

## Zarządzanie wartością touroperatora w warunkach kryzysu ekonomicznego

Piotr Bober\*

**Streszczenie:** W artykule przybliżono zagadnienia dotyczące zarządzania wartością przedsiębiorstwa będącego tourooperatorem w warunkach kryzysu ekonomicznego. W następnej kolejności zbadano wpływ struktury majątku i kapitału na wartość touroperatora notowanego na giełdzie papierów wartościowych.

**Słowa kluczowe:** kryzys ekonomiczny, ryzyko gospodarcze, wartość touroperatora

### Wprowadzenie

Poszukiwanie optymalnej struktury majątku niezbędnego do działalności operacyjnej oraz właściwej struktury kapitałowej jest jednym z ważniejszych problemów w zarządzaniu przedsiębiorstwem w kontekście głównego celu, jakim jest pomnażanie wartości dla właścicieli. Skuteczność podejmowanych działań w procesie zarządzania wartością przedsiębiorstwa w głównej mierze jest zależna od doświadczenia i trafności podejmowanych decyzji przez decydentów, te natomiast są obciążone określonym ryzykiem gospodarczym.

Ryzyko gospodarcze jest na stałe wpisane w funkcjonowanie każdego przedsiębiorstwa. W skrajnych przypadkach podjęte ryzyko wyraża się w upadłości przedsiębiorstwa. Przy czym warto wskazać na prawa rządzące gospodarką rynkową, które powodują, że upadłość przedsiębiorstw jest nieodłącznym elementem życia gospodarczego i stanowi narzędzie eliminacji słabych podmiotów gospodarczych (Górka 2007: 566).

Celem opracowania jest przybliżenie problematyki zarządzania wartością przedsiębiorstwa w warunkach kryzysu ekonomicznego na przykładzie touroperatora. Rozważania teoretyczne zostaną zilustrowane wynikami przeprowadzonych badań empirycznych dotyczących wpływu struktury majątku i kapitału na wartość touroperatora Rainbow Tours SA.

### 1. Kryzys ekonomiczny a ryzyko gospodarcze przedsiębiorstw branży turystycznej

Efektom kryzysu finansowego na rynku kapitałowym, jest kryzys ekonomiczny wywołany gwałtownym pogorszeniem się sytuacji finansowej przedsiębiorstw (Gołembski 2012: 9). Tylko w Polsce w 2012 r. informacje o upadłości opublikowało w Monitorze Sądowym i Gospodarczym aż 941 firm. Na podstawie analiz przeprowadzonych przez Euler Hermes

---

\* dr Piotr Bober – Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Wydział Zarządzania, al. Niepodległości 10, 61-875 Poznań, e-mail: piotr.bober@ue.poznan.pl

Collections wynika, że jest to o 28% więcej niż w 2011 r., gdy sądy ogłosiły upadłość 730 firm, a jednocześnie najwięcej upadłości firm działających w Polsce od 2004 r. Wzrost ten był większy niż w Hiszpanii (+24%), a zbliżony do poziomu greckiego (+30%). Jedynie w Portugalii skala wzrostu upadłości firm była zdecydowanie wyższa (+43%). W większości krajów europejskich liczba upadłości przedsiębiorstw w 2012 r. zmieniała się minimalnie, w tempie kilku procent (przy czym także zmniejszała się, np. w Niemczech). Warto zauważyć, że aż 273 przedsiębiorstwa, które upadły w 2012 r., to firmy budowlane (Hryniewicki 2012, dostęp 5.07.2013).

Należy zwrócić uwagę, że zachodzące niekorzystne zmiany w gospodarce mają również wpływ na branżę turystyczną. W 2010 r. usługi turystyczne w Polsce zakupiło 6,6 mln klientów, w 2011 r. tylko 5,5 mln (*Sky Club...*, dostęp 5.07.2013). Dodatkowe trudności i koszty dla obsługujących turystykę firm były spowodowane między innymi niepokojami społecznymi w krajach arabskich północnej Afryki, kryzysem i strajkami w Grecji, rosnącymi kursami walut, wzrostem cen paliw, a w ostatnim okresie bankrutem firmy lotniczej obsługującej loty czarterowe OLT Express (*Touroperatorzy. Raport 2011*). Kryzys w branży turystycznej w Polsce znajduje również potwierdzenie w liczbie 14 zgłoszonych upadłości w 2012 r. przez touroperatorów.

Wychodząc naprzeciw omawianym problemom, zarówno w Polsce, jak i na świecie podejmuje się intensywne działania mające na celu ustalenie konsekwencji zjawisk kryzysowych na funkcjonowanie rynku turystycznego. Na podstawie przeprowadzonych badań, których przedmiotem była analiza wpływu kryzysu na sprzedaż usług polskich biur podróży, Grzegorz Gołębski sformułował następujące wnioski:

1. Kryzys w Europie nie wpłynął na gwałtowne zmiany w wielkości sprzedaży biur podróży w Polsce, jednak zmiany te są widoczne i systematyczne. W dłuższym okresie mogą prowadzić do zmian w wielkości i strukturze biur podróży.
2. Zarówno zmiany wywoływane kryzysem, jak i sam kryzys mają charakter długofalowy. Kluczowa dla przetrwania przedsiębiorstw branży turystycznej będzie umiejętność trwałej obniżki kosztów i zmian strukturalnych oferowanej podaży.
3. Zmiany strukturalne oferowanej podaży muszą uwzględniać trendy w popycie wywołane zjawiskami kryzysowymi, do których należą między innymi: zmniejszenie liczby wyjazdów międzykontynentalnych i na krańce kontynentu, wzrost wyjazdów krajowych i do krajów sąsiednich oraz wzrost częstotliwości wyjazdów przy jednoczesnym skróceniu czasu ich trwania.
4. W perspektywie najbliższych lat należy się spodziewać bardzo ostrej walki konkurencyjnej oraz licznych bankructw (Gołębski, 2012: 27–28).

W kontekście prowadzonych rozważań należy stwierdzić, że kryzys ekonomiczny również istotnie zwiększa ryzyko gospodarcze ponoszone przez przedsiębiorstwa branży turystycznej. W warunkach gospodarki rynkowej ryzyko jest zjawiskiem powszechnym i każda podejmowana decyzja jest z nim w sposób bezpośredni związana. Ponadto należy pamiętać, że działanie w warunkach ryzyka jest nieodłącznym atrybutem każdej gospodarki. Obserwując zatem rozwój człowieka i jego otoczenia, można spostrzec, że ryzyko istniało zawsze i trudno poszukiwać działań, które by nie były z nim związane (Monkiewicz 2000: 17–48).

Kontynuując rozważania na temat kryzysu i jego wpływu na ryzyko dla lepszego zrozumienia omawianego zagadnienia, należy rozróżnić ryzyko systematyczne (*systemic risk*) i ryzyko specyficzne (*unsystemic risk*). Pierwsze z nich jest wynikiem działania sił zewnętrznych niepoddających się kontroli podmiotu narażonego na ryzyko. Źródłami ryzyka sys-

tematycznego są np. zmiany stopy procentowej, inflacji, przepisów podatkowych, sytuacji polityczno-ekonomicznej. Ryzyko specyficzne to natomiast część całkowitego ryzyka, która jest specyficzna dla danego podmiotu. Źródłami ryzyka specyficznego mogą być m.in. zarządzanie firmą, konkurencja, dostępność surowców, płynność, bankructwo firmy, poziom dźwigni finansowej i operacyjnej. Rozróżnienie to może być szczególnie przydatne dla skutecznego zarządzania ryzykiem w działalności touroperatora (Pritchard 2002: 1–53).

Dla prawidłowej oceny działalności przedsiębiorstw branży turystycznej istotne znaczenie ma rozróżnienie ryzyka finansowego i ryzyka niefinansowego. Pomimo że obie grupy ryzyka wpływają na wyniki finansowe podmiotu gospodarczego, przy ryzyku finansowym jest to wpływ bezpośredni, natomiast przy ryzyku niefinansowym wpływ pośredni. Badając działalność touroperatora, w szczególności można wyróżnić:

- ryzyko wynikające bezpośrednio z prowadzonej działalności organizatora turystycznego zawierające ryzyko płynności i ryzyko kredytowe;
- prawdopodobieństwo zmian wartości instrumentów rynkowych, którego szczególnymi przykładami jest ryzyko stopy procentowej i ryzyko walutowe;
- sposób zachowania się obywateli danej społeczności, zasad religii, ustroju, kultury, tradycji;
- klęski i inne wypadki żywiołowe, konflikty społeczne i czyny niedozwolone;
- ingerencję władz państwowych w poszczególnych krajach czy w skali międzynarodowej zarówno dla całej gospodarki, jak i w poszczególnych jej sektorach;
- zmianę polityki gospodarczej kraju, przepisów prawnych dotyczących np. prawa podatkowego lub dewizowego (Kaczmarek 2001: 16–41).

W kontekście powyższych rozważań można stwierdzić, że w celu skutecznego ograniczenia ryzyka gospodarczego, na jakie bywa narażone przedsiębiorstwo, konieczne jest umiejętne zarządzanie tym ryzykiem. Umiejętność podejmowania działań z odpowiednim wyprzedzeniem, mających na celu obniżenie stopnia oddziaływania ryzyka na funkcjonowanie przedsiębiorstwa pozwoli przeciwdziałać deprecjacji wartości przedsiębiorstwa.

## **2. Analiza wpływu struktury majątku i kapitału na wartość touroperatora Rainbow Tours SA**

Podstawowym warunkiem podjęcia i prowadzenia każdej działalności gospodarczej jest posiadanie majątku zarówno o odpowiedniej wielkości, jak i strukturze. Źródłem jego finansowania jest kapitał, który będąc zasobem pierwotnym, jest przekształcany za pomocą kompetencji zarządzających w inne aktywa. Ponadto kapitał jest niezbędny do transformacji zgromadzonych zasobów w dobra o wartości wyższej niż użyte do ich powstania. Ciągła transformacja z jednego stanu w drugi to warunek powstania wartości dodanej, dlatego można powiedzieć, że o wartości przedsiębiorstwa decyduje wartość zainwestowanego kapitału powiększonego o wytworzoną, w trakcie jego funkcjonowania, wartość dodaną (Zadora 2005: 10). Tak więc kapitał cechuje się zdolnością do pomnażania swojej wartości i tym samym do pomnażania wartości przedsiębiorstwa. A wzrost wartości przy akceptowanym poziomie ryzyka stanowi cel działania współczesnego przedsiębiorstwa (Wawiernia 2010: 212).

Podejmując próbę oceny wpływu struktury majątku i kapitału na wartość Spółki Rainbow Tours SA, w pierwszej kolejności dokonano niezbędnej syntetycznej analizy majątkowo-finansowej w latach 2007–2012. Wyniki obliczeń zawarto w tabelach 1 i 2.

**Tabela 1**

Wybrane wielkości aktywów i kapitałów spółki Rainbow Tours SA w latach 2007–2012 (tys. zł)

| Wyszczególnienie                               | 2007          | 2008          | 2009          | 2010          | 2011          | 2012           |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| A. Aktywa trwałe                               | 4 048         | 18 146        | 17 574        | 23 920        | 27 057        | 23 947         |
| I. Wartości niematerialne i prawne             | 1 038         | 636           | 317           | 127           | 15 752        | 14 819         |
| II. Rzeczowe aktywa trwałe                     | 1 807         | 1 859         | 1 587         | 2 464         | 7 793         | 6 248          |
| III. Należności długoterminowe                 |               |               | 7 510         | 5 850         | 3 005         | 2 160          |
| IV. Inwestycje długoterminowe                  | 1 046         | 15 434        | 8 034         | 14 936        | 396           | 396            |
| V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe   | 156           | 217           | 127           | 543           | 111           | 324            |
| B. Aktywa obrotowe                             | 41 653        | 36 175        | 38 409        | 51 607        | 66 012        | 79 425         |
| I. Zapasy                                      |               |               |               |               | 109           | 156            |
| II. Należności krótkoterminowe                 | 22 319        | 26 096        | 28 637        | 35 255        | 54 531        | 49 074         |
| III. Inwestycje krótkoterminowe                | 14 169        | 3 337         | 3 711         | 7 362         | 3 862         | 15 939         |
| IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe | 5 164         | 6 741         | 6 061         | 8 990         | 7 510         | 14 256         |
| <b>Aktywa razem</b>                            | <b>45 700</b> | <b>54 320</b> | <b>55 983</b> | <b>75 527</b> | <b>93 069</b> | <b>103 372</b> |
| A. Kapitał (fundusz) własny                    | 26 881        | 21 827        | 21 874        | 40 297        | 38 251        | 36 334         |
| I. Kapitał (fundusz) podstawowy                | 1 200         | 1 200         | 1 205         | 1 205         | 1 455         | 1 455          |
| II. Udziały (akcje) własne                     |               |               |               |               | -243          | -243           |
| III. Kapitał (fundusz) zapasowy                | 20 761        | 25 681        | 25 681        | 25 654        | 33 028        | 32 969         |
| IV. Kapitał z aktualizacji wyceny              |               |               |               |               |               | -555           |
| V. Pozostałe kapitały rezerwowe                |               | 5             |               | 15 971        |               |                |
| VI. Zysk (strata) z lat ubiegłych              | 29            |               | -5 059        | -7 168        | 1 628         | -110           |
| VII. Zysk (strata) netto                       | 4 891         | -5 059        | 47            | 4 635         | 2 383         | 2 818          |
| B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania      | 18 820        | 32 493        | 34 109        | 35 230        | 54 818        | 67 038         |
| I. Rezerwy na zobowiązania                     | 400           | 902           | 551           | 631           | 136           | 88             |
| II. Zobowiązania długoterminowe                | 164           | 69            |               |               |               |                |
| III. Zobowiązania krótkoterminowe              | 5 732         | 15 401        | 21 526        | 18 485        | 42 871        | 50 946         |
| IV. Rozliczenia międzyokresowe                 | 12 524        | 16 121        | 12 031        | 16 114        | 11 811        | 16 004         |
| <b>Pasywa razem</b>                            | <b>45 700</b> | <b>54 320</b> | <b>55 983</b> | <b>75 527</b> | <b>93 069</b> | <b>103 372</b> |

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych spółki.

**Tabela 2**

Struktura aktywów i kapitałów spółki Rainbow Tours SA w latach 2007–2012 (%)

| Wyszczególnienie                   | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|------------------------------------|------|------|------|------|------|------|
| 1                                  | 2    | 3    | 4    | 5    | 6    | 7    |
| A. Aktywa trwałe                   | 8,9  | 33,4 | 31,4 | 31,7 | 29,1 | 23,2 |
| I. Wartości niematerialne i prawne | 2,3  | 1,2  | 0,6  | 0,2  | 16,9 | 14,3 |
| II. Rzeczowe aktywa trwałe         | 4,0  | 3,4  | 2,8  | 3,3  | 8,4  | 6,0  |
| III. Należności długoterminowe     |      |      | 13,4 | 7,7  | 3,2  | 2,1  |
| IV. Inwestycje długoterminowe      | 2,3  | 28,4 | 14,4 | 19,8 | 0,4  | 0,4  |

| 1  | 2            | 3            | 4            | 5            | 6            | 7            |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe     | 0,3          | 0,4          | 0,2          | 0,7          | 0,1          | 0,3          |
| <b>B. Aktywa obrotowe</b>                        | <b>91,1</b>  | <b>66,6</b>  | <b>68,6</b>  | <b>68,3</b>  | <b>70,9</b>  | <b>76,8</b>  |
| I. Zapasy  |              |              |              |              | 0,1          | 0,2          |
| II. Należności krótkoterminowe                   | 48,8         | 48,0         | 51,2         | 46,7         | 58,6         | 47,5         |
| III. Inwestycje krótkoterminowe                  | 31,0         | 6,1          | 6,6          | 9,7          | 4,1          | 15,4         |
| IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe   | 11,3         | 12,4         | 10,8         | 11,9         | 8,1          | 13,8         |
| <b>Aktywa razem</b>                              | <b>100,0</b> | <b>100,0</b> | <b>100,0</b> | <b>100,0</b> | <b>100,0</b> | <b>100,0</b> |
| A. Kapitał (fundusz) własny                      | 58,8         | 40,2         | 39,1         | 53,4         | 41,1         | 35,1         |
| I. Kapitał (fundusz) podstawowy                  | 2,6          | 2,2          | 2,2          | 1,6          | 1,6          | 1,4          |
| II. Udziały (akcje) własne                       |              |              |              |              | 0            | 0            |
| III. Kapitał (fundusz) zapasowy                  | 45,4         | 47,3         | 45,9         | 34,0         | 35,5         | 31,9         |
| IV. Kapitał z aktualizacji wyceny                |              |              |              |              |              | 0,5          |
| V. Pozostałe kapitały rezerwowe                  |              | 0,0          |              | 21,1         |              |              |
| VI. Zysk (strata) z lat ubiegłych                | 0,1          |              | 9            | 9            | 1,7          | 0            |
| VII. Zysk (strata) netto                         | 10,7         | 9            | 0,1          | 6,1          | 2,6          | 2,7          |
| <b>B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b> | <b>41,2</b>  | <b>59,8</b>  | <b>60,9</b>  | <b>46,6</b>  | <b>58,9</b>  | <b>64,9</b>  |
| I. Rezerwy na zobowiązania                       | 0,9          | 1,7          | 1,0          | 0,8          | 0,1          | 0,1          |
| II. Zobowiązania długoterminowe                  | 0,4          | 0,1          |              |              |              |              |
| III. Zobowiązania krótkoterminowe                | 12,5         | 28,4         | 38,5         | 24,5         | 46,1         | 49,3         |
| IV. Rozliczenia międzyokresowe                   | 27,4         | 29,7         | 21,5         | 21,3         | 12,7         | 15,5         |
| <b>Pasywa razem</b>                              | <b>100,0</b> | <b>100,0</b> | <b>100,0</b> | <b>100,0</b> | <b>100,0</b> | <b>100,0</b> |

Źródło: obliczenia własne na podstawie tabeli 1.

Na podstawie przeprowadzonych obliczeń, których wyniki zawarto w tabelach 1 i 2, można zauważyć, że w badanym okresie suma bilansowa spółki wzrosła z 45 700 tys. zł w 2007 r. do 103 372 tys. zł na koniec 2012 r. W aktywach spółki przeważały aktywa obrotowe, które w całym badanym okresie kształtowały się na poziomie ponad 66,6% sumy bilansowej. Wartość aktywów trwałych w badanym okresie wykazywała stały trend rosnący i kształtowała się w przedziale 4048 tys. zł na koniec 2007 do 23 947 tys. zł na koniec 2012 r. Przy czym udział majątku trwałego w majątku ogółem charakteryzował się stałym trendem malejącym, było to spowodowane szybszym tempem wzrostu majątku obrotowego niż majątku trwałego. Największy udział w aktywach trwałych spółki w ostatnim roku badanego okresu mały wartości niematerialne i prawne, natomiast drugą co do wielkości grupą składników majątku trwałego były rzeczowe aktywa trwałe. W aktywach obrotowych dominowały należności krótkoterminowe, które w całym badanym okresie stanowiły blisko 50% aktywów ogółem. Drugą pod względem wielkości pozycją aktywów obrotowych były krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe, które w badanym okresie kształtowały się na poziomie powyżej 11%. Wyjątkiem był rok 2011, kiedy udział tej pozycji przyjmował wielkość 8,1%. Należy zauważyć, że zarówno struktura majątku trwałego, jak i obrotowego oraz zaobserwowane zmiany są charakterystyczne dla przedsiębiorstwa prowadzącego działalność w przedmiocie organizatora turystyki zwiększającego swój udział w rynku.

Analizując wielkość i strukturę pasywów spółki, można stwierdzić, że w badanym okresie przeważały kapitały obce i ich wartość charakteryzowała się stałym trendem rosnącym, przyjmując w ostatnim z badanych lat wartość na poziomie 67 038 tys. zł. W konsekwencji zobowiązania i rezerwy na zobowiązania stanowiły ponad 58,9% sumy bilansowej. Wyjątek stanowiły lata 2007 i 2010, kiedy wielkość wskaźników struktury kształtowała się odpowiednio 41,2% i 46,6%. Analizując natomiast wartość kapitału własnego, należy wskazać, że nastąpił wzrost wartości kapitału podstawowego z 1200 tys. zł w 2007 r. do 1455 na koniec 2012 r. W badanym okresie można również zaobserwować istotny wzrost wartości kapitału zapasowego z 20 761 do 32 969 na koniec 2012 r. Badając strukturę zobowiązań i rezerw na zobowiązania, można zaobserwować, że zdecydowanie przeważały zobowiązania krótkoterminowe, których udział w pasywach ogółem charakteryzował się tendencją rosnącą i kształtował się w przedziale od 12,5% na koniec 2007 r. do 49,3% w ostatnim badanym roku. Drugą co do wielkości pozycją były rozliczenia międzyokresowe kształtujące się w badanych latach w przedziale od 12,7% do 27,4%.

W następnej kolejności dokonano syntetycznej analizy wskaźnikowej dotyczącej elastyczności majątku, płynności, sprawności działania, rentowności oraz zadłużenia. Wyniki obliczeń zawarto w tabeli 3.

**Tabela 3**

Wybrane wskaźniki finansowe spółki Rainbow Tours SA w latach 2007–2012

| Wyszczególnienie                               | 2007  | 2008  | 2009 | 2010  | 2011 | 2012 |
|--|-------|-------|------|-------|------|------|
| Wskaźnik struktury (elastyczności) aktywów (%) | 9,7   | 50,2  | 45,8 | 46,4  | 41,0 | 30,2 |
| Wskaźnik struktury pasywów (%)                 | 142,8 | 67,2  | 64,1 | 114,4 | 69,8 | 54,2 |
| Płynność bieżąca                               | 2,28  | 1,15  | 1,14 | 1,49  | 1,21 | 1,19 |
| Płynność szybka                                | 2,28  | 1,15  | 1,14 | 1,49  | 1,21 | 1,18 |
| Płynność gotówkowa                             | 0,78  | 0,11  | 0,11 | 0,21  | 0,07 | 0,24 |
| Cykl należności w dniach                       | 50    | 38    | 38   | 42    | 45   | 29   |
| Cykl zobowiązań w dniach                       | 13    | 22    | 28   | 22    | 36   | 31   |
| Rentowność sprzedaży netto (%)                 | 3,0   | -2,0  | 0,0  | 1,5   | 0,6  | 0,5  |
| Rentowność majątku (%)                         | 10,7  | -9,3  | 0,1  | 6,1   | 2,6  | 2,7  |
| Rentowność kapitału własnego (%)               | 18,2  | -23,2 | 0,2  | 11,5  | 6,4  | 7,7  |
| Zadłużenie ogółem                              | 0,41  | 0,60  | 0,61 | 0,47  | 0,59 | 0,65 |
| Zadłużenie kapitału własnego                   | 0,70  | 1,49  | 1,56 | 0,87  | 1,43 | 1,85 |

Źródło: obliczenia własne na podstawie tabeli 1 i 2.

W pierwszej kolejności zostały omówione wskaźniki elastyczności majątku jako iloraz wartości aktywów trwałych do wartości aktywów obrotowych oraz struktury kapitałów jako ilorazu wartości kapitału własnego do wartości zobowiązań i rezerw na zobowiązania. Pierwsze z wymienionych charakteryzują się stałym trendem malejącym, co potwierdza wcześniejsze wnioski z przeprowadzonej analizy struktury aktywów oraz świadczy o wroście elastyczności majątku spółki w badanym okresie. Natomiast wskaźnik struktury kapitałów przyjmuje wartości zróżnicowane w przedziale od 54,2 w 2012 r. do 142,8 w 2007 r. Zaobserwowane wartości wskazują na wzrost udziału zewnętrznych źródeł finansowania w pasywach spółki. Należy zauważyć, że zbyt wysoki poziom finansowania

działalności kapitałami obcymi podnosi rentowność, jednakże jednocześnie prowadzi do wzrostu ryzyka niewypłacalności.

W następnej kolejności obliczono wskaźniki płynności finansowej. Na podstawie uzyskanych wyników można stwierdzić, że spółka zachowywała płynność finansową w całym badanym okresie. Pomimo że wszystkie wskaźniki płynności charakteryzowały się stałym trendem malejącym, zarówno wskaźnik płynności bieżącej, jak i płynności szybkiej przyjmował wartości powyżej 1. Oliczone dla spółki Rainbow Tours SA wskaźniki sprawności działania przyjmowały pożądane zmiany w ich wartościach. Pierwszy z obliczonych wskaźników – wskaźnik inkasa należności – charakteryzował się dużym zróżnicowaniem i kształtował w przedziale od 29 dni w ostatnim roku badanego okresu do 50 dni w 2007 r. Drugi ze wskaźników – przeciętny okres regulowania zobowiązań – charakteryzuje się tendencją rosnącą i kształtował się w przedziale od 13 dni w 2007 r. do 36 dni w 2011 r.

Analizując wskaźniki rentowności obliczone dla badanej spółki, można zaobserwować ich malejący trend oraz znaczne zróżnicowanie ich wartości. Rentowność sprzedaży netto kształtuje się w przedziale od 3% w 2007 r. do 0,5% w 2012 r. Ujemne wartości w związku z osiągniętą stratą można zaobserwować w 2008 r.

Ostatnia grupa obliczonych wskaźników to wskaźniki zadłużenia, które pokrywają się częściowo ze wskaźnikami wspomagania finansowego i charakteryzują stopień zasilenia majątku podmiotu ze źródeł wewnętrznych i zewnętrznych, a więc kapitałów własnych i obcych. Wskaźniki zadłużenia obliczone dla spółki Rainbow Tours SA wskazują na znaczne zadłużenie spółki ze stałą tendencją rosnącą. Wskaźnik zadłużenia ogólnego zawiera się w przedziale od 0,41 do 0,65 w ostatnim roku badanego okresu. Natomiast wskaźnik zadłużenia kapitału własnego w analogicznym okresie zawierał się w przedziale od 0,7 do 1,85.

W następnej kolejności przeprowadzono badanie wpływu struktury majątku i kapitału na wartość touroperatora. Warto wskazać, że dotychczasowy kilkudziesięcioletni dorobek literaturowy oraz wyniki badań empirycznych nie pozwoliły na skonstruowanie uniwersalnej optymalnej struktury majątkowej i kapitałowej ani choćby przybliżonego modelu do jej konstruowania. Wzajemne zależności zachodzące pomiędzy wartościami i kosztami poszczególnych składników kapitału utrudniają wybór właściwych źródeł finansowania majątku. Oszczędności z zastosowania tańszego źródła kapitału mogą być pozorne, gdyż wybór jakiegokolwiek źródła pociąga za sobą zmiany kosztów pozostałych składników. Zatem ostateczny bilans nie musi być wcale najbardziej korzystny w przypadku zastosowania najtańszego źródła. W przeciwnym razie zarządzanie finansami po stronie pasywów ograniczałoby się do finansowania najtańszym dostępnym źródłem. Tak jednak nie jest i finansowanie indywidualnie najtańszymi źródłami może nie być optymalne ze względu na minimalizację kosztu całego kapitału (Wilimowska, Leviński vel Iwański 2009: 518).

Koszt kapitału finansującego niezbędne aktywa operacyjne netto, których wykorzystanie umożliwi osiągnięcie zakładanego celu działania, jest wyznaczany przez średni ważony koszt kapitału. Wysokość tej stopy decyduje z jednej strony o koszcie pozyskiwania środków, z drugiej natomiast o opłacalności prowadzonej działalności. Dlatego realizowana stopa zwrotu wobec wierzycieli nie musi być taka sama jak stopa zwrotu dla właścicieli. Co więcej, powinna rosnąć. I tak się dzieje w przypadku wystąpienia efektu dźwigni finansowej. Wartość przedsiębiorstwa rośnie wraz ze wzrostem zadłużenia do momentu, w którym korzyści podatkowe równoważą koszty trudności finansowych związanych z ryzykiem niewypłacalności i ryzykiem spadku wiarygodności. Wykorzystanie kapitałów obcych prowadzi do

ukształtowania się odpowiedniej relacji między korzyściami podatkowymi a trudnościami finansowymi, z ograniczeniem możliwości wywiązania się z zobowiązań wobec pożyczkodawców (Wawiernia 2010: 212).

W celu badania wpływu struktury majątku i kapitału na wartość touperatora Rainbow Tours SA wykorzystano wskaźnik dynamiki struktury majątku, wskaźnik dynamiki struktury kapitałów oraz dla wyznaczenia wartości rynkowej przedsiębiorstwa wybrano miernik rynkowej wartości dodanej MVA. Pierwsze dwa z wymienionych wskaźników obliczono na podstawie wyników analiz zawartych w tabeli 3, natomiast rynkową wartość dodaną obliczono według wzoru:

$$MVA = MV - K$$

gdzie:

MVA – rynkowa wartość dodana,

MV – wartość rynkowa kapitału własnego (bieżący kurs akcji x całkowita liczba akcji),

K – wartość bilansowa zainwestowanego kapitału (kapitał zakładowy).

Wyniki obliczeń dynamiki wskaźników struktury majątku, kapitałów oraz rynkowej wartości dodanej MVA Rainbow Tours SA zawarto w tabeli 4.

**Tabela 4**

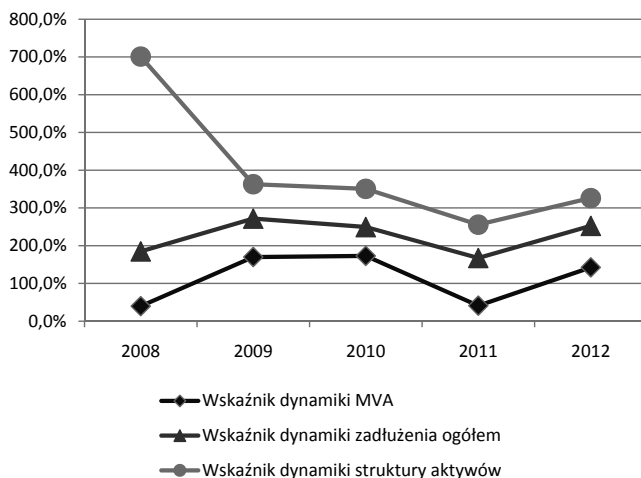
Dynamika wskaźników struktury majątku, kapitałów oraz rynkowej wartości dodanej MVA Rainbow Tours SA w latach 2008–2012

| Wyszczególnienie                        | 2008   | 2009   | 2010    | 2011   | 2012   |
|---|--------|--------|---------|--------|--------|
| MVA                                     | 34 200 | 58 091 | 100 393 | 41 182 | 58 645 |
| Wskaźnik dynamiki MVA (%)               | 39,6   | 169,9  | 172,8   | 41,0   | 142,4  |
| Wskaźnik dynamiki struktury majątku (%) | 516,2  | 91,2   | 101,3   | 88,4   | 73,6   |
| Wskaźnik dynamiki zadłużenia ogółem (%) | 145,3  | 101,9  | 76,6    | 126,3  | 110,1  |

Źródło: obliczenia własne na podstawie tabeli 1 i 3.

Na podstawie przeprowadzonej analizy można stwierdzić, że w badanej spółce istnieje silny związek między zmianami zachodzącymi w strukturze majątku i kapitałów a jej wartością. W badanym okresie zarówno wskaźnik elastyczności (struktury) majątku, jak i wskaźnik zadłużenia charakteryzowały się dużą zmiennością, co znajdowało odzwierciedlenie w zmianie wartości touperatora Rainbow Tours SA. Omawianą współzależność między zmianami elastyczności majątku, stopnia wykorzystywania długu a wyceną rynkową graficznie przedstawiono na wykresie 1.





**Wykres 1.** Zależność między wskaźnikami dynamiki struktury aktywów, dynamiki zadłużenia ogółem a wyceną rynkową MVA,

Źródło: obliczenia własne na podstawie tabeli 4.

## Podsumowanie

Rozważania zawarte w niniejszym opracowaniu dotyczyły zarządzania wartością touroperatora w warunkach kryzysu ekonomicznego. W prowadzonych rozważaniach zwrócono uwagę na istotny czynnik w zarządzaniu wartością touroperatora, jakim jest wzrost ryzyka gospodarczego w warunkach kryzysu ekonomicznego. Zawarte w opracowaniu rozważania pozwoliły na określenie związku między strukturą majątku i kapitału na wartość touroperatora Rainbow Tours SA w latach 2007–2012.

Konkludując, można stwierdzić, że pomnażanie wartości dla akcjonariuszy może być realizowane zarówno przez optymalizację struktury majątkowej, jak i spółki kapitałowej, którą można osiągnąć w procesie dynamicznego dopasowywania jej do określonej wielkości wskaźnika zadłużenia (Wilimowska, Leviński vel Iwański 2009: 528).

## Literatura

- Gołębski G. (2012), *Kryzys ekonomiczny i jego wpływ na podaż usług turystycznych w Polsce*, w: *Współczesne wyzwania dla gospodarki turystycznej*, red. M. Bednarska, G. Gołębski, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań.
- Górka K. (2007), *Rola postępowania upadłościowego w restrukturyzacji finansowej przedsiębiorstw*, w: *Potencjał restrukturyzacji w warunkach globalizacji i nowej gospodarki*, Katedra Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków.
- Hryniewicki M. (2012), *Kłopoty z płynnością może mieć każda firma*, biznes.meble.pl, luty.
- Kaczmarek T. (2001), *Zarządzanie ryzykiem w przedsiębiorstwie eksportującym*, ODiDK, Gdańsk.
- Monkiewicz I, (red.) (2002), *Podstawy ubezpieczeń*, Poltext, Warszawa.
- Pritchard C. (2002), *Zarządzanie ryzykiem w projektach*, WIG-Press, Warszawa.

*Sky Club nie będzie ostatni. Może upaść więcej biur podróży*, [www.wiadomosciturystyczne.pl/files/touoperatorzy\\_lekki%285%29.pdf](http://www.wiadomosciturystyczne.pl/files/touoperatorzy_lekki%285%29.pdf).

*Touoperatorzy. Raport 2011* (2011), „Wiadomości Turystyczne”. Wydanie specjalne, 16 czerwca.

Wawiernia A. (2010), *Wartość przedsiębiorstwa a ryzyko*, w: *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa w warunkach kryzysu*, red. E. Urbańczyk, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.

Wilimowska Z., Leviński vel Iwański S. (2009), *Badanie wpływu struktury finansowej na wartość spółki*, w: *Zarządzanie finansami. Aktualne wyzwania teorii i praktyki*, red. D. Zarzecki, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.

Zadora H. (2005), *Wycena przedsiębiorstw w teorii i praktyce*, SKwP, Warszawa.

### VALUE BASED MANAGEMENT TOUR OPERATORS IN THE TERMS ECONOMIC CRISIS

**Abstract:** The aim of this paper is to approximate the issues about management of value, tour operators which exist at a time of the economic crisis. In the next step, analyzed the effect of the structure of assets and capital on the value of the tour operator listed on the stock exchange.

**Keywords:** economic crisis, economic risk, value of the tour operator

**Translated by** Piotr Bober