

Agnieszka Chabowska-Litka *

Analiza struktury kapitału Grupy Żywiec w kontekście zarządzania ryzykiem finansowym na przykładzie Grupy Żywiec S.A.

Wstęp

Warunki otoczenia przedsiębiorstw ulegają radykalnym zmianom, dlatego nie podlega dyskusji, że każda decyzja dotycząca przyszłości podmiotu gospodarczego obciążona jest mniejszym lub większym ryzykiem. Zmiany ekonomiczne, gospodarcze, związane z procesem globalizacji, rozwojem zaawansowanych technologii czy nawet zmiany dotyczące otoczenia politycznego wymuszają na przedsiębiorcach ciągle dostosowywanie się do nowej rzeczywistości, w której z jednej strony należy stale obniżać koszty, a z drugiej zachować wysoką jakość produktów czy oferowanych usług. Dominująca na globalnym rynku niepewność i brak możliwości przewidywania przyszłych warunków gospodarowania wymuszają na przedsiębiorcach dołożenie wszelkich starań, aby przynajmniej poznać rozkład prawdopodobieństwa ich wystąpienia.

Duża nieprzewidywalność i dynamika czynników zewnętrznych wpływających na działalność i rozwój przedsiębiorstw powodują, że zarządzanie ryzykiem finansowym staje się jedną z kluczowych kompetencji strategicznych przedsiębiorstwa. Przedsiębiorstwa mają ograniczony wpływ na ryzyka, których źródła są związane z makrootoczeniem. Nie są w stanie wpływać bezpośrednio na poziom stóp procentowych na rynku czy wahania kursów walutowych, ale mogą zarządzać ryzykiem finansowym, ograniczając jego negatywne skutki z perspektywy odpowiedniego dopasowania źródeł finansowania działalności i rozwoju przedsiębiorstwa. Problem wyboru właściwej struktury kapitału jest zawsze kompromisem pomiędzy zyskiem a ryzykiem. Poszukiwanie tego kompromisu jest wyrazem dążenia do osiągnięcia optymalnej struktury kapitału, która w konsekwencji ma doprowadzić do maksymalizacji wartości rynkowej przedsiębiorstwa (Grzywacz, 2008: 202).

* Agnieszka Chabowska-Litka – Wyższa Szkoła Zarządzania Personelem w Warszawie.

Celem artykułu jest przedstawienie istoty analizy struktury kapitału, będącej częścią analizy finansowej przedsiębiorstwa jako jednego z narzędzi wspomagających proces zarządzania ryzykiem finansowym w jednostce gospodarczej na przykładzie wybranej organizacji.

Pojęcie i istota ryzyka

Ryzyko wynika z faktu podejmowania decyzji dotyczących przyszłości. Samo pojęcie ryzyka jest powszechnie używane i służy określeniu pewnych stanów i sytuacji. Mowa m.in. o stanach zagrożenia, możliwości poniesienia straty bądź wystąpienia nieprzewidywanych zdarzeń. W globalnej gospodarce światowej ryzyko stało się jedną z najważniejszych kategorii.

Pojęcie ryzyka nie posiada jednej uniwersalnej definicji. W zasadzie zdefiniowanie ryzyka jest praktycznie niemożliwe, ponieważ ryzyko nie jest czymś jednorodnym. Słowo *ryzyko* należy do tych, które mogą przybierać wiele znaczeń w zależności od kontekstu, okoliczności, autora i celu wypowiedzi. Potocznie ryzyko określa „zagrożenie, możliwość niepowodzenia, przedsięwzięcie niebezpieczne, ale również niebezpieczną próbę, odwaga się na coś, możliwość zarówno zysków, jak i strat, możliwość, że coś się uda lub nie, bądź przedsięwzięcie, którego wynik jest nieznamy, zależy od przypadku” (Kwiecień, 2010: 12).

Warto dodać, że pojęcie *ryzyko* pochodzi od czasownika *ryzykować*, czyli działać na podstawie nie zawsze obiektywnych przesłanek.

W odniesieniu do działalności gospodarczej ryzyko jest określane jako możliwość wystąpienia zdarzeń mających w konsekwencji negatywny wpływ na wynik finansowy (poniesienie straty). Pozostając w sferze przedsiębiorstwa, ryzyko można definiować również jako niebezpieczeństwo braku realizacji założonego celu z chwili podejmowania decyzji. W literaturze przedmiotu spotyka się podejście rozszerzające pojęcie ryzyka uwzględniające jego pozytywny aspekt, polegający na tym, że oprócz straty jest szansa na osiągnięcie korzyści i zysku (Staniec, Zawila-Niedźwiecki, 2008: 12).

Ryzyko jest immanentną cechą każdego przedsięwzięcia gospodarczego niezależnie od jego charakteru. Zagroza wszystkim podmiotom gospodarczym bez względu na to, jak skuteczny system zarządzania ryzykiem, zwłaszcza ryzykiem finansowym, jest wdrożony w organizacji. Jego całkowite wyeliminowanie jest niemożliwe. Ryzyko można zaakceptować i biernie mu się poddawać lub można ograniczać jego negatywne skutki, zmniejszając tym samym szanse generowania dodatkowych zysków. Można także aktywnie zarządzać ryzykiem, osiągając dodatkowe dochody i poprawiając tym samym wynik finansowy przedsiębiorstwa.

Jednym ze sposobów zarządzania ryzykiem finansowym jest utrzymanie optymalnej struktury kapitału w przedsiębiorstwie, co jest niewątpliwie dość trudnym zadaniem, zwłaszcza w przypadku dużych, rozwojowych przedsięwzięć.

Pojęcie i rodzaje kapitału w przedsiębiorstwie

Pojęcie kapitału ma wiele znaczeń i trudno znaleźć jedną, powszechnie przyjętą definicję. Na potrzeby niniejszego artykułu skupiono się na finansowym ujęciu kapitału, utożsamianym z pasywami bilansu przedsiębiorstwa (kapitał własny, obcy, czyli zobowiązania). Kapitał może być klasyfikowany według różnych kryteriów. W zależności od źródła pochodzenia wyróżnia się kapitał zewnętrzny i wewnętrzny. Przy finansowaniu zewnętrznym kapitał pochodzi od innych podmiotów, które odstępują przedsiębiorstwu nadwyżki środków finansowych. Z kolei finansowanie wewnętrzne charakteryzuje się tym, że występuje w samym przedsiębiorstwie, a jego źródłem są środki finansowe pozyskiwane wskutek przekształceń majątkowych bądź przez gromadzenie kapitału (Ickiewicz, 2004: 29). Inne kryterium podziału kapitału dotyczy czasu finansowania. W tym przypadku można wyróżnić kapitał krótkookresowy (o okresie zwrotu do 1 roku) i długookresowy (spłata kapitału po 1 roku). Największe znaczenie ma jednak podział kapitału ze względu na prawo własności do finansowanych aktywów przysługujące dawcom kapitału. Wyróżnia się zatem kapitał własny i kapitał obcy. Kapitał własny daje inwestorom prawo własności przedsiębiorstwa, uczestniczą oni w podziale wypracowanego zysku, zaś z drugiej strony w pokryciu poniesionej straty proporcjonalnie do wielkości zainwestowanego kapitału. Kapitał własny jest zaangażowany w funkcjonowanie przedsiębiorstwa długoterminowo, słusznie zatem uznawany jest za najbardziej stabilne źródło finansowania. Ryzyko takiego finansowania jest oczywiście znacznie mniejsze niż w przypadku kapitału obcego, jednak „dawca” kapitału nie ma zazwyczaj prawa do jego zwrotu czy otrzymania odsetek (Grzywacz, 2008: 14). Jego wynagrodzenie polega na uczestnictwie w wypracowanym przez przedsiębiorstwo zysku. Właściwością kapitału własnego jest ograniczony zasób, co zmusza przedsiębiorców do poszukiwania alternatywnych źródeł finansowania w postaci kapitału obcego, który jest przekazywany jednostce odpłatnie na ograniczony czas przez zewnętrzne podmioty (najczęściej instytucje finansowe, tj. banki, spółki leasingowe) w postaci kredytów, pożyczek lub innego rodzaju zobowiązań. Dawca kapitału obcego nie ma wpływu na decyzje dotyczące działalności przedsiębiorstwa, jednak jego roszczenia są uprzywilejowane względem roszczeń właścicieli oraz może on wpływać na sposób, w jaki wykorzystywany jest kapitał przez przedsiębiorstwo. Warto podkreślić, że w praktyce gospodarczej nie istnieje sztywna reguła, ustalona proporcja pomiędzy kapitałem własnym a obcym. Udział obu form finansowania jest w dalszym ciągu przedmiotem wielu dyskusji i polemik, wśród których charakterystyczną cechą jest często przypisywanie kapitałom własnym decydującej roli ze względu na pełnione przez nie funkcje: gwarancyjną i roboczą. Z uwagi na stabilność finansową przedsiębiorstwa takie podejście wydaje się w pełni uzasadnione, chociaż z drugiej strony oznacza to ograniczone możliwości uzyskania dodatkowych efektów ekonomicznych pojawiających się przy korzystaniu z kapitałów obcych. W sprzyjających okolicznościach wykorzystanie np. kredytu oznacza pojawienie się efektu dźwigni finansowej, dzięki której wzra-

sta w przedsiębiorstwie rentowność kapitałów własnych. Ponadto w takiej sytuacji duży wpływ ma tzw. efekt osłony podatkowej (tarcza podatkowa), ponieważ koszty płaconych odsetek pomniejszają podstawę opodatkowania, co w efekcie końcowym obniża koszt długu (Grzywacz, 2008: 15).

Praktyka gospodarcza potwierdza, że istotnym problemem przedsiębiorstw jest umiejętny dobór źródeł finansowania, tak aby miał on korzystny wpływ na rentowność w przedsiębiorstwie przy zachowaniu rozsądnego poziomu ryzyka finansowego. Umiejętny dobór kapitału jest stosunkowo trudny do zdefiniowania, jednak niewątpliwie należy go wiązać z koniecznością utrzymania płynności finansowej.

Ocena struktury i dynamiki źródeł finansowania Grupy Żywiec

Grupa Żywiec należy do największych firm z branży browarniczej w Polsce. Wchodzi w skład międzynarodowej grupy Heineken, która prowadzi działalność na całym świecie. Dzięki rozbudowanym mocom produkcyjnym oraz ugruntowanej pozycji na rynku browarniczym w Polsce Grupa Żywiec należy do największych oraz najbardziej rozpoznawalnych przedsiębiorstw. W związku z tym struktura finansowa podmiotu jest jednym z najważniejszych elementów strategii firmy, ponieważ przesądzać może o jej powodzeniu i dalszym dynamicznym rozwoju w przyszłości.

Jednym z elementów zarządzania ryzykiem finansowym w przedsiębiorstwie powinno być działanie zmierzające do stabilizacji sytuacji finansowej jednostki oraz utrzymania kosztów firmy na racjonalnym poziomie (Kaczmarek, 2008: 274). Zwłaszcza w przypadku spółek kapitałowych, a już w szczególności w przypadku spółki akcyjnej niezwykle istotną rolę odgrywa rentowność zaangażowanego kapitału.

Zadłużeniem określa się poziom finansowania kapitałami obcymi majątku przedsiębiorstwa (Rutkowski, 2015: 91–93). Kategoria ta odnosi się zatem bezpośrednio do zaangażowanego zewnętrznego kapitału przez inne podmioty niż właściciele firmy. Tego typu finansowanie charakteryzuje się koniecznością jego zwrotu, więc obniża stabilność finansową podmiotu (Golej, Prędkiewicz, 2015: 54–55). Z tego powodu analiza poziomu zadłużenia i struktury finansowania jest jednym z kluczowych elementów w ramach badania kondycji oraz stabilności finansowej przedsiębiorstwa. W tabeli 1 zaprezentowano strukturę oraz dynamikę najważniejszych kategorii źródeł finansowania dla Grupy Żywiec.

Tabela 1. Dynamika i struktura źródeł finansowania Grupy Żywiec w latach 2013–2016

	Wartość w tys. zł						Struktura w %						Dynamika w %					
	2016	2015	2014	2013	2016	2015	2014	2013	2016–2015	2015–2014	2014–2013	2016–2015	2015–2014	2014–2013	2016–2015	2015–2014	2014–2013	
kapitał własny	201 854	246 856	292 492	318 002	11,2	12,2	12,7	11,3	-18,2	-15,6	-8,0	-18,2	-15,6	-8,0	-18,2	-15,6	-8,0	
zobowiązania długoterminowe	595 684	51 253	563 687	745 908	33,1	2,5	24,5	26,5	1062,2	-90,9	-24,4	1062,2	-90,9	-24,4	1062,2	-90,9	-20,1	
zobowiązania krótkoterminowe	1 002 040	1 720 480	1 444 804	1 751 850	55,7	85,2	62,8	62,2	-41,8	19,1	-17,5	-41,8	19,1	-17,5	-41,8	19,1	-42,8	
razem	1 799 578	2 018 589	2 300 983	2 815 760	100,0	100,0	100,0	100,0	-10,8	-12,3	-18,3	-10,8	-12,3	-18,3	-10,8	-12,3	-36,1	

Źródło: opracowanie własne na podstawie Skonsolidowanego Sprawozdania Finansowego za okres od 1 stycznia 2013 roku do 31 grudnia 2016 roku.

Tabela 2. Dynamika i struktura kapitałów obcych Grupy Żywiec w latach 2013–2016

	Wartość w tys. zł						Struktura w %						Dynamika w %					
	2016	2015	2014	2013	2016	2015	2014	2013	2016/2015	2015/2014	2014/2013	2016/2015	2015/2014	2014/2013	2016/2015	2015/2014	2014/2013	
zobowiązania handlowe	911 347	1 105 955	1 080 075	1 525 888	57,0	62,4	53,8	61,1	-17,0	2,4	-29,2	-17,0	2,4	-29,2	-17,0	2,4	-40,3	
kredyty, pożyczki i obligacje	632 955	602 584	829 360	900 298	39,6	34,0	41,3	36,0	5,0	-27,3	-7,9	5,0	-27,3	-7,9	5,0	-27,3	-29,7	
pozostałe	53 422	63 194	99 056	71 572	3,3	3,6	4,9	2,9	-15,5	-36,2	38,4	-15,5	-36,2	38,4	-15,5	-36,2	-25,4	
razem	1 597 724	1 771 733	2 088 491	2 497 758	100,0	100,0	100,0	100,0	-9,8	-11,8	-19,6	-9,8	-11,8	-19,6	-9,8	-11,8	-36,0	

Źródło: opracowanie własne na podstawie Skonsolidowanego Sprawozdania Finansowego za okres od 1 stycznia 2013 roku do 31 grudnia 2016 roku.

W badanym okresie poziom kapitałów spółki zmniejszył się o 36,1% z poziomu 2815,8 mln złotych w 2013 roku do 1799,6 mln złotych w 2016 roku. Tak wysoki spadek pasywów spowodowany był zmniejszeniem ich wszystkich głównych kategorii, przy czym w największym stopniu zmniejszyły się zobowiązania krótkoterminowe – o 42,8% i kapitały własne – o 36,5%. Natomiast zobowiązania długoterminowe zmniejszyły się o 20,1%. Istotne zmniejszenie poziomu pasywów może sugerować spadek skali działalności podmiotu, co znajduje potwierdzenie w niższym poziomie przychodów ze sprzedaży Grupy Żywiec, które zmniejszyły się z 3457,4 mln zł w 2013 roku do 2357,7 mln zł. Taka zmiana jest niekorzystna dla przedsiębiorstwa, gdyż wskazuje na utratę udziału w polskim rynku browarniczym. Zdecydowanie najważniejszym źródłem finansowania majątku Grupy Żywiec w każdym analizowanym okresie są zobowiązania krótkoterminowe. Należy jednak zauważyć, że ich poziom i udział w pasywach ogółem ulegał istotnym zmianom w badanym okresie. Szczególnie widoczne jest zwiększenie udziału zobowiązań krótkoterminowych w 2015 roku do poziomu 85,2%, a w kolejnym roku ich spadek do poziomu 55,7%. Spowodowane to było przede wszystkim zmianami wartości bezwzględnej poziomu zobowiązań. Wynikały one z przesunięcia w 2015 roku zaciągniętych kredytów bankowych z kategorii zobowiązań długoterminowych do krótkoterminowych i w 2016 roku refinansowania długu nowymi pożyczkami. Jednocześnie spowodowało to znaczący spadek udziału zobowiązań długoterminowych w 2015 roku do poziomu 2,5%, a następnie jego wzrost do 33,1%. Tak duże wahania udziału obu kategorii kapitałów obcych mogą sugerować pewne problemy z refinansowaniem długu w 2016 roku. W przypadku braku zgody banków na zrolowanie kredytów Żywiec mógł w skrajnym przypadku utracić płynność finansową. Dlatego też z punktu widzenia zarządzania ryzykiem finansowym należy ocenić bardzo negatywnie wzrost udziału zobowiązań krótkoterminowych kosztem zobowiązań długoterminowych. Przedsiębiorstwo skutecznie zarządzające ryzykiem finansowym powinno odpowiednio wcześniej podjąć kroki mające na celu wydłużenie terminów spłaty długu, aby nie dopuścić do sytuacji, która przy zbiegu niekorzystnych czynników mogłaby doprowadzić do niewypłacalności podmiotu. Analizując strukturę pasywów, należy zwrócić uwagę na relatywnie niski poziom kapitałów własnych, których udział w strukturze źródeł finansowania kształtuje się na poziomie 11–13% w każdym analizowanym roku. Ich wartość jest stosunkowo niewielka w porównaniu do skali działalności, co zwiększa ryzyko finansowe podmiotu. Należy zauważyć, że przy istotnym wzroście rynkowych stóp procentowych koszty obsługi długu znacząco się zwiększą i przełoży się to na pogorszenie wyniku finansowego podmiotu. Dlatego też w celu zmniejszenia ryzyka finansowego Żywiec powinien zwiększyć wartość kapitałów własnych, co znacząco poprawi stabilność finansową firmy. W tabeli 2 zaprezentowano szczegółowe zestawienie struktury kapitałów obcych Grupy Żywiec w badanym okresie.

Zdecydowanie najważniejszym składnikiem kapitałów obcych są zobowiązania handlowe, które odpowiadają za ok. 54–62% wszystkich zewnętrznych źródeł finansowania. Z jednej strony jest to bardzo korzystna sytuacja, gdyż są one nieoprocento-

wane i nie generują dodatkowych kosztów finansowych dla Grupy Żywiec. Z drugiej strony mają one charakter krótkoterminowy, więc ich wysoki udział wpływa negatywnie na płynność finansową przedsiębiorstwa. Z tego powodu zasadne wydaje się wprowadzenie większego udziału innych źródeł finansowania, głównie o charakterze długoterminowym w celu redukcji ryzyka finansowego. Istotne znaczenie mają także kredyty, pożyczki i wyemitowane obligacje przez Grupę Żywiec, które stanowią ok. 34–41% wszystkich zewnętrznych źródeł finansowania. Dodatkowo w latach 2013–2016 zwiększyły one swój udział w kapitałach obcych o ponad 3,5 p.p. kosztem zobowiązań handlowych. Zmiana ta prowadzi do wzrostu zobowiązań odsetkowych i możliwości wzrostu kosztów finansowych, ale kategoria kredytów ma głównie charakter długoterminowy, więc jednocześnie wpływa także pozytywnie na płynność finansową podmiotu. Z tej perspektywy zmianę należy oceniać pozytywnie pod kątem ryzyka finansowego przedsiębiorstwa.

Analiza wskaźnikowa Grupy Żywiec

W aspekcie zarządzania ryzykiem finansowym istotne jest przeprowadzenie analizy wskaźnikowej w kontekście relacji pomiędzy kapitałem własnym a obcym oraz zdolności przedsiębiorstwa do obsługi całego zadłużenia. Utrzymywanie na wysokim poziomie kapitału obcego zwiększa ryzyko, ponieważ spółka może generować nie tylko wysokie zyski, ale również wysokie straty w porównaniu z inną jednostką, której działalność i rozwój finansowane są wyłącznie kapitałem własnym.

Zadłużenie firmy można mierzyć poprzez odniesienie długu do całkowitych aktywów lub do kapitału własnego. Ważna jest ocena zadłużenia z perspektywy zdolności firmy do obsługi długu, czyli zdolności do spłaty odsetek w wymaganych terminach płatności. Mowa o takich wskaźnikach, jak wskaźnik zadłużenia, relacja długu do kapitału, wskaźnik pokrycia odsetek zyskiem.

Stopa zadłużenia jest miarą wykazującą, w jakim stopniu aktywa spółki są finansowane przez kredytodawców. Oblicza się ją jako stosunek zobowiązań ogółem do aktywów ogółem.

Wskaźnik pokrycia odsetek obliczany jest jako stosunek zysku przed odsetkami i przed opodatkowaniem do kwoty odsetek.

Wskaźnik obsługi długu jest miarą obejmującą obciążenia spółki z tytułu odsetek i z tytułu spłaty rat kapitałowych. Jest miarą wskazującą, w jakim stopniu zysk operacyjny spółki mógłby ulec obniżeniu, zanim spółka nie byłaby w stanie spłacić odsetek i raty kapitałowej od zaciągniętego długu.

Wskaźnik obsługi długu strumieni pieniężnych jest miarą pokazującą, jak cash flow z działalności operacyjnej, obliczony według uproszczonej formuły, pozwala na zapłacenie przez spółkę odsetek oraz raty kapitałowej od zaciągniętego zobowiązania.

W tabeli 3 zaprezentowane zostały najważniejsze miary struktury finansowania i zadłużenia Grupy Żywiec w badanym okresie.

Tabela 3. Wskaźniki zadłużenia Grupy Żywiec w latach 2013–2016

	2016	2015	2014	2013
stopa zadłużenia	88,8%	87,8%	87,3%	88,7%
wskaźnik pokrycia odsetek	22,52	14,71	4,59	6,07
wskaźnik obsługi długu	1,05	0,76	0,18	0,68
wskaźnik obsługi długu strumieni pieniężnych	0,44	1,13	0,51	1,26

Źródło: opracowanie własne na Skonsolidowanego Sprawozdania Finansowego za okres od 1 stycznia 2013 roku do 31 grudnia 2016 roku.

Poziom stopy zadłużenia w badanym okresie był bardzo stabilny i kształtował się na poziomie ok. 87–89%. Należy jednak zauważyć, iż miara ta przekroczyła ponad dwukrotnie zalecaną wartość na poziomie ok. 40,1%. Oznacza to podwyższone ryzyko finansowe związane z wysokim udziałem kapitału obcego w strukturze finansowania podmiotu. W przypadku nagłego wzrostu kosztów obsługi długu lub zbiegu negatywnych zjawisk na rynku browarniczym Żywiec może mieć problemy z utrzymaniem płynności na bezpiecznym poziomie. Dlatego też tak wysoka stopa zadłużenia zagraża bezpieczeństwu finansowemu podmiotu i w przyszłości może skutkować wyższym ryzykiem niewypłacalności spółki. Z kolei wskaźnik pokrycia odsetek od 2015 roku kształtuje się na poziomie znacznie przekraczającym zalecane minimum na poziomie 8,15. Wynika to przede wszystkim ze spadku rynkowych stóp procentowych, co przełożyło się na zmniejszenie wartości odsetek od zaciągniętego przez Żywiec długu. Dodatkowo przedsiębiorstwo zmniejszyło poziom zadłużenia w badanym okresie i jednocześnie zwiększyło wartość generowanego zysku operacyjnego. Zbieg tych wszystkich korzystnych zdarzeń doprowadził do znaczącego zwiększenia się miary pokrycia odsetek. Wskaźnik obsługi długu znacząco zwiększył się w badanym okresie z 0,68 w pierwszym roku analizy do 1,05 w ostatnim. Jednak jedynie wartość wskaźnika w 2016 roku umożliwia w pełni spłatę rat kapitałowych i odsetek z generowanego zysku operacyjnego przez Grupę Żywiec. Natomiast w poprzednich latach konieczne było refinansowanie zadłużenia, szczególnie w 2014 roku, gdy wskaźnik osiągnął najniższy poziom. Jako uzupełnienie tego wskaźnika potraktować można miarę obsługi długu strumieniami pieniężnymi. Jego wartość w latach 2014 i 2016 kształtowała się poniżej 1, co sugeruje niewystarczającą wartość wygenerowanych przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej w stosunku do wydatków związanych z obsługą długu. Natomiast w roku 2013 i 2015 spółka generowała nadwyżkę pozwalającą na całkowite pokrycie wydatków dotyczących spłaty zadłużenia, co jest pozytywną informacją w kontekście ryzyka finansowego podmiotu.

Wnioski płynące z analizy struktury kapitału Grupy Żywiec w kontekście zarządzania ryzykiem finansowym

Grupa Żywiec jest stabilną firmą pod kątem struktury zadłużenia oraz poziomu generowanych nadwyżek finansowych. Wieloletnia agresywna strategia finansowania nie doprowadziła do realizacji ryzyka finansowego i utraty płynności przez podmiot. W tym kontekście można uznać, iż obecny bardzo wysoki poziom zadłużenia nie jest niebezpieczny dla przedsiębiorstwa. Z drugiej strony, gdy pogorszy się sytuacja na rynku browarniczym w Polsce i spadną przychody ze sprzedaży Grupy Żywiec oraz jednocześnie generowane zyski, to wysoki poziom zadłużenia może okazać się niebezpieczny dla sytuacji finansowej przedsiębiorstwa. W skrajnym wypadku mogą pojawić się trudności z regulowaniem zobowiązań, co może doprowadzić do niewypłacalności, a tym samym bankructwa. Dlatego też w celu zmniejszenia ryzyka finansowego zalecane byłoby zwiększenie udziału kapitałów własnych w strukturze pasywów, co pozwoli na obniżenie ryzyka finansowego podmiotu. Takie działanie pozwoli na zwiększenie stabilności finansowej Grupy Żywiec oraz jej wypłacalności. Dodatkowo przedsiębiorstwo zostanie uodpornione na potencjalne zawirowania w polskiej gospodarce oraz na rynku browarniczym.

Podsumowanie

Dynamicznie zmieniające się warunki otoczenia przedsiębiorstwa wymagają od kadry zarządzającej ciągłego doskonalenia, pogłębiania wiedzy na temat ryzyka finansowego (metod jego ograniczania) oraz podejścia strategicznego. W procesie zarządzania ryzykiem finansowym jedną z istotnych ról odgrywa analiza wskaźnikowa, ponieważ dostarcza ona informacji o kondycji finansowej przedsiębiorstwa i wynikach jego działalności.

Przedmiotem współczesnej analizy finansowej powinna być efektywność działalności przedsiębiorstwa, płynność finansowa, rentowność kapitałów, rentowność lokat kapitałowych. Szczególnie ważne jest zoptymalizowanie struktury kapitałowej jednostki, co jest niełatwym zadaniem. Problematyka kształtowania optymalnej struktury kapitału ma złożony charakter i pomimo znacznego dorobku zarówno teoretycznego, jak i związanego z wynikami badań empirycznych nadal jest przedmiotem szeregu dyskusji. Ponadto wielu autorów próbuje dowodzić istnienia ścisłej zależności pomiędzy strukturą kapitału a wartością przedsiębiorstwa. Do tej pory nie udało się osądzić wielości tego wpływu pomimo funkcjonowania wielu modeli oraz doświadczeń z praktyki gospodarczej. Warto jednak podkreślić, że struktura kapitału ma istotny wpływ na koszty działalności przedsiębiorstwa oraz uzyskiwane korzyści finansowe.

Współczesna analiza powinna dotyczyć nie tylko wydarzeń mających miejsce w przeszłości, ale przede wszystkim konieczne jest objęcie analizą bieżącej dzia-

łalności przedsiębiorstwa w celu określenia jej przyszłego rozwoju. Odchodzi się od statycznego ujmowania zjawisk i przechodzi do ich analizowania w ujęciu dynamicznym. Taka analiza powinna uwzględniać również bliskie otoczenie jednostki, ponieważ warunki panujące na zewnątrz przedsiębiorstwa w sposób istotny wpływają na jego wyniki finansowe i możliwości rozwoju. Skuteczne zarządzanie ryzykiem finansowym to umiejętność rozpoznania i przewidywania ryzyka w szeroko rozumianym otoczeniu przedsiębiorstwa, a także usprawnień wewnętrznych procesów zarządzania ryzykiem. Efektywne zapobieganie błędom menadżerskim, które najczęściej są związane z niezauważeniem lub niedoszacowaniem ryzyka finansowego, stanowi istotny atut tworzenia silnych podmiotów gospodarczych i ich przewagi na konkurencyjnym rynku.

Bibliografia

- Golej R., Prędkiewicz K. (2015), *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Marina, Wrocław.
- Grzywacz J. (2008), *Kapitał w przedsiębiorstwie i jego struktura*, SGH, Warszawa.
- Ickiewicz J. (2004), *Pozyskanie, koszt i struktura kapitału w przedsiębiorstwach*, SGH, Warszawa.
- Kaczmarek T.T. (2008), *Ryzyko i zarządzanie ryzykiem. Ujęcie interdyscyplinarne*, Difin, Warszawa.
- Kwiecień I. (2010), *Ubezpieczenia w zarządzaniu ryzykiem w działalności gospodarczej*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.
- Rutkowski A. (2015), *Zarządzanie finansami*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Staniec I., Zawila-Niedźwiecki J. (2008), *Zarządzanie ryzykiem operacyjnym*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.

Summary

Analysis of the capital structure of the Zywiec Group in the context of financial risk management

Capital is certainly the most important determinant of business activities regardless of the size and the type of enterprise. The issue of funding source arises at the stage of business planning and organising. Business practice confirms that enterprises with an inappropriately designed capital structure are exposed to higher financial risk. Enterprises have limited impact on risks connected with the macro-environment. Businesses cannot directly affect the interest rate level on the market or exchange

rate fluctuations. However, enterprises can manage the financial risk, minimising its negative effects by appropriately adjusting the sources of finance and development. This article provides a capital structure analysis of the Żywiec Group. Capital structure analysis is part of business financial analysis and supports the process of financial risk management in an enterprise.

Keywords: capital, capital structure analysis, financial risk, financial analysis, risk management