiorstw. Decyzje podejmowane przez zarządzających w okresie kryzysu wpływają zarówno na przetrwanie przedsiębiorstwa, jak i możliwości jego późniejszego rozwoju [Gulati, Nohria, Wohlgezogen 2010, s. 63-69]. O sukcesie przedsiębiorstwa w obu obszarach w dużym stopniu decydują czynniki finansowe.

Celem referatu jest ukazanie kierunków zmian w strategii finansowej przedsiębiorstw w warunkach kryzysu gospodarczego. Oznacza to, że u podstaw działania strategicznego przedsiębiorstw leży umiejętność lub konieczność narzucona przez otoczenie. Szczególnie istotne są kierunki zmian uznawane za odpowiednie do warunków kryzysu gospodarczego. Podjęto próbę określenia podejmowanych działań na podstawie przeglądu literatury i badań empirycznych, które pozwoliły na ich ujawnienie.

### 2. Teoria finansów i zalecenia skierowane do praktyki

Teoria finansów określająca postępowanie zarządzających w okresie kryzysu nie jest całkowicie spójna. Problem polega na konieczności powiązania czynników kwantyfikowalnych, niekwantyfikowalnych i behawioralnych.

Część z decyzji można zbadać, określając relacje czynników kwantyfikowalnych, takich jak: wartość środków pieniężnych w bilansie, wartość wygenerowanych przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej, inwestycyjnej i finansowej, koszt finansowania (w części związanej w wysokością stóp procentowych). Część z nich ma charakter niekwantyfikowalny – dostęp do kredytu, możliwość emisji akcji, preferencje i możliwości finansowe klientów [Janszen 2010, s. 19-21]. Czynniki behawioralne zaś określają postępowanie zarządzających w momencie wystąpienia nieprzewidzianych zdarzeń oraz świadomości i stosunku do ryzyka prowadzonej działalności.

W warunkach kryzysu decyzje podejmowane przez zarządzających w większym stopniu uwzględniają czynniki niekwantyfikowalne. Analiza zachowań zarządzających w obliczu drastycznych zmian czynników kwantyfikowalnych i niekwantyfikowalnych jest stosunkowo trudna, gdyż mamy do czynienia z dużą ilością zmiennych, różnicami w ich interpretacji przez zarządzających (czynniki behawioralne) oraz problemem z jednoznacznym przyjęciem mierników sukcesu – czy sukcesem jest przetrwanie przedsiębiorstwa, jakie znaczenie mają wartość strat poniesionych w czasie kryzysu czy tworzone warunki rozwoju po ustąpieniu kryzysu.

Nassim N. Taleb, autor książki *Black Swan: The Impact of Highly Improbable* [Taleb 2007], stawia interesującą tezę dotyczącą zarządzania ryzykiem – „zamiast w nieskończoność rozwijać złudzenie, że możemy przewidzieć przyszłość, zarządzanie ryzykiem powinno dążyć do zmniejszenia efektów zagrożeń, których nie rozumiemy” [Taleb 2009, s. 78-81]. Innymi słowy, zarządzający powinni podjąć działania, ale jednocześnie różne są co do nich zalecenia. Istnieje pogląd, że należy przygotować się na skutki nieprzewidywalnych zdarzeń, zamiast przewidywać zdarzenia [Taleb 2009, s. 78-81]. Alternatywne podejście [Rhodes, Stelter 2009] zakłada, że aby określić skutki, należy przygotować symulacje bazujące na scenariuszach. Taleb wskazuje, że zarówno teoretycy, jak i praktycy są wyjątkowo słabi w przewidywaniu zdarzeń, zwłaszcza tych, które charakteryzują się pozornie niskim prawdopodobieństwem występowania. Obecny kryzys wydaje się dowodzić, że nawet rozbudowane systemy zarządzania ryzykiem, które są dostępne w bankach, nie pozwoliły im się uchronić przed nieprawidłową analizą. Dyskusja nad wyższością konkretnego rozwiązania wydaje się jednak być bezcelowa, jeśli zauważymy, że oba podejścia prowadzą do podjęcia działań ukierunkowanych na:

- akumulację środków pieniężnych, w której wykorzystuje się:
  - redukcję należności handlowych (poprzez agresywną politykę ich ściągania oraz ograniczenie kredytu kupieckiego do wiodących klientów),
  - zmniejszenie stanu zapasów,
  - redukcję wydatków zarówno w obszarze kosztów, jak i inwestycji,
- zwiększenie udziału finansowania kapitałem własnym (redukcja udziału zobowiązań kredytowych w finansowaniu przedsiębiorstwa),
- zabezpieczenie finansowania długiem (poprzez podpisanie nowych umów kredytowych i zamianę kredytów krótkoterminowych na długoterminowe).

Zarządzający powinni również określić i wprowadzić miary sukcesu zawierające pozytywne efekty podjęcia inwestycji, jak i uwzględnić pozytywne efekty zaniechania inwestycji (wynikające z analizy ryzyka). Tradycyjne miary sukcesu przedsiębiorstw, bazujące na wzroście przychodów, rentowności kapitału zainwestowanego czy tworzeniu wartości dodanej, zwykle akcentują wzrost, inwestycje i przyrost wartości, podczas gdy w okresie kryzysu najistotniejsze może się okazać utrzymanie pozycji rynkowej, poprawa płynności i zdolności kredytowej.

Zarządzający zatem powinni się skupić na [Rhodes, Stelter 2009]:

- identyfikacji kluczowych klientów oraz wzmocnieniu relacji,
- zbadaniu portfela produktów i polityki cenowej w kontekście zmian w popycie,
- zorientowaniu wydatków marketingowych na generowanie bieżących przychodów (w przeciwieństwie do długoterminowych inwestycji w kreowanie marki),
- zwiększeniu efektywności działu sprzedaży w obliczu rosnącej konkurencji na rynku (wynikającej z przewidywanego spadku popytu).

W ujęciu tym formułowane zalecenia są skierowane do zarządzających i polegają na modyfikacji działań strategicznych zależnie od zmian w otoczeniu.

### 3. Kierunki zmian w strategii oparte na badaniach barier rozwoju<sup>1</sup>

W kontekście przedstawionych zaleceń pojawiających się w literaturze warto się zastanowić nad tym, jakie działania przewidują oraz realizują polskie przedsiębiorstwa. Badania przeprowadzone przez Biuro Badań Przedsiębiorstw, Gospodarstw Domowych i Rynków, Instytutu Ekonomicznego, Narodowego Banku Polskiego [Puchalska 2010], oparte są na próbie 859 przedsiębiorstw i wskazują na zmiany w ocenie barier rozwoju przedsiębiorstw. Porównując dane z I kwartału 2008 r. i IV kwartału 2009 r. oraz z I kwartału 2009 r., warto zwrócić uwagę na znaczny wzrost obaw związanych z popytem (w porównaniu z okresem sprzed kryzysu). Obawy związane z problemami z płynnością, dostępem do kredytu i złą koniunkturą (mogącą się przełożyć na ograniczony dostęp do finansowania) wydają się ustępować w IV kwartale 2009 r., choć należy zwrócić uwagę na to, że ich wzrost nie był znaczny nawet w I kwartale 2009 r.

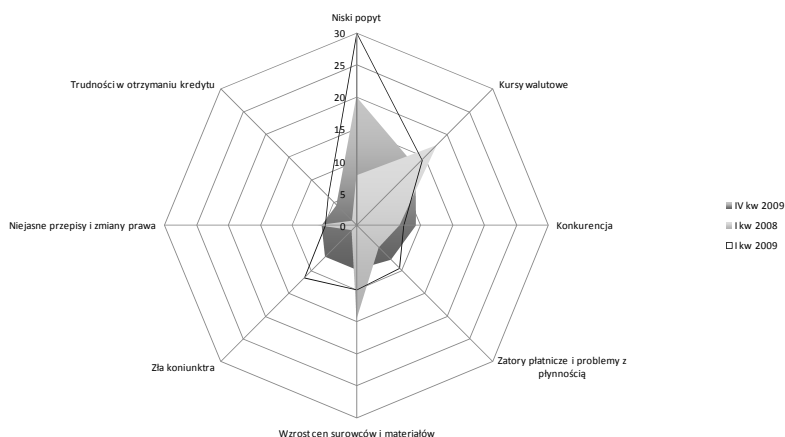
Dane z badań NBP wskazują, że działania podejmowane przez przedsiębiorstwa przynoszą efekty w danych finansowych:

- 31% przedsiębiorstw badanych przez NBP deklaruje zbyt niski stan środków pieniężnych w relacji do potrzeb bieżących, jednak wskaźnik ten wykazuje tendencję spadkową [Puchalska 2010, s. 47],
- cykl inkasa należności wzrósł w ciągu roku o 2,3 dnia – do 44,3 dnia, a okres płatności zobowiązań wzrósł o 3,7 dnia – do 39,7 dnia. Zmiany te sugerują, że przedsiębiorstwa zmniejszyły wydatki na kapitał pracujący [Puchalska 2010, s. 49],

---

<sup>1</sup> Opracowanie własne na podstawie danych NBP.

- zauważono, że przedsiębiorstwa znacznie ostrożniej formułują plany rozwojowe, w których zakładają zwiększenie zdolności produkcyjnych. W 2010 r. plany takie zrealizuje 22,8% przedsiębiorstw, wobec 29% w 2009 i 42,5% w 2010 r. [Puchalska 2010, s. 30], co wydaje się uzasadnione, jeśli weźmie się pod uwagę utrzymujący się spadek wykorzystania mocy produkcyjnych (77,1 dol., spadek o 1,1% r/r),
- większość przedsiębiorstw badanych przez NBP ma plany redukcji zadłużenia kredytowego w I kwartale 2010 r., natomiast plany zwiększenia zadłużenia wykazują wyłącznie przedsiębiorstwa budowlane i oferujące dobra inwestycyjne (po części można to uzasadnić sezonowością),
- co ciekawe, w tym samym okresie zaobserwowano wzrost „akceptacji wniosków kredytowych” o 9,5% (do 80%). W praktyce powodem odrzucenia wniosków kredytowych jest brak zdolności kredytowej i zabezpieczeń. Spadło znaczenie, typowych dla kryzysu, „czynników niezależnych od ekonomicznej sytuacji kredytobiorcy”.



**Rys. 1.** Bariery rozwoju przedsiębiorstw w I kw. 2008, I kw. 2009 i IV kw. 2009

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

Reasumując, zarządzający polskimi przedsiębiorstwami zauważyli konieczność wprowadzenia zmian w strategii finansowej, ukierunkowanych na wygenerowanie przepływów pieniężnych i zwiększenie salda środków pieniężnych. Wprowadzili je więc i zwiększyli bezpieczeństwo finansowania. Zmiany w wynikach finansowych mogą się wydawać mało istotne, jednak należy pamiętać, że dane zagregowane uwzględniają wiele różnych podejść wynikających z rozbieżnych opinii dotyczących znaczenia i długości doświadczanego kryzysu.

#### 4. Kierunki zmian formułowane na przykładzie pojedynczego przedsiębiorstwa

Znacznie bardziej przejrzyste zmiany można zaobserwować na przykładzie indywidualnych przedsiębiorstw. Grupa Kapitałowa NG2 SA, właściciel sieci sklepów CCC, wprowadziła zmiany w 2009 r.

Tabela 1. Wybrane dane finansowe z bilansu spółki NG2 za 2009 rok (stan na 31.12)

Wyszczególnienie	2009	2008	Zmiana
<b>Aktywa trwałe</b>			
Pozostałe wartości niematerialne	1 073	1 274	-201
Rzeczowe aktywa trwałe	206 617	177 173	<b>29 444</b>
Należności długoterminowe	174	233	-59
Aktywa z tytułu podatku odroczonego	4 808	6 786	-1 978
<b>Aktywa obrotowe</b>			
Zapasy	249 540	230 471	<b>19 069</b>
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe należności	65 132	88 010	<b>-22 878</b>
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	60 700	15 358	<b>45 342</b>
Aktywa razem	585 044	519 305	
<b>Kapitał własny</b>	<b>347 040</b>	<b>295 157</b>	<b>51 883</b>
Zobowiązania długoterminowe	102 189	14 783	87 406
w tym: długoterminowe pożyczki i kredyty bankowe	100 111	12 500	<b>87 611</b>
Zobowiązania krótkoterminowe	135 815	209 365	-73 550
w tym: zobowiązania z tytułu dostaw i usług i pozostałe zobowiązania	106 082	99 966	6 116
krótkoterminowe pożyczki i kredyty bankowe	19 846	95 901	<b>-76 055</b>
<b>Pasywa razem</b>	<b>585 044</b>	<b>519 305</b>	
<b>Przychody ze sprzedaży produktów towarów i materiałów</b>	<b>922 708</b>	<b>754 281</b>	
<b>Zysk z działalności operacyjnej</b>	<b>113 269</b>	<b>131 916</b>	
<b>Zysk netto</b>	<b>86 557</b>	<b>102 463</b>	

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z raportu rocznego NG2 SA.

Zmiany w aktywach polegały na tym, że:

- zmniejszono wydatki na rzeczowe aktywa trwałe (w 2008 r. wydano ponad 43 mln zł),
- wzrosła wartość zapasów, jednak biorąc pod uwagę wzrost przychodów, cykl obrotu zapasami skrócono do 99 dni (ze 111 dni w 2008 r.), co świadczy o agresywnej polityce ograniczania stanu zapasów,

- skrócono cykl inkasa należności z 43 do 26 dni, co pozwoliło wygenerować 23 mln zł w przepływach pieniężnych z działalności operacyjnej,
- zwiększono saldo środków pieniężnych i ich ekwiwalentów z 15,4 do 60,7 mln zł.

Analiza zmian w strukturze finansowania pozwala stwierdzić, że:

- spółka zwiększyła udział finansowania kapitałem własnym z 56,8% do 59,3%,
- zwiększono finansowanie długoterminowymi pożyczkami i kredytami bankowymi (wzrost o 87,6 mln zł), jednocześnie redukując krótkoterminowe pożyczki i kredyty bankowe (spadek o 76 mln zł).

W 2009 r. przychody spółki wzrosły o 22%, jednak zysk netto był o 15,9 mln zł niższy. Spadek rentowności spowodowany był wahaniami kursu walut obcych względem złotego.

Przedstawione działania stanowią wręcz podręcznikowy przykład postępowania zarządzających w okresie kryzysu. Analiza zmian w indywidualnych przedsiębiorstwach w znacznie lepszym stopniu odzwierciedla podjęte decyzje, w porównaniu z danymi zagregowanymi i wydaje się, że powinna być wykorzystywana w nauce o zarządzaniu.

## 5. Implikacje do strategii przedsiębiorstwa

Wiele przedsiębiorstw uzupełnia podejmowane działania, ograniczając koszty i zmniejszając zatrudnienie. Badania wskazują jednak, że redukcja zatrudnienia przynosi rezultaty odwrotne od zamierzonych. Pracownicy firm, w których nie przewidziano redukcji zatrudnienia, doceniają zaangażowanie zarządu i są bardziej kreatywni w ograniczaniu kosztów [Gulati, Nohria, Wohlgezogen 2010, s. 63-69]. Firmy, które zredukowały zatrudnienie, miały jednak słabszy wzrost przychodów ze sprzedaży i niższą rentowność po zakończeniu kryzysu.

Podjęcie działań ukierunkowanych na poprawę płynności finansowej przedsiębiorstwa i ograniczenie wydatków w okresie kryzysu gospodarczego ma duże znaczenie dla przetrwania przedsiębiorstwa, jednak najistotniejsze jest zaplanowanie i realizacja działań w odpowiednim czasie.

Przedsiębiorstwo powinno szybko reagować na kryzys gospodarczy i w odpowiednim momencie rozpocząć działania związane z wyjściem z kryzysu gospodarczego. Działania związane z wyjściem z kryzysu akcentują ocenę sytuacji w przedsiębiorstwie, jak i w jego otoczeniu [Sull 2010, s. 70-74]. Szczególnie w przypadku przedłużających się załamań gospodarczych (trwających dłużej niż 2-3 kwartały), przedsiębiorstwa nie powinny zakładać, że sytuacja w przedsiębiorstwie i na rynku powróci do stanu sprzed kryzysu. Należy ocenić zmiany oraz przygotować plan działań zmierzających do wykorzystania możliwości, jakie pojawiają się na rynku [Janszen 2010, s. 19-21].

W Stanach Zjednoczonych zauważono zmianę roli dyrektora finansowego w zarządzaniu spółką [Stuart 2009, s. 45-48]. Spośród 150 dyrektorów finansowych,

w badaniach CFO, 90% uważa, że ma głos w tworzeniu strategii. W okresie następującym po kryzysie finansowanie może stanowić o możliwości wykorzystania przewagi konkurencyjnej. Zwraca się przy tym uwagę, że w tworzeniu strategii nie powinno się myśleć o finansach. Wiele wskazuje na to, że jest to prawda, ale jednocześnie zarządzający muszą zadać sobie pytanie, czy ich na to stać. Jeśli tak, to oznacza, że dobrze zarządzają finansami.

## Literatura

- Gulati R., Nohria N., Wohlgezogen F., *Roaring out of recession*, "Harvard Business Review", March 2010.
- Janszen E., *Welcome to false recovery*, "Harvard Business Review", April 2010.
- Puchalska K. (kier. tematem), *Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2009 oraz prognoz koniunktury na I kw. 2010*; Biuro Badań Przedsiębiorstw, Gospodarstw Domowych i Rynków; Instytut Ekonomiczny; Narodowy Bank Polski; styczeń 2010.
- Rhodes D., Stelter D., *Sieze advantage in a downturn*, "Harvard Business Review", February 2009.
- Sull D., *Are you ready to rebound*, "Harvard Business Review", March 2010.
- Stuart A., *Are you strategic?*, CFO, November 2009.
- Taleb N.N., *Black Swan: The Impact of Highly Improbable*, Random House, 2007.
- Taleb N.N., Goldstein D.G., Spitznagel M.W., *The six mistakes executives make in risk management*, "Harvard Business Review", October 2009.

## FINANCIAL MANAGEMENT OF ENTERPRISES DURING ECONOMIC CRISIS

**Summary:** Economic crisis usually causes major changes in business. Decisions taken by the management during this period are crucial to business survival and define its ability to develop in the future. Financial constraints are important in both areas.

The aim of this paper is to describe the changes in business financial strategies during economic crisis. Particular attention is given to Polish companies and their behaviour in 2008 and 2009.