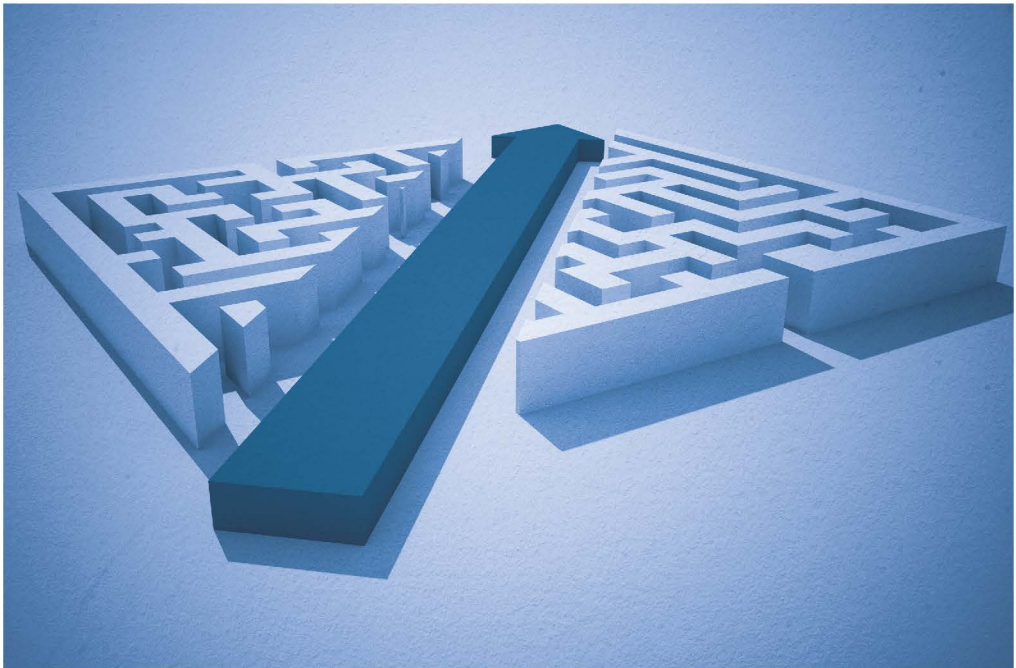


Finanse

Taktyki i strategie zarządzania kapitałem obrotowym w finansowaniu przedsiębiorstw

Tomasz Szemraj
Agnieszka Czajkowska



**Taktyki i strategie zarządzania
kapitałem obrotowym
w finansowaniu przedsiębiorstw**



WYDAWNICTWO
UNIWERSYTETU
ŁÓDZKIEGO

Finanse

Taktyki i strategie zarządzania kapitałem obrotowym w finansowaniu przedsiębiorstw

Tomasz Szemraj
Agnieszka Czajkowska

Tomasz Szemraj – Centrum Bankowości Korporacyjnej w Łodzi
ING Bank Śląski, 90-033 Łódź, ul. Kopcińskiego 73/75

Agnieszka Czajkowska – Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny
Instytut Finansów, Katedra Finansów Korporacji
90-214 Łódź, ul. Rewolucji 1905 r. nr 39

RECENZENT

Mirosław Wypych

REDAKTOR INICJUJĄCY

Beata Koźniewska

REDAKCJA JĘZYKOWA I TECHNICZNA

Monika Wolska-Bryl

SKŁAD I ŁAMANIE

Monika Wolska-Bryl

KOREKTA TECHNICZNA

Anna Sorita

PROJEKT OKŁADKI

Agencja Reklamowa Efectoro

Zdjęcie wykorzystane na okładce: © Depositphotos.com/Wavebreakmedia

Wydrukowano z gotowych materiałów dostarczonych do Wydawnictwa UŁ

© Copyright by Tomasz Szemraj, Agnieszka Czajkowska, Łódź 2020

© Copyright for this edition by Uniwersytet Łódzki, Łódź 2020

Wydane przez Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego

Wydanie I. W.09554.19.0.K

Ark. druk. 14,625

ISBN 978-83-8220-022-5

e-ISBN 978-83-8220-023-2

<https://doi.org/10.18778/8220-022-5>

Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego

90-131 Łódź, ul. Lindleya 8

www.wydawnictwo.uni.lodz.pl

e-mail: ksiegarnia@uni.lodz.pl

tel. (42) 665 58 63

Spis treści

Wykaz skrótów	9
Wstęp	11
Rozdział 1	
Finansowanie przedsiębiorstw – aspekty teoretyczne	15
1.1. Istota i rodzaje finansowania przedsiębiorstw	15
1.1.1. Proces inwestowania kapitału w przedsiębiorstwach	15
1.1.2. Źródła i formy finansowania przedsiębiorstw	17
1.2. Ustalenie struktury finansowania jako problem decyzyjny	26
1.2.1. Struktura kapitałowa na tle struktury finansowania	26
1.2.2. Finansowe cele przedsiębiorstw	28
1.2.3. Strategia i polityka finansowa przedsiębiorstw	31
1.3. Teorie struktury kapitału jako rekomendacje dla polityki finansowania przedsiębiorstw	34
1.3.1. Systematyka teorii struktury kapitału	34
1.3.2. Charakterystyka wybranych teorii struktury kapitału	35
1.3.3. Determinanty realizacji polityki finansowania w świetle teorii struktury kapitału	41
Rozdział 2	
Znaczenie kapitału obrotowego w funkcjonowaniu przedsiębiorstw	49
2.1. Reguły finansowania przedsiębiorstw	49
2.2. Finansowanie aktywów obrotowych przedsiębiorstw	54
2.2.1. Aktywa obrotowe jako składnik majątku	54
2.2.2. Źródła finansowania aktywów obrotowych	63
2.3. Kapitał obrotowy jako element polityki finansowania	66
2.3.1. Sposoby określania kapitału obrotowego	66
2.3.2. Poziom i struktura kapitału obrotowego	68
2.3.3. Warunki skutecznego zarządzania kapitałem obrotowym	73
2.3.4. Określenie zapotrzebowania na kapitał obrotowy	79

Rozdział 3

Taktyki i strategie zarządzania kapitałem obrotowym przedsiębiorstw 87

3.1. Systematyzacja strategii zarządzania kapitałem obrotowym	87
3.1.1. Istota i cel tworzenia strategii zarządzania kapitałem obrotowym	87
3.1.2. Umiejscowienie i struktura strategii zarządzania kapitałem obrotowym w procesie zarządzania finansami przedsiębiorstw	88
3.1.3. Główne sposoby strategicznego zarządzania kapitałem obrotowym	90
3.1.4. Rodzaje strategii zarządzania kapitałem obrotowym	92
3.2. Metodyka identyfikacji taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym	106
3.2.1. Metodyka identyfikacji taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym według kryterium wypłacalności	108
3.2.2. Ustalanie taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym według zapotrzebowania na kapitał obrotowy	108
3.2.2.1. Rozpoznawanie taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym według potrzeb operacyjnych i pieniężnych	109
3.2.2.2. Metodyka identyfikacji taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym a potrzeby kapitałowe wynikające z prowadzonej działalności operacyjnej	110
3.2.2.3. Metodyka identyfikacji taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym a potrzeby kapitałowe wynikające z realizowanej sprzedaży	113
3.3. Determinanty wyboru i realizacji taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym	114
3.4. Taktyki i strategie zarządzania kapitałem obrotowym jako sygnalizator zagrożenia bankructwem	120

Rozdział 4

Statystyczna analiza taktyk i strategii kapitału obrotowego przedsiębiorstw 123

4.1. Zarządzanie kapitałem obrotowym w spółkach notowanych na GPW – charakterystyka badań	123
4.2. Taktyki, strategie oraz struktura kapitału obrotowego	126
4.2.1. Identyfikacja taktyk zarządzania kapitałem obrotowym	126
4.2.2. Identyfikacja strategii zarządzania kapitałem obrotowym	131
4.2.3. Struktura aktywów przedsiębiorstw a zarządzanie kapitałem obrotowym w układzie branżowym	140
4.2.4. Struktura kapitałowa przedsiębiorstw a zarządzanie kapitałem obrotowym w układzie branżowym	147
4.2.5. Rotacja majątku i zobowiązań przedsiębiorstw a zarządzanie kapitałem obrotowym	151

4.3. Zarządzanie kapitałem obrotowym w kontekście płynności	155
4.3.1. Symptomy utraty płynności przedsiębiorstw a sterowanie kapitałem obrotowym	155
4.3.1.1. Symptomy utraty płynności a zarządzanie kapitałem obrotowym według kryterium wypłacalności	164
4.3.1.2. Symptomy utraty płynności a zarządzanie kapitałem obrotowym według kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy z perspektywy potrzeb operacyjnych i pieniężnych	165
4.3.1.3. Symptomy utraty płynności a zarządzanie kapitałem obrotowym według kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy z perspektywy prowadzonej działalności operacyjnej	167
4.3.1.4. Symptomy utraty płynności a zarządzanie kapitałem obrotowym według kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy z perspektywy realizowanej sprzedaży	168
4.3.2. Płynność przedsiębiorstw w świetle modeli dyskryminacyjnych a operowanie kapitałem obrotowym	169
4.4. Zarządzanie kapitałem obrotowym względem miar rozwojowych przedsiębiorstw	181
4.5. Analiza wybranych determinant kapitału obrotowego	201
4.5.1. Ocena wydatków inwestycyjnych w kontekście zarządzania kapitałem obrotowym	203
4.5.2. Dywidendy na tle zarządzania kapitałem obrotowym	204
4.5.3. Wpływ wahań na rynku walutowym na operowanie kapitałem obrotowym	205
4.5.4. Zmiany w zarządach i akcjonariacie a zarządzanie kapitałem obrotowym spółek	207
4.6. Zarządzanie kapitałem obrotowym w świetle realizacji głównych celów finansowych spółek	209
Zakończenie	213
Bibliografia	217
Spis tabel, wykresów, schematów	231

Wykaz skrótów

ASZKO	– agresywna strategia zarządzania kapitałem obrotowym
ATZKO	– agresywna taktyka zarządzania kapitałem obrotowym
COG	– cykl obrotu gotówki
CRNAL	– cykl rotacji należności
CRZAP	– cykl rotacji zapasów
CRZOB	– cykl rotacji zobowiązań
KON	– kapitał obrotowy netto
l.p.	– liczba punktów
ŁLP	– łączna liczba przedsiębiorstw
MLTWNWRB	– mediana liczby testów wskazujących na wysokie ryzyko bankructwa
MWD	– mediana wskaźników deficytowości
NOMR	– negatywna ocena miar rozwojowych
NZB	– niskie zagrożenie bankructwem
OKON	– operacyjny kapitał obrotowy
PZT	– potwierdzenie związku testem
SA	– strategia agresywna
SBUD	– sektor budowlany
SCHF	– sektor chemiczno-farmaceutyczny
SE	– sektor elektromaszynowy
SMB	– sektor materiałów budowlanych
SMET	– sektor metalowy
SMOT	– sektor motoryzacyjny
SMT	– sektor medialno-telekomunikacyjny
SO	– sektor odzieżowy
SPN	– saldo płynności netto
SPW	– sektor poszukiwawczo-wydobywczy
SSPOŻ	– sektor spożywczy
SU	– strategia umiarkowana
SUP	– symptomy utraty płynności
SWPTSZ	– sektor wyrobów papierniczych i tworzyw sztucznych
SZ	– strategia zachowawcza
SZKO	– strategia zarządzania kapitałem obrotowym
ŚLTWNWRB	– średnia liczba testów wskazujących na wysokie ryzyko bankructwa
ŚLWD	– średnia liczba wskaźników deficytowości
ŚWS	– średnia w sektorze
TA	– taktyka agresywna
TU	– taktyka umiarkowana

10 Wykaz skrótów

TZ	– taktyka zachowawcza
TZKO	– taktyka zarządzania kapitałem obrotowym
UAOWAOG	– udział aktywów obrotowych w aktywach ogółem
UKSWPO	– udział kapitału stałego w pasywach ogółem
UKWWPO	– udział kapitału własnego w pasywach ogółem
UNWAO	– udział należności w aktywach obrotowych
UPZWD	– udział przedsiębiorstw ze wskaźnikami deficytowości
USZKO	– umiarkowana strategia zarządzania kapitałem obrotowym
UŚPWAO	– udział środków pieniężnych w aktywach obrotowych
UTZKO	– umiarkowana taktyka zarządzania kapitałem obrotowym
UZB	– umiarkowane zagrożenie bankructwem
UZKWZO	– udział zobowiązań krótkoterminowych w zobowiązaniach ogółem
UZWAO	– udział zapasów w aktywach obrotowych
WT	– wartość testu
WWKR	– wartość współczynnika korelacji rang
WZB	– wysokie zagrożenie bankructwem
ZSZKO	– zachowawcza strategia zarządzania kapitałem obrotowym
ZTZKO	– zachowawcza taktyka zarządzania kapitałem obrotowym

Wstęp

Wiele badań dowodzi, że generowany zysk netto nie jest najważniejszym kryterium efektywności działalności przedsiębiorstw. Zdarza się, że upadające podmioty są rentowne. Ze względu na fakt, że bankructwa przedsiębiorstw przekładają się na tempo realizowanego wzrostu gospodarczego, a tym samym na dobrobyt społeczeństwa, przedmiotem szczególnych zainteresowań ekonomistów jest umiejętność przetrwania instytucji gospodarczych w zmieniających się uwarunkowaniach rynkowych. Jednym z fundamentów egzystencji podmiotów gospodarczych jest utrzymywanie płynności finansowej, która jest pojmowana jako zdolność do regulowania zobowiązań w chwili, gdy stają się one wymagalne. Kluczem do tego jest z kolei podejmowanie właściwych decyzji z zakresu kształtowania poziomu i struktury kapitału obrotowego, które odnoszą się zarówno do ustalania wielkości aktywów obrotowych, jak i do wyznaczania ich źródeł finansowania.

Właściwe zarządzanie kapitałem obrotowym jest uwarunkowane przez wiele czynników, w tym przez umiejętność odpowiedniego planowania działań wpływających na strukturę kapitałowo-majątkową przedsiębiorstw w krótkim okresie. Przeprowadzane dotychczas badania na przykładzie polskich przedsiębiorstw nie wskazują jednoznacznej metody identyfikacji taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym.

Głównym problemem badawczym jest brak przełożenia identyfikatorów metod zarządzania kapitałem obrotowym na ocenę końcową taktyk oraz strategii sterowania nim. W wyniku tego, często określa się sposoby zarządzania kapitałem pracującym, które opierają się na niewielkiej liczbie miar identyfikujących, zorientowanych na ocenę zarządzania kapitałem obrotowym tylko z jednej perspektywy, przypisując stosunkowo niewielkie znaczenie analizie zapotrzebowania na kapitał obrotowy. W konsekwencji, dotychczasowe próby umiejscowienia zarządzania kapitałem obrotowym w procesie finansowania przedsiębiorstw i jego przełożenia na utrzymywanie płynności finansowej nie były kompleksowe. Stanowiło to główną przesłankę podjęcia tematyki w niniejszej monografii.

W opracowaniu przedstawiono autorską propozycję metodyki, która umożliwiłaby kompleksową identyfikację taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym z wykorzystaniem różnych perspektyw, w tym odnoszących się do kwestii zapotrzebowania na kapitał obrotowy. W monografii podjęto też próbę analizy taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym w wybranych sektorach, co zwiększa przydatność aplikacyjną opracowania.

Głównym celem monografii jest identyfikacja i ocena taktyk oraz strategii zarządzania kapitałem obrotowym oraz czynników na nie wpływających w kontekście finansowania i zapotrzebowania kapitałowego przedsiębiorstw.

Realizacji celu głównego podporządkowane są cele szczegółowe:

C1: opracowanie autorskiej metodyki umożliwiającej kompleksową ocenę taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym na podstawie uprzedniej systematyzacji zagadnień związanych z tematyką kapitału obrotowego,

C2: charakterystyka taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym przedsiębiorstw,

C3: identyfikacja determinant oraz elementów struktury kapitału obrotowego najsilniej wpływających na rodzaje prowadzonych taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym,

C4: ocena zarządzania kapitałem obrotowym na tle płynności, wypłacalności oraz miar rozwojowych przedsiębiorstw.

Rezultaty ocen i analiz powinny pozwolić na realizację **celu praktycznego**, którym jest zbadanie wpływu zarządzania kapitałem obrotowym na wyniki osiągnięte przez przedsiębiorstwa w podstawowych obszarach ich funkcjonowania i wyciągnięcie wniosków oraz rekomendacji zarówno dla menedżerów, jak i otoczenia zewnętrznego.

Biorąc pod uwagę cele monografii oraz uzasadnienie podjęcia takiego tematu, sformułowano następującą **hipotezę badawczą**: Realizacja taktyki i strategii zarządzania kapitałem obrotowym wpływa istotnie na osiągnięte przez nie miary rozwojowe i ekspozycję na ryzyko utraty płynności finansowej.

Ponadto weryfikacji poddano następujące **hipotezy szczegółowe**:

H1: systematyzacja problematyki kapitału obrotowego stanowi podstawę do wyznaczenia odpowiedniej metodyki identyfikacji taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym,

H2: w poszczególnych sektorach możliwe jest wyróżnienie dominujących taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym,

H3: możliwe jest wyodrębnienie determinant i elementów struktury kapitału obrotowego, które najsilniej wpływają na taktykę i strategie zarządzania nim,

H4: analiza taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym umożliwia wcześniejszą identyfikację oznak zagrożenia utraty płynności niż w przypadku oceny płynności i wypłacalności przedsiębiorstw na podstawie symptomów utraty płynności i negatywnych wskazań testów dyskryminacyjnych.

Na osiągnięcie celów oraz weryfikację poszczególnych hipotez ukierunkowana jest struktura monografii, która składa się z czterech rozdziałów. Rozdział 1 stanowi rozprawa teoretyczna na temat sposobów finansowania przedsiębiorstw – źródeł i form pozyskiwania kapitału, kosztu kapitału oraz sposobu jego pomiaru i optymalnej struktury finansowania przedsiębiorstw. Zawiera on także zarys głównych teorii struktury kapitałowej przedsiębiorstw ze wskazaniem możliwości praktycznego zastosowania wynikających z nich wniosków w procesie określania determinant struktury finansowania.

Rozdział 2 poświęcony jest znaczeniu kapitału obrotowego dla funkcjonowania przedsiębiorstw, w szczególności: podstawowym zasadom finansowania aktywów obrotowych podmiotu, znaczeniu aktywów bieżących jako składnika majątku przedsiębiorstw oraz specyficze poszczególnych składników aktywów, jak również ich determinant. Przedstawiono w nim także wady i zalety głównych źródeł finansowania aktywów obrotowych. Kluczową część rozdziału stanowi próba określenia roli kapitału obrotowego w finansowaniu organizacji, z uwzględnieniem sposobu jego oceny i szacowania zapotrzebowania na niego.

Rozdział 3 ma charakter teoretyczno-postulatywny i odnosi się bezpośrednio do charakterystyki prowadzonych przez przedsiębiorstwa taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym. Określono w nim cel długoterminowego zarządzania kapitałem obrotowym oraz przedstawiono podstawowe koncepcje jego taktyk oraz strategii (ujęcia: harmonizacji i dochód–ryzyko). Postulatywną część rozdziału stanowi próba opracowania metodyki dla właściwej identyfikacji taktyki i strategii zarządzania kapitałem obrotowym ze wskazaniem identyfikatorów oraz determinant długoterminowej gospodarki kapitałem obrotowym.

W rozdziale 4, który stanowi w całości część empiryczną książki, dokonano oceny sposobów zarządzania kapitałem obrotowym przez przedsiębiorstwa notowane na GPW w Warszawie na podstawie ich wyników finansowych osiągniętych w latach 2007–2015. Wykorzystano do tego stworzony w rozdziale 3 algorytm do identyfikacji taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym według kryterium wypłacalności i zapotrzebowania na kapitał obrotowy przedsiębiorstw. Na wstępie dokonano analizy struktury i rotacji kapitału obrotowego w badanych przedsiębiorstwach, co miało posłużyć lepszej identyfikacji prowadzonych taktyk zarządzania kapitałem obrotowym. Następnie podjęto próbę skonfrontowania wyprowadzonych wniosków z zakresu realizowanych taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym z ekspozycją na ryzyko utraty płynności na podstawie symptomów utraty płynności oraz analizy dyskryminacyjnej. Ze względu na fakt, że ujmowanie taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym w koncepcji dochód–ryzyko wymaga też odniesienia do miar rozwojowych przedsiębiorstw, badaniem objęto także wpływ przyjętych metod zarządzania kapitałem obrotowym na osiąganą rentowność. Rozdział traktuje również o głównych determinantach kapitału obrotowego i ich wpływie na rodzaj prowadzonej polityki gospodarowania kapitałem pracującym. W ostatniej części rozdziału poddano także ocenie

zależności pomiędzy prowadzonym trybem sterowania kapitałem obrotowym a realizacją celów głównych spółek, która umożliwiła weryfikację, na ile zarządzanie kapitałem obrotowym było spójne z założonymi celami strategicznymi.

Syntetyczna analiza wniosków z części teoretycznej i praktycznej opracowania została zawarta w Zakończeniu.

Zastosowane metody badawcze koncentrują się na analizie krytycznej literatury przedmiotu, podejmującej tematykę zarządzania finansami przedsiębiorstw oraz analizie opisowej. W rozdziale empirycznym podstawową metodą badawczą była statystyczna analiza informacji ze sprawozdań finansowych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

W przeprowadzonych badaniach zastosowano statystyczne metody korelacji:

- 1) dla relacji pomiędzy zidentyfikowanymi za pomocą autorskiego modelu taktykami zarządzania kapitałem obrotowym a wskaźnikami struktury, symptomami utraty płynności, testami dyskryminacyjnymi, miarami rentowności alternatywnie:
 - a. metody parametryczne:
 - analizę wariancji ANOVA potwierdzaną testem post-hoc Tukeya,
 - testy t-Studenta dla porównań dwóch grup niezależnych,
 - b. metody nieparametryczne (gdy nie były spełniane założenia o parametryczności):
 - testy Kruskala-Wallisa wraz z testem post-hoc Conovera z poprawką Hochberga,
 - testy U-Manna Whitneya dla porównań dwóch grup niezależnych;
- 2) dla zależności pomiędzy rozpoznanymi na podstawie autorskiego modelu strategiami zarządzania kapitałem obrotowym a symptomami utraty płynności, testami dyskryminacyjnymi oraz miarami rentowności w ujęciu długookresowym – współczynniki korelacji liniowej Pearsona lub Spearmana;
- 3) dla zależności pomiędzy taktykami zarządzania kapitałem obrotowym a jego determinantami – testy parametryczne chi-kwadrat lub – w razie niespełnienia założeń – testy nieparametryczne Fishera.

Rozdział 1

Finansowanie przedsiębiorstw – aspekty teoretyczne

1.1. Istota i rodzaje finansowania przedsiębiorstw

1.1.1. Proces inwestowania kapitału w przedsiębiorstwach

Stan gospodarki państwa uzależniony jest w dużej mierze od kondycji, w jakiej znajduje się przedsiębiorczość. Przedsiębiorstwa są miejscem realizacji postępu technicznego, powstawania dochodu oraz aktywizacji społeczeństwa (Durań, 2004: 11). Sukces prowadzonej działalności gospodarczej jest uwarunkowany przez wiele czynników. Do najważniejszych zalicza się poziom posiadanego kapitału (Grzywacz, 2008: 11). Pojęcie „kapitał” nie jest jednoznacznie interpretowane w literaturze. Do nomenklatury ekonomicznej zostało ono zaimplementowane już w starożytnym Rzymie dla oznaczenia kwoty stanowiącej przedmiot pożyczki (Jerzemska, 1999: 13). Obecnie termin ten definiuje się jako:

- czynnik produkcji odnoszący się do środków trwałych i finansowych, posiadanych przez przedsiębiorstwo (Krajewski, Milewski, 2005: 6; Głodek, 2004: 29),
- zasób o pewnej wartości, służący produkcji dóbr (Wawryszuk-Miształ, 2006: 273; Szot-Gabryś, 2008: 16) i zużywany w jej trakcie (Gajdka, 2002: 18–19),
- ogół środków finansowych powierzonych przez właścicieli i wierzycieli (Duliniec, 2011a: 37),
- źródło finansowania majątku, równoznaczne z pasywami bilansu (Gajdka, 2002: 18),
- majątek (takie ujęcie utożsamia kapitał z aktywami przedsiębiorstwa i jest pochodną stwierdzenia, że kapitał wnoszony do podmiotu gospodarczego w postaci pieniężnej lub rzeczowej stanowi *de facto* zasób majątkowy przedsiębiorstwa) (Duliniec, 1998: 11).

Żadne z wymienionych podejść nie odzwierciedla w pełni istoty kapitału, którego złożoność definicyjna wynika przede wszystkim z potrzeby jego odniesienia do obu stron bilansu przedsiębiorstwa (Grzywacz, 2008: 12), jak i immanentnej

właściwości kapitału, jaką jest zdolność do przynoszenia dochodu (Woźniak-Sobczak (red.), 1996: 8). Cechą charakterystyczną kapitału jest to, że posiada pewną wartość, która może być pomnażana (Janasz i in., 2007: 17; Buk i in., 1996: 22); a właśnie w wyniku akumulacji kapitału następuje wzbogacanie się społeczeństwa, co przekłada się z kolei na tempo wzrostu gospodarczego (Narski, 2001: 326). Stąd też kompletna definicja kapitału powinna uwzględniać jego wpływ na generowanie dochodu (Grzywacz, 2008: 11). Wymienione kryterium jest spełniane, gdy kapitał uznaje się za fundusz, zarówno ten wykazywany po prawej stronie bilansu, jak i nie znajdujący swojego ujęcia w klasycznej prezentacji pasywów (Wieczorek-Kosmala, 2011: 252), który odzwierciedla się w formie szeroko rozumianego majątku (Hicks, 1988: 185, 188), stanowiącego zasób umożliwiający wytwarzanie innych dóbr (Krajewski, 2006: 47) i przekładającego się na wzrost dochodu i bogactwa właścicieli.

Kapitał stanowi nie tylko główną determinantę rozwoju organizacji gospodarczej, ale także podstawowy czynnik decydujący o jej przetrwaniu w realiach rynkowych (Woźniak-Sobczak (red.), 1996: 8). Poziom i struktura kapitału wpływają na styl prowadzenia działalności bieżącej oraz wyznaczają potencjał dla przedsięwzięć o charakterze rozwojowym i restrukturyzacyjnym (Walica, 1999: 13). Do *głównych funkcji kapitału* zalicza się funkcje (Jerzemowska, 1999: 14):

- *dochodowo-motywacyjną*, która wiąże się z możliwością otrzymywania dochodów przez osoby związane stosunkiem właścicielskim lub pracowniczym z przedsiębiorstwem,
- *planistyczno-rozliczeniową*, która wiąże się z tym, że odpowiedni poziom i struktura kapitału umożliwiają właściwe planowanie działań w czasie, pozwalające zapobiec powstawaniu zatorów płatniczych i skwantyfikować ryzyko,
- *kontrolną*, polegającą na tym, że posiadany przez przedsiębiorstwo kapitał jest instrumentem, który służy weryfikacji efektywności działania przedsiębiorstw.

Za istotną zaletę posiadania znaczących zasobów kapitałowych postrzega się także ułatwioną możliwość wdrażania rozwiązań innowacyjnych w ramy prowadzonej działalności, co w efekcie przekłada się na wytwarzanie przewagi konkurencyjnej (Skowronek-Mielczarek, 2005: 18). Kapitał przedsiębiorstw powinien być też systematycznie powiększany, gdyż w stanie spoczynku nie pełni on prawie żadnych funkcji (Matysiak, 2008: 85). Podmiot gospodarczy, który chce się rozwijać, musi stale odtwarzać swój majątek, dokonując przy tym inwestycji kapitału (Głodek, 2004: 56). Stąd, aby przedsiębiorstwo można było uznać za rozwojowe, musi ono posiadać zdolność do zrównoważonego powiększania poziomu kapitału, połączoną z umiejętnością odpowiedniego przenoszenia owego wzrostu na wolumen ponoszonych wydatków inwestycyjnych (Wypych, 2000b: 11–12). Nieodłączną cechą inwestycji kapitałowych jest przy tym ryzyko związane z rezygnacją

z bieżącej konsumpcji na rzecz przyszłych, niepewnych korzyści (Jajuga, Jajuga, 1998: 7).

Przeprowadzane przez przedsiębiorstwa inwestycje mogą mieć bardzo zróżnicowany charakter. Najczęściej wyszczególnia się podział inwestycji na rzeczowe, finansowe i niematerialne (Walica, 1999: 46). Bezpośrednim celem inwestycji rzeczowych jest przyrost aktywów trwałych poprzez remonty, modernizacje lub akwizycję rzeczowych składników majątku. Inwestycje finansowe polegają na zakupie papierów wartościowych bądź zawieraniu lokat lub innych instrumentów finansowych na rynku finansowym. Istotą inwestycji niematerialnych jest zaś nabywanie praw własności przemysłowej, takich jak patenty czy znaki towarowe lub przeprowadzanie prac B&R celem unowocześnienia sprzedawanych produktów, towarów i usług. Dla realizacji rozwoju przedsiębiorstw najważniejszą rolę odgrywają inwestycje rzeczowe, które można podzielić na: odtworzeniowe, modernizacyjne, innowacyjno-rozwojowe, strategiczne i społeczne (Głodek, 2004: 56–58). Przedsiębiorstwo musi zapewnić sobie dopływ środków finansowych pochodzących z właściwie dobranych i udostępnionych na odpowiedni okres źródeł, aby mogło sukcesywnie realizować swoje zamierzenia inwestycyjne (Gorczyńska, Znanięcka, 2006: 42).

1.1.2. Źródła i formy finansowania przedsiębiorstw

Środki finansujące majątek można klasyfikować na wiele różnorodnych sposobów. Najczęściej kapitał jest dzielony w zależności od źródła pochodzenia, metody finansowania i okresu, na jaki jest udostępniony. Inne podziały kapitału uznawane są w literaturze za niekonwencjonalne (Tokarski, 2007: 60). Za najbardziej praktyczny uchodzi podział kapitału ze względu na źródło jego pochodzenia, wyszczególniający finansowanie wewnętrzne i zewnętrzne. Istota przyporządkowania polega na rozróżnieniu, czy przedsiębiorstwo posiada kapitał wypracowało, czy otrzymało. W pierwszym przypadku środki finansowe pozyskiwane są wewnątrz przedsiębiorstw, zaś w drugim od innych podmiotów, z czego najczęściej od wierzycieli i inwestorów. Do głównych rodzajów *finansowania wewnętrznego* należą (Ickiewicz, 2004: 29; Gorczyńska, Znanięcka, 2006: 44; Ickiewicz, 2007: 65):

- finansowanie w drodze dokonywanych przekształceń majątkowych, gdy zasilenie kapitałowe odbywa się najczęściej poprzez uzyskiwanie przychodów ze sprzedaży produktów, usług, towarów lub materiałów, odpisy amortyzacyjne, a kapitał jest wypracowywany przez przedsiębiorstwo;
- finansowanie poprzez kumulację kapitału poprzez rezerwy oraz zysk zatrzymany.

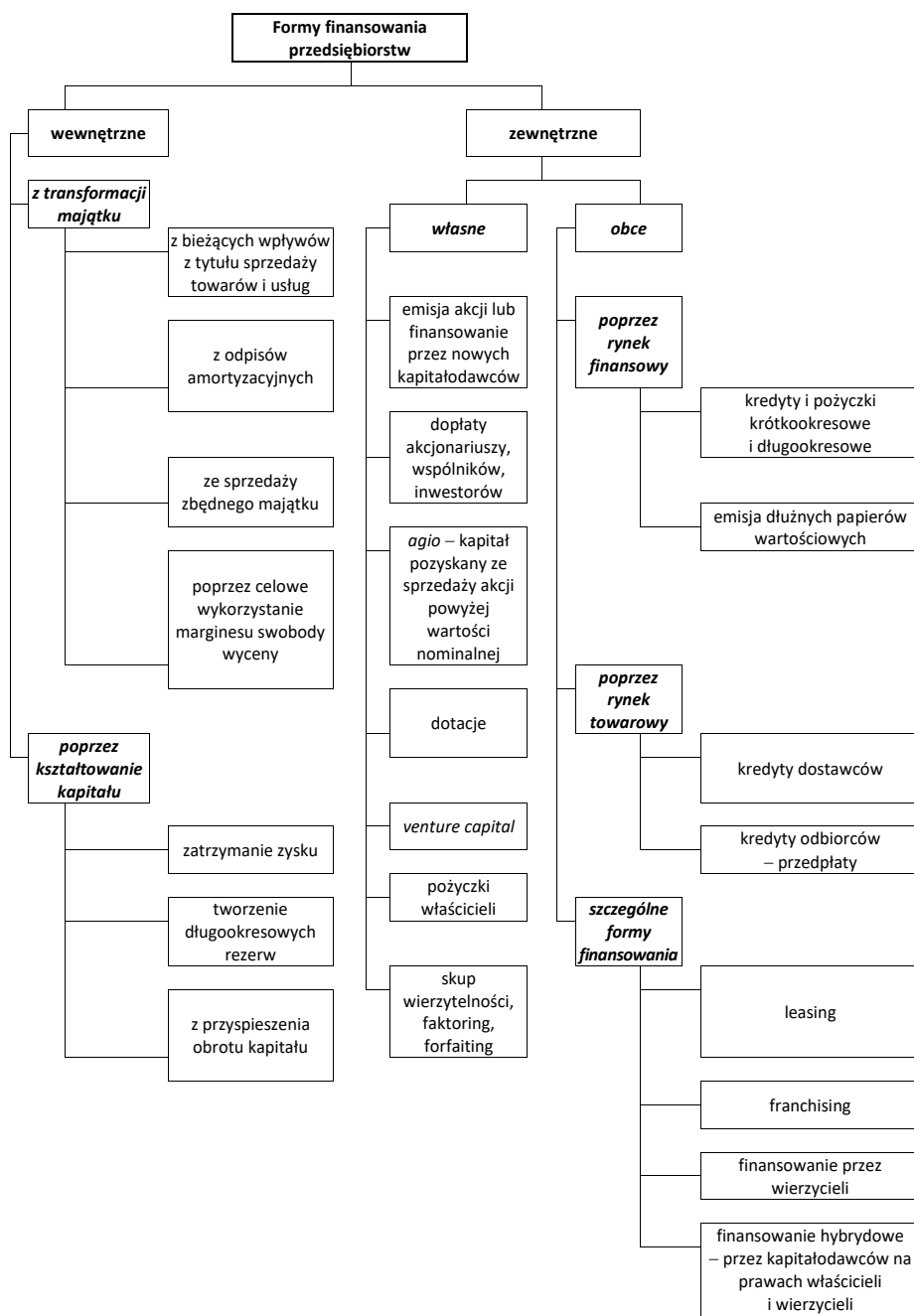
Część ekonomistów jako przykład finansowania wewnętrznego wyszczególnia też zobowiązania wewnątrzzakładowe (Grzywacz, 2008: 14), które nie powstają ani w drodze przekształceń majątkowych, ani poprzez kumulację kapitału. W praktyce, finansowanie w tej formie występuje w dość niewielkim stopniu i zazwyczaj nie ma charakteru docelowego.

Zaopatrywanie przedsiębiorstw w środki kapitałowe, które zostały mu dane, nazywa się *finansowaniem zewnętrznym*, które przyjmując jako kolejne kryterium formę własności, można podzielić na własne i obce. Szczegółowe rozróżnienie podstawowych własnych i obcych źródeł finansowania zostało zaprezentowane na schemacie 1.1.

Kapitałem własnym nazywany jest w ekonomii ogół środków kapitałowych, dostarczanych przez właścicieli, poprzez które nabywają oni zarówno prawo do udziału w zyskach przedsiębiorstwa, jak i do wartości likwidacyjnej podmiotu na wypadek jego bankructwa (Grzywacz, 2008: 14). Z punktu widzenia *stricte* księgowego kapitał własny jest równowartością majątku właścicielskiego wdrażanego do podmiotu w chwili jego zakładania oraz pozostawianych w nim zysków (Czerwińska-Kayzer, 2006: 66). Kapitał własny może powstawać z wkładów właściciela (np. kapitał zakładowy lub udziałowy) albo środków wygospodarowanych przez podmiot gospodarczy w toku swojej działalności i znajdujących się w dyspozycji jego lub wspólników (kapitał z aktualizacji wyceny powstający w efekcie ponownego szacowania wartości majątku trwałego, wygenerowany zysk zarówno bieżącego okresu, jak i wypracowany w przeszłości) (Dębski, 2005: 383).

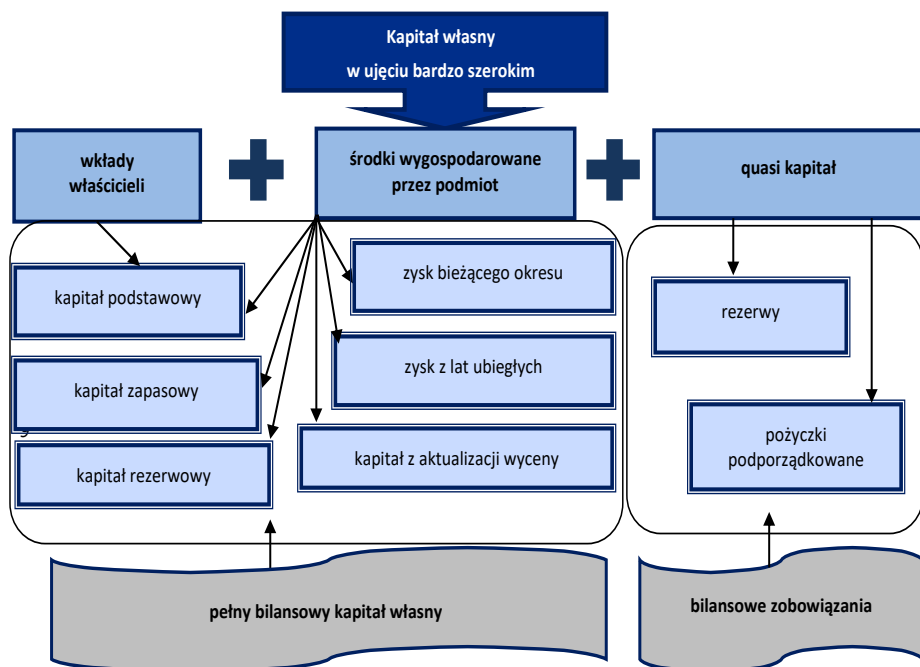
Część ekonomistów wskazuje, że kapitał własny powinien obejmować swoim zakresem także rezerwy (Janik, Paździor, 2011: 26). Rezerwy są pewnego rodzaju pochodną kapitału własnego, tworzoną z ostrożności na zabezpieczenie wysoce prawdopodobnych zobowiązań. W porównaniu do bilansowych form kapitału własnego, rezerwy wyróżniają się tym, że ich utworzenie powoduje powstanie kosztu (pozostałego operacyjnego, finansowego lub nadzwyczajnego), zaś ich zmniejszenie (rozwiązanie) – przychodu (Zaleska, 2005: 35–36). Kapitałem o podobnym charakterze są rozliczenia międzyokresowe bierne, które są rezerwami utworzonymi na poczet kosztów przyszłych okresów. Podejścia do kapitału własnego zostały zaprezentowane na schemacie 1.2.

Cechą kapitału własnego jest to, że oddawany jest on zazwyczaj do dyspozycji przez właścicieli na długi lub nieokreślony okres, tym samym stanowiąc stabilne źródło finansowania, gdyż kapitałodawcy są zorientowani na wzrost efektywności wykorzystania powierzonych kapitału (Jaworski, 2010: 232). Z jednej strony mogą więc oni pozwalać sobie np. na systematyczne wypłaty zysków, jeśli nie będzie to stanowić zagrożenia dla długookresowej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału, ale z drugiej strony niejednokrotnie stają przed koniecznością zaspokojenia potrzeby uzupełnienia poziomu kapitału własnego w przedsiębiorstwie.

**Schemat 1.1.** Formy finansowania przedsiębiorstw

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Ickiewicz, 2004: 30; Trocki, 2007: 22; Grzywacz, 2008: 12; Janik, Paździor, 2011: 119.

Ma to miejsce np. gdy występuje znaczna deprecjacja kapitału, wymaga tego dalsza działalność rozwojowa, brak jest pokrycia straty w dotychczasowym poziomie kapitału własnego, czy też gdy podmiot poważnie zagrożony jest upadłością (Bień, 2008b: 154–155). Z uwagi na długookresowe spojrzenie właścicieli, znaczne wykorzystywanie kapitału własnego przez przedsiębiorstwo zapewnia stabilność jego funkcjonowania, stanowi bazę gwarancyjną dla wierzycieli (Szczepaniak, 1992: 151), zwiększa poczucie bezpieczeństwa działalności oraz służy poprawie płynności finansowej.



Schemat 1.2. Składowe kapitału własnego w ujęciu bardzo szerokim

Źródło: opracowanie własne.

W przypadku finansowania się kapitałem własnym, głównym kosztem dla przedsiębiorstwa jest koszt utraconych możliwości, które nie zostaną przez nie wykorzystane w związku z ograniczonymi zasobami własnych środków kapitałowych. Oprócz tego, do wad zasilania się poprzez zwiększanie stanów kapitału własnego zalicza się m.in. jego niską elastyczność, wysoki koszt oraz skomplikowany charakter procedury emisyjnej. Kapitał własny może być wniesiony w formie pieniężnej lub rzeczowej (Janik, Paździor, 2011: 24). Kapitał własny może być powiększany w sposób:

- wewnętrzny, poprzez: pozostawienie wypracowanego zysku netto w przedsiębiorstwie (co powoduje zwiększenie kapitału zapasowego lub rezerwowego), aktualizację wartości aktywów w związku ze wzrostem przeszacowywanego składnika majątku (co przekłada się na wzrost kapitału z aktualizacji wyceny) (Zaleska, 2005: 34–35);
- zewnętrzny, poprzez: dopłaty właścicieli (sposób determinujący najczęściej wzrost kapitału podstawowego) lub agio;
- fundusze *venture capital* (forma zasilania kapitałowego powodująca zwiększenie kapitału podstawowego, która występuje zwłaszcza w projektach inwestycyjnych; wśród cech charakterystycznych funduszy można wyróżnić to, że stają się one współwłaścicielami przedsiębiorstwa i najczęściej angażowane są na ściśle określony okres, celem dokonania możliwie jak najszybszej odsprzedaży udziałów przedsiębiorstwa o zwiększonej, dzięki funduszowi, wartości) (Tokarski, 2007: 64).

Kapitał obcy udostępniany jest przez zewnętrzne podmioty, które poprzez użyczenie swoich aktywów stają się wierzycielami przedsiębiorstwa. Pomimo iż pożyczkodawcy nie mają bezpośredniego wpływu na poczynania przedsiębiorstwa, to wobec możliwości niewywiązania się przez pożyczkobiorcę z zaciągniętych zobowiązań, z poziomem kapitału obcego związane jest całe ryzyko finansowe, jakim obarczona jest działalność przedsiębiorstwa (Janik, Paździor, 2011: 19). Korzystanie z obcego finansowania jest odpłatne. Jednocześnie kapitał obcy charakteryzuje się stosunkowo niskim kosztem, co wynika przede wszystkim z faktu występowania tarczy podatkowej, będącej efektem zaliczania kosztów odsetkowych do podatkowych kosztów uzyskania przychodów (Kędzior, 2006: 161–162). W przeciwieństwie do właścicieli podmiotu, wierzyciele posiadają prawo do zwrotu użyczonego kapitału, a okres udostępnienia kapitału przedsiębiorstwu jest zazwyczaj ściśle określony (Grzywacz, 2008: 14). Mają oni także pierwszeństwo przed udziałowcami przedsiębiorstwa w dochodzeniu swoich roszczeń na wypadek jego upadłości, ale nie posiadają przywileju bezpośredniego decydowania o polityce przedsiębiorstwa.

Z punktu widzenia przedsiębiorstwa, podstawowym kosztem korzystania z kapitału obcego jest realna stopa procentowa, która uwzględnia m.in. opłaty za prowizje związane z udzieleniem i korzystaniem z produktu o charakterze kredytowym. Charakterystyczne jest przy tym to, że oprocentowanie kapitału obcego często wzrasta wraz ze wzrostem zadłużenia przedsiębiorstwa, w myśl zasady „większy dochód za większe ryzyko” (Sierpińska, Jachna, 2009: 253). Innymi, w pewnym sensie niematerialnymi, kosztami finansowania się przez zadłużenie są m.in. konieczność ustanowienia zabezpieczenia, zwiększenie ryzyka działalności, określona dostępność kapitału czy konieczność realizacji nałożonych klauzul.

Jednakże przedsiębiorstwa finansujące się kapitałem obcym odnoszą korzyści podatkowe, zwiększają rentowność kapitału własnego, jak również efektywniej wykorzystują posiadany potencjał rozwojowy, co dzieje się nie tylko dzięki większej

kwocie udostępnionych środków, które mają charakter dłużny, ale także w wyniku tego, że kapitał obcy niejako dyscyplinuje właścicieli (Stradomski, 2004: 47–48). Zestawienie głównych zalet i wad finansowania się kapitałem własnym i obcym zostało zaprezentowane w tabeli 1.1.

Tabela 1.1. Zestawienie zalet i wad finansowania kapitałem własnym i obcym z punktu widzenia przedsiębiorstw

Cechy	Finansowanie kapitałem własnym		Finansowanie kapitałem obcym	
	zalety	wady	zalety	wady
Koszty	nie zobowiązuje do wypłat dywidendy, które przyznawane są w zależności od sytuacji finansowej	relatywnie wysoki koszt; zwiększa koszty agencji	relatywnie niski koszt	konieczność płacenia obligacyjnych odsetek; obciążenia niezależne od generowanych przez przedsiębiorstwo wyników
Procedura i zabezpieczenia	stanowi bazę gwarancyjną i stabilne źródło finansowania	skomplikowana procedura emisyjna	prosta procedura ubiegania się o finansowanie	wymóg zabezpieczenia lub gwarancji
Ryzyko i kontrola	umożliwia działania o podwyższonym poziomie ryzyka; ryzyko ponoszą właściciele	może skutkować rozproszeniem struktury własnościowej, utratą kontroli	kontrola przedsiębiorstwa w zakresie wynikającym z umowy	zwiększa ryzyko prowadzonej działalności
Płynność finansowa, rentowność i tarcza podatkowa	zwiększa płynność finansową	zmniejsza rentowność kapitału własnego; nie ma efektu tarczy podatkowej	zwiększa rentowność kapitału własnego i korzyści podatkowe	powoduje wzrost zadłużenia (obciążenie bilansu, tj. wzrost zobowiązań) przedsiębiorstwa, zmniejsza płynność
Ograniczenia dyspozycyjności kapitału i okresu wykorzystania	nieograniczona dyspozycyjność na czas nieokreślony – spłata nieobligatoryjna	nowi właściciele mogą narzucić swoje wymagania i ograniczenia czasowe	związanie z dawcą kapitału na ograniczony okres i w określonej formie	możliwość wprowadzania ograniczeń np. celu, udostępnienie kapitału na czas określony
Zamiana na inną formę finansowania	zastaw na akcjach umożliwia pozyskanie kapitałów ryzyka	brak możliwości zamiany na opcje	możliwość zamiany obligacji na akcje	sekurytyzacja długu, sprzedaż przedmiotów zabezpieczeń
Dodatkowe cechy	umożliwia korzystanie z upustów cenowych	niepełne wykorzystanie możliwości rozwojowych	umożliwia wykorzystanie potencjału rozwojowego	daje pierwszeństwo wierzycielom do zaspokajania się z majątku w przypadku likwidacji

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Dulinić, 1998: 30–31; Janasz i in., 2007: 23; Łukasik, 1998: 14.

Najbardziej rozpowszechnionymi rodzajami obcych środków kapitałowych są rozliczne produkty przyznawane przez instytucje finansowe, tj. kredyt, leasing i faktoring. Najstarszym i cieszącym się wciąż największą popularnością źródłem finansowania obcego jest kredyt, który to jest kwotą pieniężną przekazaną przez bank na ściśle określony okres w zamian za uiszczanie płatności odsetkowych, stanowiących cenę za udostępniony kapitał (Janik, Paździor, 2011: 24). Kredyt może być przeznaczony zarówno na działalność bieżącą (kredyty obrotowe), jak i na działalność inwestycyjną (kredyty inwestycyjne).

Drugą podstawową formą kapitału obcego jest leasing, którego istota zawiera się w korzystaniu przez przedsiębiorstwo z aktywów będących własnością innego podmiotu na mocy jego zezwolenia i w zamian za uiszczane opłaty okresowe. Wyróżnia się dwa główne rodzaje leasingu – operacyjny i finansowy. W leasingu operacyjnym leasingobiorca nie staje się właścicielem leasingowanego majątku, ale na ogół przysługuje mu prawo do wykupu aktywa po zakończeniu okresu użytkowania. Z kolei w leasingu finansowym, leasingobiorca po zapłacie ostatniej raty leasingowej staje się właścicielem aktywa, przez co musi ponosić wyższe opłaty leasingowe. W leasingu operacyjnym cała rata leasingowa może stanowić koszt uzyskania przychodu, podczas gdy w leasingu finansowym – jedynie część odsetkowa, ale leasingowane aktywa księgowane są w majątku leasingobiorcy, dzięki czemu korzystający z leasingowanych środków jest uprawniony do dokonywania odpisów amortyzacyjnych. Wielkość tworzonych odpisów amortyzacyjnych uzależniona jest od określonego w przepisach prawa podatkowego okresu amortyzacji i w początkowym okresie użytkowania leasingu daje mniejsze korzyści niż w leasingu finansowym (Czarkowski, 2006: 1).

Stosunkowo nowym instrumentem finansowym, coraz częściej wykorzystywanym przez przedsiębiorstwa, jest faktoring. Istota transakcji faktoringowej polega na nabyciu na określony okres przez tzw. faktorów (instytucje faktoringowe, banki), należności przedsiębiorstwa od jego odbiorców (Wrześniński, 2007: 153). Nabycie wierzytelności następuje w momencie przedłożenia przez przedsiębiorstwa faktury, za którą otrzymują zaliczkę od instytucji świadczącej usługi faktoringowe. W ten sposób przedsiębiorstwa otrzymują większość środków finansowych za sprzedane dobro nie czekając na spłatę wierzytelności ze strony odbiorcy, w zamian płacąc faktorowi należne oprocentowanie.

Istnieją dwa główne rodzaje faktoringu – z przejęciem ryzyka (inaczej niepełny lub niewłaściwy) lub bez przejęcia ryzyka (pełny lub właściwy). W przypadku faktoringu niepełnego, faktor w momencie, gdy nie następuje spłata wierzytelności w wymaganym terminie, podlegającym wydłużeniu o ustalony okres tolerowanego opóźnienia, ma prawo regresu do zbywcy (faktoranta). W faktoringu pełnym, nie ma on takiego prawa.

Tabela 1.2. Porównanie zalet i wad oprocentowanych form finansowania obcego

Cechy	Kredyt	Faktoring niepełny	Leasing	Obligacje
Możliwość pozyskania	bardzo trudna – „ostrożnościowe” podejście banków do oceny zdolności kredytowej	łatwa – dość łagodne podejście do oceny faktoranta z uwagi na możliwość regresu do zbywcy i wstrzymania wykupu faktur	średnia – odważne podejście instytucji finansowych do oceny podmiotu z uwagi na dobrą możliwość zaspokojenia roszczeń w przypadku opóźnień	średnia – konieczność posiadania renomy, ale łagodniejsze wymogi w zakresie zdolności kredytowej – ocena na podstawie ogólnie dostępnych danych
Dopuszczalny okres finansowania	długi – w przypadku kredytów inwestycyjnych	krótki – najczęściej nie dłuższy niż rok	długi – stosownie do okresu amortyzacji przedmiotu leasingu	bardzo długi – określony przez emitenta
Możliwość sfinansowania inwestycji	tak – wymagany znaczny udział własny	nie – przeznaczenie na finansowanie działalności bieżącej	tak – np. przy leasingu nieruchomości, często z udziałem własnym	tak – w zależności od intencji emitenta
Elastyczność finansowania	niska – kredyt przeznaczony jest na wskazany cel; możliwość konwersji na inny kredyt	brak – możliwość finansowania tylko faktur od odbiorców	niska – leasing dotyczy danego majątku, ale możliwy leasing zwrotny	wysoka – emitent sam decyduje, kiedy i na co chce przeznaczyć środki; finansowanie hybrydowe – możliwe
Konieczność ustanowienia zabezpieczenia	tak – częsty wymóg kredytodawcy	nie – ale wykup faktur może być wstrzymany	tak – zabezpieczenie stanowi przedmiot leasingu	tak/nie – w zależności od propozycji emitenta
Kowenanty	często	rzadko	rzadko	rzadko
Koszt	niski	wysoki	dość niski	wysoki
Korzyści podatkowe	odsetki są kosztem uzyskania przychodu; możliwe odpisy amortyzacyjne od majątku	odsetki stanowią koszt uzyskania przychodu	odsetki (w leasingu finansowym też raty oraz podatek VAT) są kosztem uzyskania przychodu, możliwe odpisy amortyzacyjne	odsetki stanowią koszt uzyskania przychodu
Stabilność finansowania	średnia – zależna od realizacji klauzul, terminowości spłat i sytuacji finansowej	niska – możliwość wstrzymania wykupu faktur przez faktora	średnia – częste wypowiedzenia umów w przypadku opóźnień w spłacie	wysoka – zasady wykupu określone podczas emisji przez emitenta
Inne wady	duża ilość formalnych wymogów do spełnienia	możliwy zły odbiór przez zgłoszonych dłużników	możliwość zajęcia komorniczego sprzętu po upadłości leasingodawcy	opłacanie organizatora emisji; źródło dostępne tylko dla niektórych form prawnych
Inne zalety	możliwe do uzyskania dofinansowania do kredytu (dotacji)	produkt dyscyplinuje płatników	ograniczenie ryzyka szybkiego starzenia się aktywów	możliwość odsprzedania obligacji

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Ustawa z dnia 11 marca 2004 r. o podatku od towarów i usług, art. 86 ust. 9 pkt. 2; Grzywacz, 2008: 31–38; Bień, 2008b: 163; Stradomski, 2004: 114; Janik, Paździor, 2011: 25, 228–229; Fedorowicz, 1993: 126.

Zbliżonym do kredytów źródłem finansowania są obligacje korporacyjne. Obligacja jest papierem wartościowym potwierdzającym udzielenie emitentowi pożyczki, do której zwrotu wraz z należnymi odsetkami emitent jest zobowiązany w określonych kwotach i w ustalonych terminach (Walica, 1999: 100). Przy obligacjach to przedsiębiorstwa zaciągające dług ustalają warunki korzystania z niego, oprocentowanie oraz wartość wykupu w przypadku obligacji zerokuponowych (Janik, Paździor, 2011: 190). Pożyczkodawcami są indywidualni nabywcy obligacji, a rola banków sprowadza się do udzielania gwarancji emisji.

Zestawienie głównych oprocentowanych form finansowania obcego ukazuje tabela 1.2.

Przedsiębiorstwa mogą także uzyskiwać środki kapitałowe w wyniku odroczenia terminu płatności przez dostawcę. Taki rodzaj finansowania nazywany jest często „kupieckim”, „handlowym” lub „dostawczym”. Zbliżony charakter do niego ma tzw. „kredyt odbiorcy”, którego istota polega na otrzymywaniu finansowania przed zawarciem transakcji (w formie zaliczek lub przedpłaty) (Tokarski, 2007: 76–77). Termin „kredyt handlowy” obejmuje swym zakresem „kredyt kupiecki” („dostawczy”) i „kredyt odbiorcy”, a nie jest jedynie synonimem „kredytu kupieckiego”. Z perspektywy przedsiębiorstwa, jest on często najdogodniejszą formą finansowania. Wśród jego zalet można wymienić przede wszystkim niski koszt i łatwą dostępność. Istotną zaletą jest także to, że kredyt handlowy posiada cechy długu bezpośredniego. Oznacza to, że jest udzielany na podstawie ogólnie dostępnych informacji, co oznacza mniejszy zakres wymogów formalnych do spełnienia (Stradomski, 2004: 60–61).

Tabela 1.3. Kredyt handlowy na tle innych form finansowania o charakterze kredytowym

Wyszczególnienie	Cecha kredytu handlowego
Negocjacja okresu	możliwość większa niż w przypadku standardowych produktów kredytowych
Koszt	brak kosztu oprocentowania charakterystycznego dla instrumentów kredytowych, np. kredytów bankowych
Korzyści podatkowe	brak – odsetki nie stanowią kosztu uzyskania przychodu, w przeciwieństwie do odsetek przy innych produktach kredytowych
Zabezpieczenia i kowenanty	najczęściej brak zabezpieczeń kredytów handlowych przy zwyczajowej polityce zabezpieczenia ekspozycji przez instytucje finansowe
Ryzyko	mniejsze niż przy innych produktach kredytowych z uwagi na obopólną chęć dalszej współpracy i brak zabezpieczeń
Dostępność	brak szczególnych formalności przy zawieraniu kredytów handlowych wobec niejednokrotnie długiej i kosztochłonnej procedury uzyskiwania kredytów bankowych
Sposób wykorzystania	przy kredycie handlowym dowolny sposób wykorzystania środków w przeciwieństwie do celowego przeznaczenia większości produktów o charakterze kredytowym

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Janik, Paździor, 2011: 151.

Głównym czynnikiem różnicującym jest brak kosztów odsetkowych. W konsekwencji można spotkać nawet interpretacje, stanowiące, że kredytu handlowego nie powinno się zaliczać do obcych form finansowania (Duliniec, 2011b: 49–50). Porównanie cech kredytu handlowego do innych form finansowania zostało zaprezentowane w tabeli 1.3.

Niektórzy autorzy jako pośredni rodzaj finansowania pomiędzy finansowaniem własnym a finansowaniem obcym wyszczególniają tzw. finansowanie hybrydowe. *Kapitałem hybrydowym* nazywane są zamienne formy kapitału, czyli takie, które dają ich właścicielowi prawo do ich konwersji na finansowanie własne lub obce po z góry określonej cenie. Polega ono na kombinacji różnych form finansowania, ze szczególnym uwzględnieniem instrumentów tradycyjnych i derywatów (Remlein, 2008: 129–130). Do takich derywatów zalicza się m.in. opcje, kontrakty forward i futures (Tokarski, 2007: 67), swapy i kredytowe instrumenty pochodne. Dotyczy ono też papierów wartościowych o charakterze dłużnym, dzięki czemu pożyczkobiorca może otrzymać niższe oprocentowanie (Duliniec, 1998: 30–31).

1.2. Ustalenie struktury finansowania jako problem decyzyjny

1.2.1. Struktura kapitałowa na tle struktury finansowania

Podobnie jak pojęcie „kapitału”, tak i termin „struktura kapitałowa” jest kontrowersyjny. W literaturze zarówno zagranicznej (R.W. Masulis, S.A. Ross, R.W. Westerfield, J. Jaffe, R.C. Higgins), jak i polskiej (E. Mączyńska), spotyka się stanowiska przyrównujące strukturę kapitałową (inaczej „strukturę kapitału”) do „struktury finansowania” (Duliniec, 1998: 12). Często można zauważyć próby wyraźnego rozróżnienia tych dwóch pojęć. Jeden z głównych nurtów w literaturze został zapoczątkowany przez J.F. Westona oraz T.F. Copelanda. Zgodnie z nim, struktura finansowania obejmuje ogół pasywnych pozycji bilansowych (Weston, Copeland, 1991: 565) i mierzy się ją udziałami kapitału własnego oraz obcego w kapitale ogółem (Janasz i in., 2007: 50–51). Część ekonomistów nie zgadza się z taką interpretacją, twierdząc, że struktura finansowania powinna uwzględniać też pozabilansowy kapitał, proponując termin „struktura finansowa” jako właściwy w odniesieniu do bilansowych źródeł kapitału (Jaworski, 2010: 232–233).

Również do zagadnienia struktury kapitałowej stosowane są różne podejścia. Duża część ekonomistów (S. Elfert, K. Downes, R.H. Goodman) rozpatruje tematykę struktury kapitałowej w odniesieniu do kapitału stałego (będącego sumą

kapitału własnego oraz zobowiązań długoterminowych), twierdząc przy tym, że w dłuższej perspektywie o rozkładzie kapitału nie decydują ulegające ciągłym rotacjom zobowiązania krótkoterminowe. Inni sprowadzają dywagacje na temat struktury kapitałowej do rozważań nt. struktury pasywów po korekcie o nieoprocentowane zobowiązania operacyjne. Takie stanowisko prezentują A. Duliniec, F. Modigliani i M. Miller, R. Brealey i S. Myers, głosząc, że struktura kapitału to struktura papierów wartościowych dłużnych i właścicielskich (Duliniec, 1998: 13–14).

Ekonomiści odrzucający zobowiązania nieoprocentowane przy określaniu struktury kapitału powołują się najczęściej na teorie F. Modiglianiego i M.H. Millera, którzy za podstawową właściwość kapitału obcego uważali oprocentowanie. Jednakże, mając na uwadze związany z nieoprocentowanymi zobowiązaniami koszt utraconych możliwości (np. wykorzystania rabatu) oraz ryzyko ich konwersji na dług oprocentowany (powstanie odsetek od nieterminowych płatności wobec dostawców, pracowników bądź urzędu skarbowego), takie podejście nie wydaje się być kompletne z perspektywy strategii finansowej przedsiębiorstwa (Skowroński, 2002: 16). Nie do końca właściwe jest również argumentowanie odrzucenia zobowiązań nieoprocentowanych tezą, że o wielkości otrzymanego kredytu kupieckiego nie decyduje polityka przedsiębiorstwa tylko jego dostawców (Duliniec, 1998: 15). Poziom kredytu handlowego ustalany jest w drodze wspólnych negocjacji, zaś dla przedsiębiorstw jednym z kryteriów wyboru dostawcy jest możliwość skorzystania z kredytu kupieckiego. Ponadto, jeśli przy badaniu struktury kapitału przyjąć, że o poziomie kredytu kupieckiego decyduje dostawca, to nie można byłoby postrzegać także zobowiązań oprocentowanych jako elementu struktury kapitału, gdyż o wielkości otrzymanego kredytu bankowego w znacznej mierze stanowi polityka banków.

Uwzględniając przedstawione rozważania oraz założenie poczynione przy definiowaniu kapitału, w niniejszym opracowaniu przyjęto, iż struktura kapitału jest strukturą ogółu źródeł finansowania, bliskoznaczną do struktury finansowania.

Jednym z najważniejszych czynników determinujących strukturę kapitałową przedsiębiorstw jest koszt kapitału, definiowany jako minimalna wymagana stopa zwrotu z projektu, przy której wartość rynkowa przedsiębiorstwa zostanie co najmniej utrzymana na dotychczasowym poziomie (Kędzior, 2006: 162). Wskaźnik ten zajmuje istotne miejsce w zarządzaniu finansami przedsiębiorstw, gdyż z jednej strony określa możliwość pozyskania kapitału, zaś z drugiej wpływa na wynik finansowy podmiotu (Grzywacz, 2008: 65).

Choć w literaturze podkreśla się, że koszt kapitału zależy przede wszystkim od sposobu wykorzystania środków finansowych, a nie od źródła ich pochodzenia (Ross, Westerfield, Jordan, 1999: 463), to rozważania dotyczące przedmiotowej tematyki ograniczają się najczęściej do analizy poszczególnych składników pasywów z rozróżnieniem na elementy kapitału własnego i kapitału obcego oraz będącego ich wypadkową średniego ważonego kosztu kapitału. Zarówno dla właścicieli, jak

i wierzycieli, koszt kapitału stanowi przy tym w praktyce stopa zwrotu z zaangażowanego kapitału (Skowroński, 2002: 18).

W tym miejscu należy zwrócić uwagę na pewną sprzeczność logiczną, jaka ma miejsce w związku z występowaniem powyższej zależności. Przedsiębiorstwa winny dążyć do tego, by koszt kapitału był stosunkowo najniższy, gdyż konsekwencją tego jest stosunkowo łatwy dostęp do taniego kapitału, ale wówczas są mało atrakcyjne dla otoczenia, gdyż stopa zwrotu z ich kapitału jest niska (Grzywacz, 2008: 66).

1.2.2. Finansowe cele przedsiębiorstw

Zgodnie z tradycyjnym ujęciem, podstawowym celem działalności przedsiębiorstw jest maksymalizacja zysku. Od pewnego czasu zysk staje się środkiem do realizacji celów, a nie celem samym w sobie (Pomykańska, Pomykański, 2007: 155), zaś istotę działalności podmiotu gospodarczego określa się bardziej w kategoriach zadowolenia, a nie optymalizacji jakiegoś wycinka obszaru działalności przedsiębiorstwa (Tokarski, 2007: 24; Otte, 2009: 41). W takim podejściu, podstawowym celem działalności organizacji jest dążenie do maksymalizacji szeroko rozumianych korzyści właścicieli (Jajuga, Śmieja, 2011: 81).

Identyfikując wartości, które mają być przestrzegane przez przedsiębiorstwo oraz pośrednio określając ich beneficjentów, misja podmiotu gospodarczego nie tylko zakreśla spektrum działalności podmiotu oraz zakres jego funkcjonowania (Żuber, 2008: 27), ale także stanowi formę podsystemu zarządzania (Wróblewski, 2009: 53), rozpoczynającego tworzenie strategii przedsiębiorstwa (Kowalska, 2008: 109). Dla realizacji celów głównych przedsiębiorstwa, równie ważne jak wyznaczenie misji jest odpowiednie przełożenie na działalność operacyjną, wyrażone w realizowanych celach podrzędnych (Tokarski, 2007: 111), które są kombinacją preferencji często rozbieżnych grup interesu (Małecka, 1998: 29).

Najbardziej powszechną klasyfikacją celów podrzędnych jest podział na cele strategiczne (długoterminowe), taktyczne (średnioterminowe) i operacyjne (krótkoterminowe) (Griffin, 2002: 203). Część ekspertów poddaje w wątpliwość potrzebę akcentowania celów taktycznych, postulując ich zaklasyfikowanie do celów strategicznych lub operacyjnych (Wróblewski, 2009: 57). Największe znaczenie przypisuje się celom strategicznym, które są łącznikiem pomiędzy intencjami właścicieli wyrażanymi w misji przedsiębiorstwa a codziennymi potrzebami powstającymi w toku działalności bieżącej (Stachowiak, Kłodziński, 2004: 94). Dlatego też uznaje się, iż sposoby identyfikacji i realizacji celów strategicznych są głównymi wyznacznikami rozwoju organizacji (Wypych, 2000b: 30).

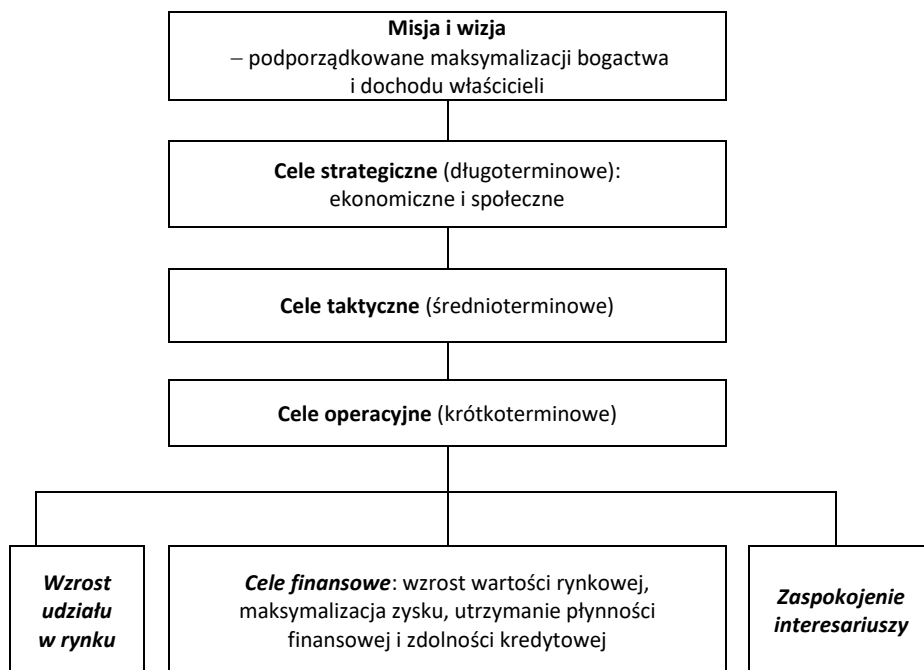
Podstawowymi rodzajami celów strategicznych są cele ekonomiczne i społeczne (Buk, Woźniak-Sobczak, 1996: 10), a często wyodrębnianymi celami są także cele

technologiczne i marketingowe (Gierszewska, 1999: 34). Charakterystyczną cechą celów ekonomicznych jest ich ściśle powiązanie z prowadzoną polityką finansową, ukierunkowaną przede wszystkim na maksymalizację poziomu zwrotności z kapitału ulokowanego w przedsiębiorstwie przez właścicieli. Istota celów społecznych zawiera się z kolei w pełnieniu służebnej roli przez organizację gospodarczą na rzecz społeczeństwa. Odbywa się to m.in. poprzez wspieranie akcji charytatywnych, kreowanie miejsc pracy (w tym także i dla osób niepełnosprawnych) czy wykonywanie projektów proekologicznych (Janik, Paździor, 2011: 14–15).

Większą wagę przypisuje się celom ekonomicznym przedsiębiorstw, co w pewnym sensie wynika z *Prawa przedsiębiorców* (Ustawa z dnia 6 marca 2018 r., art. 3), zgodnie z którym „działalnością gospodarczą jest zorganizowana działalność zarobkowa, wykonywana we własnym imieniu i w sposób ciągły”. Oznacza to, że przedsiębiorstwo musi służyć realizacji korzyści ekonomicznych. Podrzędność celów społecznych względem celów finansowych wynika także z tego, że ich wypełnianie następuje często nie wcześniej niż po realizacji celów ekonomicznych, które warunkują egzystencję przedsiębiorstw (Szyszko, 2007: 22).

Głównym celem ekonomicznym organizacji gospodarczej jest maksymalizacja bogactwa czy dochodu właścicieli (Stalmach, 2005: 11). Część ekspertów w dziedzinie finansów stoi na stanowisku, iż tak sformułowany cel zasadniczy organizacji może być egzekwowany tylko poprzez zwiększanie jej wartości rynkowej (Damodaran, 2007: 44). Coraz liczniejsze są jednak przypadki, gdy pomnażanie dochodów właścicieli następuje w innej formie (Stradomski, 2004: 136). Dla przykładu, maksymalizacja bogactwa właścicieli może być także realizowana poprzez wypłaty dywidend (Wypych, 2000c: 25). Od poziomu dywidendy zależy też sposób postrzegania organizacji przez inwestorów. Z kolei ich zainteresowanie akcjami przedsiębiorstwa wpływa na kształtowanie się wartości rynkowej podmiotu. Im wyższa jest dywidenda, tym bardziej atrakcyjne wydaje się przedsiębiorstwo w oczach inwestorów, ale też i tym wyższe jest prawdopodobieństwo wystąpienia zatorów płatniczych i utraty dotychczasowej efektywności operacyjnej, co może implikować przyszłe problemy z dostępem do kapitału (Fedorowicz, 1993: 11). Dążąc do maksymalizacji bogactwa właścicieli, konieczne jest stosowanie właściwych w stosunku do uwarunkowań kombinacji wzrostu dochodów udziałowców. Ich realizacja zależy od stopnia wypełniania wspólnych częściowych celów strategicznych (schemat 1.3), wśród których wyróżnia się maksymalizację zysku bieżącego, zachowywanie płynności finansowej i zdolności kredytowej, wzrost udziału rynkowego oraz zaspokajanie interesariuszy.

Wzrost udziału rynkowego to cel częściowy, który w dużej mierze wynika z wielkości przeprowadzanej sprzedaży. Przedsiębiorstwo, zwiększając swój udział w rynku, zdobywa większą renomę, która przyczynia się do uzyskiwania preferencyjnych warunków i generowania lepszych wyników sprzedażowych.



Schemat 1.3. Hierarchia poziomów celów strategicznych przedsiębiorstw

Źródło: opracowanie własne podstawie: Kołosowska i in., 2006: 18; Duraj, 2004: 55; Tokarski, 2007: 32–33.

Dość podobny charakter ma inny cel cząstkowy, tj. maksymalizacja zysków bieżących. Przyjmuje się, że zyski bieżące przekładają się na wartość rynkową podmiotu i pełnią funkcję motywacyjną (Otte, 2009: 42), ponieważ są podstawą do wypłaty dywidendy. Wynik finansowy pozostaje często kategorią manipulowaną np. pod kątem ukazywania otoczeniu wizerunku przedsiębiorstwa jako rentownego i przynoszącego stałe dochody. Tym samym generowane zyski lub straty nie zawsze świadczą już o tym jak zmienił się poziom bogactwa właścicieli (Karpus, 2006: 33). Ponadto kryterium zysku wobec różnych oczekiwań właścicieli ma swoje zastosowanie jedynie w krótkim okresie i posiada wadę, jaką jest brak uwzględnienia ryzyka (Czekaj, Dresler, 2001: 16, 18), którego źródłem jest głównie niepewność terminu uregulowania należności za sprzedane dobra (Czapiewski, 2008: 110).

Chcąc generować zyski, przedsiębiorstwa muszą minimalizować częstotliwość występowania zatorów płatniczych, będących konsekwencją braku równowagi pomiędzy wpływami a wpływami pieniężnymi powiększonymi o zasoby gotówkowe (Teofil-Kaczmarek, 2007: 21). Skutkiem zakłóceń w terminowym regulowaniu płatności są m.in. utrata renomy przedsiębiorstwa, spadek zysków oraz potrzeba

większego zaopatrzenia w kapitał, co może skutkować bankructwem. Mając dodatkowo na uwadze, że przyczyny upadłości przedsiębiorstwa zwykle są konsekwencją podejmowanych działań w przeszłości, a sama upadłość stanowi zjawisko przewidywalne, które znamionuje wystąpienie pewnych z góry określonych symptomów (Matuszak, 2001: 38–39), takich jak utrata płynności finansowej, dziwić nie może, że zachowywanie płynności finansowej nieraz uchodzi za najważniejszy cel cząstkowy (Kiziukiewicz, 1995: 5). Płynność finansowa jest zagadnieniem implikującym wiele aspektów działalności przedsiębiorstwa, takich jak zdolność do regulowania zobowiązań czy długość cyklu konwersji gotówki, wiążące się dodatkowo z rentownością i wartością dodaną (Wolski, Bolek, 2016: 33–46).

Jak wynika z rozważań, na wartość rynkową przedsiębiorstwa i kwotę wypłacanych dywidend wpływa odbiór podejmowanych działań przez pożyczkodawców, potencjalnych inwestorów, kontrahentów, rywali rynkowych i pracowników, którzy stanowią grupę interesariuszy (Brigham, Houston, 2003: 4). Wszyscy oni oceniają we własnym zakresie czynności wykonywane przez przedsiębiorstwo oraz wnioskuje na tej podstawie, jaka jest faktyczna sytuacja finansowa podmiotu (Wędzki, 2003: 19). Pożyczkodawcy oczekują od przedsiębiorstwa działań wzmacniających prawdopodobieństwo odzysku ich wierzytelności, inwestorzy – działań zwiększających stopę zwrotu z inwestycji w udziały podmiotu, kontrahenci – wspierających przyszlą jakość, terminowość oraz warunki współpracy, zaś zatrudnieni polepszających siatkę płac i możliwości rozwojowe (Gołębiowski, 2001: 106). W konsekwencji może dochodzić do sytuacji, w których przedsiębrane działania są rozbieżnie interpretowane przez różne strony. Szczegółowe cele strategiczne mają wspólne obszary i często pozostają do siebie w stosunku komplementarnym. W relacji do występujących uwarunkowań rynkowych, zarządzający zobligowani są dokonywać nieustannej ich hierarchizacji. Stąd rekomenduje się przyjmowanie strategicznych celów cząstkowych w formie hybrydowej, by zawierały one cechy kilku celów szczegółowych.

1.2.3. Strategia i polityka finansowa przedsiębiorstw

Formułowanie celów strategicznych jest jednym z kluczowych elementów planowania strategicznego przez podmiot gospodarczy (Buk, Woźniak-Sobczak, 1996: 12). Samo pojęcie „strategia” powstało w starożytnej Grecji poprzez złożenie słów *stratos* (armia) i *agein* (przywództwo) (Ajchel, 2009: 22), w celu określenia zręcznie i rozważnie prowadzonej walki o charakterze wojennym (Fabiańska, 1986: 161), całościowo przygotowanej i prowadzonej (Gospodarowicz, 2000: 13). Z biegiem czasu systematycznej zmianie ulegało znaczenie pojęcia oraz jego zastosowanie, aż w końcu w latach 50. XX w. nastąpiła implementacja strategii do terminologii

ekonomiczno-gospodarczej (Tokarski, 2007: 28–29), w której to przez wiele lat strategię traktowano równoznacznie z planowaniem długookresowym (Simon, 2004). Obecnie taką interpretację uważa się za zawężoną.

Do rozwoju znaczenia terminu istotnie przyczynił się M. Marchesnay, który jest autorem ponad 30 definicji strategii. Zgodnie z jednym z najczęściej przytaczanych jego podejść, strategię należy sprowadzać do zbioru refleksji, działań oraz decyzji zmierzających do oznaczenia celów głównych razem z konkretnymi zadaniami oraz przedsięwzięcia i monitorowania zaplanowanych działań (Marchesnay, 1994: 11). Dość zbliżone podejście zaprezentowali T.J. Peters i R. Waterman, którzy wskazywali, że strategia powinna być odbierana jako długookresowa wizja działań znajdująca swoje odzwierciedlenie w bieżących celach operacyjnych, charakterze prowadzonej polityki oraz regułach postępowania (Pierścionek, 1996: 10). Zaprezentowane definicje nie osadzają strategii w nieprzewidywalnych warunkach rynkowych, wskutek czego nie uwzględniają szans i zagrożeń płynących z koniunktury, na co zwracał uwagę P. Drucker (Drucker, 2000: 43).

Pewnego rodzaju połączenie przedstawionych podejść zawarte jest w, próbującym odnieść pojęcie strategii do przedsiębiorczości, stanowisku Z. Pierścionka, który wyrażał pogląd, że strategia organizacji gospodarczej jest zespołem skoordynowanych działań, dopasowanych do sytuacji zarówno jej, jak i otoczenia, ukierunkowanych na osiągnięcie celów przedsiębiorstwa (Pierścionek, 1996: 13). J. Jeżak doprecyzował strategię przedsiębiorstwa jako system określonych wartości zorientowanych na identyfikację oraz ewaluację szans i zagrożeń występujących na drodze do dokonywania wyborów i podejmowania działań, które gwarantować będą egzystencję podmiotu w długim okresie (Jeżak, 2000: 9). Z uwagi na brak jednolitości preferencji akcjonariuszy, strategię przedsiębiorstwa powinno ukierunkowywać się na maksymalizację długookresowych korzyści udziałowców aniżeli na zapewnienie istnienia w długim okresie. Szczególnym zadaniem zarządzania strategicznego jest wyznaczenie i implementowanie tzw. strategii funkcjonalnych, będących podrzędnymi w stosunku do strategii ogólnej (Tokarski, 2007: 38). Do strategii funkcjonalnych zalicza się strategię: marketingową, technologiczną, kadrową, logistyczną, finansową. Za najważniejszą uchodzi najczęściej strategia finansowa (Jaworski, 2010: 192, 194; Zadora, 2004: 25).

W wąskim ujęciu strategia finansowa bywa definiowana jako szereg zasad podległych wdrażaniu strategii rozwojowej, a dotyczących pozyskiwania i wykorzystywania środków kapitałowych (Czapiewski, Mizerka, 2002: 98). W szerszym kontekście, strategia finansowa traktowana jest jako proces, w ramach którego następuje dopasowywanie zewnętrznych zasobów kapitałowych do strategii rozwoju organizacji oraz zamierzeń inwestycyjnych (Ward, Grundy, 1996: 322–324) poprzez formułowanie celów finansowych, określanie obszaru zarządzania finansami oraz podejmowanie decyzji w zakresie doboru i sposobów stosowania odpowiednich instrumentów finansowych (Karpus, 2006: 41). Strategia finansowa przedsiębiorstwa obejmuje strategię zarządzania aktywami trwałymi i bieżącymi (strategia in-

westowania w majątek), strukturą finansowania (strategia pozyskiwania kapitału), redystrybucją dochodów akcjonariuszy (m.in. sposób podziału zysku, pokrycia straty), rentownością operacyjną, ryzykiem i podatkami (Kołosowska i in., 2006: 11; Wawryszuk, 2005: 283). W tworzeniu strategii finansowej można wyszczególnić procesy, tj. formułowania zamierzeń, ustalania możliwości i określania sposobów osiągnięcia zamierzeń (Jaworski, 2010: 194) oraz ich podetapy (zob. tabela 1.4).

Tabela 1.4. Podetapy procesów tworzenia strategii finansowej

Proces formułowania zamierzeń	Proces ustalania możliwości	Proces określania sposobów realizacji zamierzeń
Wyznaczanie celów	Analiza otoczenia	Tworzenie strategii rozwoju
Analiza prognoz	Ocena potencjału przedsiębiorstwa	Identyfikacja strategii konkurencji
Identyfikacja zagrożeń	Określanie przewag konkurencyjnych	Tworzenie strategii funkcjonalnych (w tym finansowej)

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Jaworski, 2010: 194.

Przyjmuje się, że warunkiem niezbędnym do osiągnięcia założonych celów jest umiejętne prowadzenie tzw. „polityki finansowej”. Sam termin „polityka” używany jest najczęściej w skali makroekonomicznej, gdzie oznacza sztukę rządzenia podporządkowaną realizacji celów politycznych, gospodarczych i społecznych. Politykę można zdefiniować jako ogół działań podejmowanych w zakresie wykorzystania właściwych narzędzi do realizacji zamierzonych celów. Uwzględniając zaprezentowane stanowisko, politykę finansową można określić jako szereg praktycznych czynności odnoszących się do procesu ustalania zasad rozwoju systemu gospodarczego przedsiębiorstwa i sposobów gospodarowania środkami, służących osiągnięciu założonych celów finansowych, zgodnych z przyjętą strategią finansową (Skoczylas, 2008: 22; Karpuś, 2006: 51; Zalewski, 1999: 31). Mając na uwadze, że strategia finansowa obejmuje kilka strategii podległych, wskazać można również szereg polityk podporządkowanych polityce finansowej. Szczególną składową polityki finansowej jest tzw. „polityka finansowania”. Kierując się tym, że finansowanie najczęściej równoważone jest z gromadzeniem środków pieniężnych (Karpuś, 2006: 41), politykę finansowania można sprowadzać do sposobu pozyskiwania kapitału i jego alokacji z zamiarem realizacji określonych celów (podejście wąskie). Z uwagi jednak na to, że strategię finansowania można utożsamiać z długookresowym planem działań, określającym sposoby nabywania kapitału oraz formowania struktury aktywów w związku z realizacją celu głównego przedsiębiorstwa (Tokarski, 2007: 41–42), politykę finansowania można uznać za formę wdrażania owego planu w życie, która jest kombinacją polityki struktury finansowania, inwestowania w majątek i redystrybucji dochodów. Przyjmuje się,

że fundamentalne dla prawidłowej realizacji polityki finansowania jest określenie postulatów o charakterze zasad finansowania (Skowronek-Mielczarek, 2002: 62), wskazanie celów przyświecających prowadzonej polityce, nakreślenie jej ram oraz identyfikacja i umiejętne stosowanie narzędzi wykorzystywanych w procesie (Karpus, 2006: 41). Z polityką finansowania nierozłącznie związane jest zagadnienie optymalizacji struktury kapitału, które bywa uważane za jedno z trzech głównych, obok przewidywalnej działalności operacyjnej i opcji rzeczywistych, źródeł wartości podmiotu (Michalski, 2001: 43).

1.3. Teorie struktury kapitału jako rekomendacje dla polityki finansowania przedsiębiorstw

1.3.1. Systematyka teorii struktury kapitału

Optymalizacja struktury finansowania wzbudza zainteresowanie badaczy mniej więcej od lat 50. XX w. (Kubiak, 2005: 13). Za prekursora w dziedzinie badań nad strukturą kapitałową przedsiębiorstw uważany jest D. Durand, który w 1952 r. stworzył pierwszy model dotyczący struktury kapitału (Jerzemowska, 1999: 7). Przełomowa dla rozwoju tej tematyki okazała się dopiero publikacja F. Modiglianiego i M. Millera (późniejszych laureatów Nagrody Nobla) w 1958 r. (Modigliani, Miller, 1958: 261–297), która zapoczątkowała szersze rozważania dotyczące zagadnienia optymalnej struktury kapitałowej (Grzywacz, 2008: 9). Stwierdzili oni, że wartość przedsiębiorstwa nie zależy od stosunku jego długu do kapitału własnego, czyli sposobu finansowania przedsiębiorstwa. Z uwagi na wiele poczynionych uproszczeń, oprócz pozytywnych głosów, ich praca (zwana „modelem M–M”) spotkała się też z krytycznymi ocenami. Stąd też model nieustannie był modyfikowany przez jego twórców. Ich drugie twierdzenie głosi, że „dźwignia finansowa firmy nie ma wpływu na średni ważony koszt kapitału, czyli że koszt kapitału własnego jest funkcją liniową wskaźnika długu do kapitału własnego” (Miller, Modigliani, 1961: 411–433). Najważniejszej korekty Modigliani i Miller dokonali w 1963 r. (Modigliani, Miller, 1963: 433–443), kiedy swój model uzupełnili o podatek dochodowy. Zgodnie z trzecim twierdzeniem, wartość firmy jest niezależna od jej polityki dywidend, zaś czwarte twierdzenie głosi, że właściciele kapitału własnego są obojętni wobec polityki finansowej przedsiębiorstwa (Miller, 1988: 99–120).

Aspektem pominiętym przez naukowców było występowanie kosztów bankructwa, które stanowią o braku opłacalności zadłużania przedsiębiorstwa powyżej

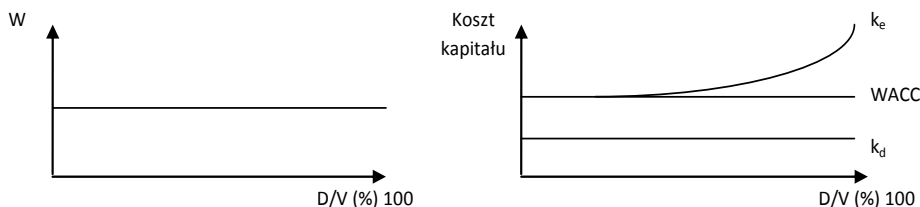
pewnego poziomu. Z czasem problematyka dotycząca kosztów bankructwa stała się odrębną teorią struktury kapitału (jako jeden z pierwszych w takim aspekcie koszty bankructwa przedstawił N. Baster w 1967 r.), jak również została zaimplementowana do modelu M–M (Gajdka, 2002: 109, 167). Podobnie wyglądała sytuacja z kosztami agencji, na których – dzięki publikacji M. Jensena i W. Mecklinga w 1976 r. – oparto osobną teorię struktury kapitału. Przeciwwagę dla modelu M–M zaproponowali w 1980 r. R.W. Masulis i H. De Angelo, wskazując, że przedsiębiorstwo może osiągać takie same korzyści podatkowe z nieodsetkowej tarczy podatkowej jak przy finansowaniu się długiem. Część ekonomistów zalicza się zaś do zwolenników teorii asymetrii informacyjnej, wśród których można wyróżnić teorię sygnalizacji autorstwa S. Rossa (1977 r.) i hierarchii źródeł finansowania S.C. Myersa i N. Majlufa (1984 r.). Obydwie teorie zakładały wyższość wewnętrznej wiedzy i przekonań zarządzających nad kalkulacjami sporządzanymi na podstawie ogólnie dostępnych danych.

1.3.2. Charakterystyka wybranych teorii struktury kapitału

Pierwsza teoria D. Duranda (Durand, 1952: 234, 235) została oparta na założeniu, że wycena kosztu kapitału jest równoznaczna z szacunkiem wartości przedsiębiorstwa. Pionier zagadnień dotyczących struktury kapitału stał na stanowisku, że jedyną właściwą formą ewaluacji jest wycena metodą dochodową, która opierała się na stopie dyskontowej. Stopa dyskontowa miała z kolei według Duranda obejmować oprocentowanie kapitału oraz ryzyko i być równa co do wartości stopie zwrotu z kapitału. WACC stanowił stąd stopę dyskontową stosowaną do obliczania NPV (zaktualizowanej wartości netto), przy czym im wyższe wartości przyjmował WACC, tym na niższym poziomie był NPV. Durand zaprezentował trzy różne podejścia do tematyki struktury kapitału, tj. *podejście zysku operacyjnego* (w skrócie NOI), *podejście zysku netto* (w skrócie NI) i *podejście kompromisu* (Gajdka, 2002: 67–68).

Głównym założeniem przy NOI było to, że wycena aktywów sprowadza się do wyceny akcji, a zysk operacyjny jest niezmienny w czasie, aż do nieskończoności (Gajdka, 2002: 69–71). *Teoria zysku operacyjnego* stanowiła, że ryzyko finansowania przedsiębiorstwa ma charakter niezależny względem struktury kapitału, której zmiana może wpływać jedynie na rozkład ryzyka na poszczególne grupy inwestorów, a nie na dochód przedsiębiorstwa. Przyjmując więc, że wartość przedsiębiorstwa zależy jedynie od zysku operacyjnego netto, należy wysunąć tezę o braku wpływu zmiany struktury kapitału na wartość przedsiębiorstwa (Stradomski, 2004: 24), co przedstawia wykres 1.1 – po lewej stronie. Ilustracja po prawej stronie pokazuje z kolei zachowanie się kosztu kapitału własnego i obcego oraz średniego

ważonego kosztu ryzyka pod wpływem zmiany proporcji długu do kapitału własnego. Jak widać, koszt kapitału obcego jest stały, zaś własnego, w związku z oczekiwaniami przez właścicieli wyższych dochodów stosownie do zwiększenia się poziomu ryzyka, wzrasta przy większym wykorzystywaniu długu. Wzrost ten nie jest na tyle istotny, by mógł wpłynąć na zmianę całkowitego kosztu kapitału. Durand podkreślał jednocześnie przy tym, że opisywane przez niego relacje zachodzą wówczas, gdy wielkość zaciąganych zobowiązań jest racjonalna i nie wynika z bezpośredniego zagrożenia bankructwem (Gajdka, 2002: 70–72).



gdzie:

W – wartość przedsiębiorstwa,

D/V (%) – stosunek rynkowej wartości długu do wartości przedsiębiorstwa wyrażony w %,

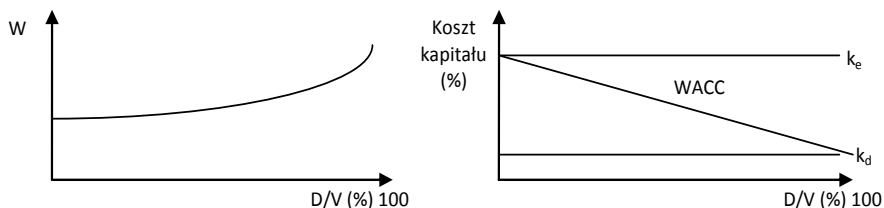
k_e – koszt kapitału własnego,

k_d – koszt kapitału obcego,

Wykres 1.1. Struktura kapitałowa a wartość przedsiębiorstwa – podejście NOI

Źródło: Gajdka, 2002: 70–71.

W latach 60. XX w. większym uznaniem cieszyło się *podejście zysku netto* (NI). Zgodnie z nim, szacowanie wartości spółki następować winno na podstawie stałej kapitalizacji zysku netto. Podejście zysku netto zakładało, że wraz z intensyfikacją finansowania kapitałem obcym następuje wzrost wartości przedsiębiorstwa (wykres 1.2).



Wykres 1.2. Struktura kapitałowa a wartość przedsiębiorstwa – podejście NI

Źródło: Gajdka, 2002: 73–74.

Zgodnie z wykresami, wzrost zobowiązań w relacji do funduszy własnych, choć nie wpływa na koszt długu i kapitału własnego, powoduje spadek średniego ważonego kosztu kapitału. Fakt ten argumentowano tym, że skoro koszt kapitału obcego jest niższy od kosztu kapitału własnego, to każdy wzrost zadłużenia będzie powodował zmniejszenie WACC (Czekaj, Dresler, 2001: 91). Z teorii można wysunąć wnioszek, że chcąc maksymalizować wartość, przedsiębiorstwa powinny w całości finansować się długiem (Stradomski, 2004: 23).

Teorie zysku operacyjnego i zysku netto nie uwzględniały podatku dochodowego i prowadziły do odmiennych wniosków. W modelu NOI wzrost zadłużenia nie wpływał na wartość przedsiębiorstwa oraz powodował wzrost kosztu kapitału własnego, podczas gdy w podejściu NI intensyfikacja długu pozytywnie wpływała na wartość przedsiębiorstwa, zmniejszając WACC, w którym nie uwzględniano innych niż odsetkowe kosztów finansowania obcego (Stradomski, 2004: 24). Durand uważał, że możliwe jest znalezienie pewnego konsensusu pomiędzy oboma podejściami. W modelu kompromisowym zakładał, że wzrost zadłużenia wpływa korzystnie na wartość przedsiębiorstwa, nadmieniając, iż taki stan nie może trwać w nieskończoność. Uzasadniane to było głównie niechęcią inwestorów do współpracowania na takich samych zasadach z podmiotem, który z uwagi na wzrost zadłużenia, stawał się mniej bezpieczny. W takich przypadkach, pożyczkodawcy zwyczajowo mieli żądać tzw. „superpremię” za ponoszone przez siebie ryzyko (Gajdka, 2002: 73–77). Zdaniem Duranda, gdy inwestorzy akceptują wzrost ryzyka, bez dodatkowego wynagrodzenia, to właściwy jest model NI, zaś w przeciwnym wypadku model NOI.

F. Modigliani i M. Miller publikując swoją pracę pt. *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, dokonali przewrotu w dotychczasowym myśleniu na temat optymalnej struktury kapitałowej. Najważniejszymi wnioskami z badań Modiglianiego i Millera były stwierdzenia, że struktura kapitałowa nie ma wpływu na wartość przedsiębiorstwa, zaś średni ważony koszt kapitału i koszt kapitału własnego rosną wraz ze wzrostem udziału długu w finansowaniu przedsiębiorstwa (Jerzemska, 1999: 8).

Do głównych założeń, podjętych przez Modiglianiego i Millera w ich pierwszym modelu zaliczyć można (Janasz, 2011: 4; Czekaj, Dresler, 2001: 93; Stradomski, 2004: 106):

- możliwość pomiaru ryzyka za pomocą odchylenia standardowego oczekiwanego EBIT,
- spójność oczekiwań wszystkich inwestorów w zakresie EBIT,
- przyporządkowanie podmiotów o równych dochodach i ryzyku do jednej grupy ryzyka,
- niezmiennosc w czasie strumieni przepływów pieniężnych, przekładającą się na stałość poziomu generowanych zysków (brak możliwości rozwoju przedsiębiorstwa),

- doskonałość rynku kapitałowego,
- brak premii za ryzyko przy nakładanym oprocentowaniu przez dawców kapitału.

Na bazie tych założeń ww. ekonomiści twierdzili, że przy braku opodatkowania zysków jedynym czynnikiem kształtującym wartość przedsiębiorstwa jest EBIT w relacji do oczekiwanej przez właścicieli stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału. Modigliani i Miller wysuwali hipotezę, że niemożliwy jest wpływ zadłużenia na wartości przedsiębiorstw, gdyż na skutek procesów arbitrażowych (nabywanie przez inwestorów akcji spółek niedowartościowanych i sprzedaż przeszacowanych) nastąpiłoby ich wyrównywanie. Pewnego rodzaju wynikową wobec konstatacji Modiglianiego i Millera była hipoteza o równości pomiędzy kosztem kapitału przedsiębiorstwa zadłużonego a kosztem kapitału własnego podmiotu powiększonego o premię za ryzyko. Jest o tyle istotne, że idąc w ślad za rozważaniami ekonomistów, wskutek podniesienia poziomu zadłużenia, zwiększeniu musi ulegać także wolumen generowanych zysków, powodujący również wzrost oczekiwań inwestorów co do stopy zwrotu z kapitału własnego. W efekcie zalety z intensyfikowania poziomu zadłużenia równoważą się z jego negatywnymi konsekwencjami w postaci większych roszczeń ze strony inwestorów (Czekaj, Dresler, 2001: 94–96).

W zmodyfikowanej później teorii, Modigliani i Miller wyrażali pogląd, że gdy zyski podlegają opodatkowaniu, to sytuacja wygląda nieco inaczej niż w ich pierwszym modelu, tj. wówczas głównym czynnikiem determinującym wartość przedsiębiorstwa pozostaje EBIT, ale skorygowany o podatek, który pełni inną funkcję przy dźwigu (odsetki zmniejszają podstawę opodatkowania), a inną przy dywidendzie (podatek płatny z zysku do podziału). Z rozważań wynika, że podmioty mające wysoki udział kapitału obcego w strukturze kapitałowej mają niższy koszt kapitału własnego i większą wartość niż podmioty, które nie finansują się długiem. Nie należy z tego wnioskować, że chcąc zwiększyć wartość przedsiębiorstwa trzeba dążyć do maksymalizacji dźwigu, gdyż po przekroczeniu pewnego poziomu pojawiają się tzw. koszty bankructwa, będące odzwierciedleniem wzrostu ryzyka upadłości (Czekaj, Dresler, 2001: 99–100, 102–103).

Teoria kosztów bankructwa, choć implementowana była także do teorii stworzonych przez Duranda oraz M–M, stanowi w finansach oddzielny nurt teoretyczny odnoszący się do problematyki optymalnej struktury kapitałowej. Główne założenie teorii opiera się na tym, że wobec spowodowanego wysokim zadłużeniem zagrożenia dla obsługi zobowiązań, przedsiębiorstwo ponosi niewspółmierne koszty w stosunku do korzyści z lewarowania. Występowanie takich kosztów wymusza sprzedaż aktywów po obniżonej cenie, a co się z tym wiąże i utratę marży, spadek EBIT, ograniczenie potencjalnych korzyści podatkowych i zmniejszenie wartości podmiotu (Gajdka, 2002: 169–171, 177). Najczęściej wyróżnia się dwa rodzaje kosztów bankructwa: bezpośrednie oraz pośrednie. Bezpośrednie koszty bankructwa odnoszą się do kosztów formalnej upadłości przedsiębiorstwa i obejmują koszty związane z restrukturyzacją lub likwidacją majątku. Pośrednie

koszty bankructwa pojawiają się na skutek chwilowego zaniechania lub zagrożenia regulowania zobowiązań płatniczych (Kubiak, Nowaczyk, 2011: 381), a zalicza się do nich koszty utraconej sprzedaży, straty spowodowane utratą zaufania kontrahentów oraz koszty prawne i administracyjne (koszty postępowań sądowych i egzekucji z zabezpieczeń, koszty zmian w zarządzie) (Stradomski, 2004: 41). Jak wskazują badania przeprowadzone przez Andrade i Kaplana, pośrednie koszty bankructwa stanowią od 10 do 20% wartości przedsiębiorstwa (Stradomski, 2004: 379). Dlatego też często przyjmuje się, że zwiększanie długu w strukturze kapitałowej przedsiębiorstwa powinno być poparte podejmowanymi działaniami na rzecz minimalizacji kosztów bankructwa, agencji i asymetrii informacji (Stradomski, 2004: 47).

Koszty agencji były przez lata uważane za pewnego rodzaju formę kosztów bankructwa. Są one rozumiane jako koszty powstałe w wyniku konfliktu interesów pomiędzy różnymi interesariuszami przedsiębiorstwa. Najczęściej wyróżnia się dwa rodzaje grup konfliktów: między zarządem a akcjonariuszami oraz między akcjonariuszami a wierzycielami. Teoretycznie, konflikt interesów pomiędzy menedżerami a właścicielami może zastanawiać – modelowo obydwie grupy powinny dążyć do wzrostu wartości rynkowej przedsiębiorstwa. W praktyce taka sytuacja ma miejsce w zasadzie tylko, jeśli właściciele są jednocześnie menedżerami. Często zdarza się, że zarządzający podejmują działania zwiększające poziom świadczeń na ich rzecz, przyczyniając się w ten sposób do wzrostu kosztów, co znajduje przełożenie na mniejszy (w związku ze spadkiem zainteresowania ze strony inwestorów) przyrost wartości rynkowej podmiotu. Na ukazaną zależność jako pierwsi zwrócili uwagę M.C. Jensen i W.H. Meckling (Jensen, Meckling, 1976: 305–360), którzy dowodzili ją ujemnym tangensem kąta nachylenia pomiędzy krzywą wyznaczającą wartość rynkową przedsiębiorstwa a określającą wysokość możliwych do zrealizowania świadczeń na rzecz zarządzających, wyprowadzaną w sytuacji, gdy menedżerowie nie są w całości udziałowcami podmiotu (Gajdka, 2002: 189–190, 194). Akcjonariusze są niejednokrotnie zwolennikami rozwiązań, które przyczyniają się do obniżania wartości podmiotu w związku z chęcią utrzymania dotychczasowego udziału w akcjonariacie lub maksymalizacji bieżącego zysku. Chcąc możliwie zwiększyć swój bieżący dochód, preferują rozwiązania bardziej ryzykowne niż zarządzający, godząc się na wysoki udział zadłużenia w strukturze kapitałowej. Menedżerowie są zaś najczęściej bardziej skory do wybierania najbezpieczniejszych form finansowania (Bruinshoofd, Kool, 2002). Kwestia ryzyka działalności stanowi przy tym nie tylko oś konfliktu pomiędzy akcjonariuszami a menedżerami, ale także i pomiędzy akcjonariuszami a wierzycielami (Gajdka, 2002: 205).

Ze względu na rozbieżności interesów, odrzuca się potencjalnie najprostszy sposób rozstrzygnięcia konfliktów pomiędzy akcjonariuszami a menedżerami i otoczeniem, którym jest koncentracja udziałów w rękach jednego właściciela (Gajdka, 2002: 206, 215). Z uwagi na duże znaczenie opisywanej tematyki, począwszy od 1988 r. (publikacja rozważań M. Harrisa i A. Raviva) problematyka wpływu

kosztów agencji na decyzje dotyczące gospodarowania kapitałem jest podnoszona do rangi oddzielnej teorii struktury kapitałowej.

Interesującym rozwinięciem teorii Modiglianiego i Millera jest teoria nieodsetkowych osłon podatkowych (zwana też teorią podatkową) H. DeAngelo, R.W. Masulisa (DeAngelo, Masulis: 1980: 4–18). Zgodnie z nią przedsiębiorstwo dobiera swoją strukturę kapitałową w ten sposób, aby zminimalizować swoje obciążenia podatkowe. Przy dążeniu do tego, organizacje mogą wykorzystywać odsetkowe (będące konsekwencją zaciągniętego długu), jak i nieodsetkowe (np. odpisy amortyzacyjne, inwestycyjne ulgi podatkowe) osłony podatkowe. Ekonomisci twierdzili, że przedsiębiorstwa, które mają wysoki potencjał nieodsetkowych tarcz podatkowych, poprzez ich wykorzystanie mogą osiągać te same korzyści, co podmioty mocno intensyfikujące efekty dźwigni finansowej. Ponadto uważali, że wykorzystywanie nieodsetkowych osłon podatkowych zmniejsza pozytywne efekty dźwigni finansowej osiągnane dzięki finansowaniu się długiem, powodując, że bardziej opłacalne jest finansowanie się obciążonym mniejszym ryzykiem kapitałem własnym (Gajdka, 2002: 137–141, 150).

Zupełnie odmienne podejście w stosunku do teorii M–M zaprezentowali S.C. Myers i N.S. Majluf (Myers, Majluf, 1984: 187–221), którzy zakładali, że przy wyborze odpowiedniej struktury kapitałowej przedsiębiorstwa kierują się ustaloną kolejnością wyboru, nazywając to *teorią hierarchii źródeł finansowania lub preferencji*. Zgodnie z nią, podmioty gospodarcze nie starają się opierać swojej działalności o strukturę finansowania, która zapewni maksymalizację wartości przedsiębiorstwa, lecz postępują zgodnie z posiadanym katalogiem preferencji. Podstawową regułą jest tzw. hierarchizacja źródeł, polegająca na tym, że przedsiębiorstwo wykorzystuje zasoby znajdujące się dalej na liście preferencji dopiero wówczas, gdy niemożliwe jest zaspokojenie występujących potrzeb kapitałowych tymi źródłami, które znajdują się wyżej (Kubiak, 2005: 14). Przedsiębiorstwa starają się wykorzystywać wewnętrzne formy finansowania, stąd w pierwszej kolejności wybierają finansowanie zyskiem zatrzymanym i amortyzacją, gdyż są one najbezpieczniejsze (Myers, 2003: 25). Dopiero z chwilą wyczerpania się wewnętrznych zasobów sięgają po finansowanie zewnętrzne (Grinberger, Nehrebecka, 2015: 44) – najpierw po kapitał obcy, następnie hybrydowy, a na końcu zewnętrzny kapitał własny w formie emisji akcji (Chojnacka, 2011: 38).

Według teorii hierarchii źródeł finansowania, proces doboru odpowiedniego źródła jest kilkuetapowy. Analiza źródeł jest dokonywana pod kątem ich kosztu, dostępności, elastyczności i ryzyka z nimi związanego. A. Rutkowski wskazuje, że przy analizie źródeł finansowania należy wziąć pod uwagę także spodziewane efekty dźwigni finansowej (Rutkowski, 2007: 265), a otrzymywane wyniki są porównywane do ogółu i konkretnych źródeł (Kubiak, 2005: 21). Zgodnie ze zmodyfikowaną teorią hierarchii, szczególnie istotne znaczenie dla preferencji ma tzw. jego pojemność zadłużeniowa, która wyznacza granicę opłacalności zadłużania się. W efekcie, gdy występować będzie wysokie ryzyko ponoszenia znacznych kosz-

tów trudności finansowych (tj. gdy poziom wykorzystania kapitału obcego będzie bliski maksymalnej pojemności zadłużeniowej), to preferencje przedsiębiorstwa mogą być inne niż wskazywane w typowej kolejności doboru źródeł finansowania (Chojnacka, 2011: 38–39). Słuszność teorii hierarchii źródeł finansowania nie została jeszcze potwierdzona na przykładzie spółek notowanych na GPW (Chojnacka, 2011: 46). Inną teorią asymetrii informacji jest *teoria sygnalizacji*. Zgodnie z nią, każda zmiana struktury kapitałowej stanowi impuls dawany inwestorom o wiedzy posiadanej przez osoby zarządzające, które są lepiej zaznajomione z sytuacją i uwarunkowaniami przedsiębiorstwa. Świadomi tego faktu menedżerowie mogą więc ustalać strukturę kapitałową. Autor teorii, S. Ross, wskazywał, że słabym spółkom opłaca się podawać na rynek fałszywy komunikat poprzez odpowiedni dobór struktury kapitałowej, gdy korzyści z niego są niższe od kosztów bankructwa. Zwolennicy teorii sygnalizacji (m.in. S. Ross, R. Heinkel, E. Leland, D. Pyle i R.W. Masulis) byli zgodni co do tego, że wizerunkowi przedsiębiorstwa sprzyja wysoki udział długu w strukturze kapitałowej, kierując się tym, że słabe jednostki nie są w stanie korzystać z zadłużenia na takim poziomie jak te mocne (Gajdka, 2002: 229, 249, 251, 255).

1.3.3. Determinanty realizacji polityki finansowania w świetle teorii struktury kapitału

W zależności od przyjętej teorii struktury kapitału wyprowadzić można różne wnioski dla prowadzonej polityki finansowania, co przedstawia tabela 1.5.

Zgodnie z większością teorii (teorie: M–M z podatkami, zysku netto i kompromisowa Duranda, sygnalizacji, bankructwa i agencji), na wartość przedsiębiorstwa pozytywnie wpływa zwiększanie zadłużenia. Poza koncepcją sygnalizacji, teorie struktury kapitału zakładają, że to pozytywne oddziaływanie będzie mieć miejsce tylko do momentu, w którym poziom ryzyka związanego ze zobowiązaniami spowoduje powstanie kosztów bankructwa przewyższających korzyści z finansowania się długiem. Niektóre teorie wskazują z kolei, że wzrost zadłużenia może wpływać zarówno pozytywnie, jak i negatywnie, na wartość przedsiębiorstwa, niezależnie od kosztów bankructwa (teorie: hierarchii i podatkowa).

Na bazie teorii struktury kapitałowej przyjmuje się:

- koncepcję wymiany, zgodnie z którą następuje wzajemne przenikanie się negatywnych skutków utrzymywania zwiększonego poziomu zadłużenia z pozytywnymi efektami zaciągania długu i stosowania tarczy podatkowej (Lewiński vel Iwański, 2012: 29–31),

Tabela 1.5. Wnioski z teorii struktur kapitału

Nazwa teorii		Istnienie optymalnej struktury kapitału	Wpływ wzrostu zadłużenia na WACC	Istnienie granicznego poziomu zadłużenia	Determinanty struktury kapitału
Teorie Duranda	NOI	nie	neutralny*	nie	brak
	NI	tak	pozytywny	nie	zdolność do zaciągania długu
	Kompromisowa	tak	pozytywny/negatywny	tak	zdolność do zaciągania długu koszt kapitału ryzyko zatorów płatniczych „superpremia” za ryzyko EBIT
Teorie M–M	Bez podatków	nie	neutralny	nie	brak
	Z podatkami	tak	pozytywny/negatywny	tak	efektywność zarządzania aktywami EBIT zdolność do zaciągania długu koszt kapitału stopa podatku dochodowego polityka dywidendy ryzyko zatorów płatniczych stabilność kursu akcji koszty bankructwa
Teorie asymetrii	Teoria hierarchii źródeł finansowania	nie	pozytywny/negatywny	tak	koszt kapitału dostępność kapitału elastyczność kapitału ryzyko zatorów płatniczych
	Teoria sygnalizacji	tak	pozytywny	tak	asymetria informacji zdolność do zaciągania długu polityka dywidendy EBIT
Teoria agencji		tak	pozytywny/negatywny	tak	zdolność do zaciągania długu ryzyko zatorów płatniczych stabilność kursu akcji koszty bankructwa polityka dywidend świadczenia na rzecz zarządzających skłonność do ryzyka EBIT
Teoria bankructwa		tak	pozytywny/negatywny	tak	ryzyko zatorów płatniczych stabilność kursu akcji koszty bankructwa EBIT
Teoria podatkowa		tak	pozytywny/negatywny	tak	potencjał nieodsetkowych osłon podatkowych stopa podatku dochodowego EBITDA

* pod warunkiem, że poziom zobowiązań jest racjonalny i nie wynika wprost z zagrożenia bankructwem

Źródło: opracowanie własne.

- zasadę „granicznej” optymalizacji struktury kapitałowej, według której przedsiębiorstwo podnosić będzie swoją wartość poprzez zwiększanie udziału długu w strukturze kapitałowej, ale do pewnego granicznego punktu, po przekroczeniu którego wzrastać będzie cena za udostępniony kapitał (Janik, Paździor, 2011: 123),
- założenie, że osiągnięcie optymalnej struktury kapitałowej następuje, gdy zachowane są odpowiednie relacje pomiędzy stopą ryzyka a dochodowością (Fedorowicz, 1993: 138).

W zależności od tego, którą teorię uzna się za słuszną można wskazać różne determinanty struktury kapitałowej przedsiębiorstwa. W *modelach NOI Duranda i M–M bez podatków* wartość przedsiębiorstwa nie jest w żaden sposób zależna od struktury finansowania podmiotu. Tym samym, nie ma potrzeby ustalania kryteriów doboru źródeł finansowania. W *modelu NI* struktura kapitałowa zależy tylko i wyłącznie od zdolności do zaciągania długu. Wynika to z faktu, że wymieniona koncepcja zakłada wzrost wartości przedsiębiorstwa przy każdym zwiększeniu poziomu długu. *Podejście kompromisowe Duranda* stanowi, że wzrost zadłużenia jest opłacalny dla podmiotu, dopóki korzyści dochodowe przewyższają koszty finansowania się długiem uwzględniające „superpremię” za ryzyko. Przy ustalaniu struktury kapitałowej należy dokonać zestawienia efektów dochodowych możliwych do zrealizowania w sytuacji zaciągnięcia długu (EBIT) z jego kosztem. W przypadku braku „superpremi” dla wierzycieli, podobnie jak w teorii NOI, nie ma potrzeby kształtowania struktury kapitałowej.

Również Modigliani i Miller w swoim modelu *uwzględniającym występowanie podatków* głosili, iż kluczowe przy wyborze źródeł finansowania jest porównanie korzyści dochodowych z kosztami zadłużania się. Ekonomisci ci pojmowali szerzej zarówno korzyści dochodowe (nie tylko EBIT), jak i koszt kapitału, uwypuklając efekty tarczy podatkowej i koszt podatku dochodowego przy wypłacie dywidend. W konsekwencji zaimplementowania do teorii M–M wniosków płynących z teorii kosztów bankructwa, zarządzający finansami powinni przy ustalaniu struktury kapitału brać pod uwagę prawdopodobieństwo zatorów płatniczych oraz charakter i wysokość ewentualnych kosztów bankructwa. Podstawę do identyfikacji stanowi analiza wrażliwości kursu akcji przedsiębiorstwa.

Opisane kwestie stanowią fundamenty przy wyborze sposobów finansowania w *teorii kosztów bankructwa*, którą uwzględnia też *teoria kosztów agencji*. W teorii tej, kluczowe dla ustalania struktury kapitału są także inne kwestie rodzące konflikty między właścicielami a zarządzającymi, takie jak wysokość świadczeń dla menedżerów czy prowadzona polityka dywidendy, która również jest źródłem sporów pomiędzy właścicielami a pożyczkodawcami.

Zupełnie inne determinanty kształtowania zasobów kapitałowych można wyróżnić kierując się *teorią podatkową*. Teoria ta stanowi, że decyzje dotyczące struktury kapitału sprowadzają się do dokonywania wyborów pomiędzy korzystaniem z odsetkowych i nieodsetkowych osłon podatkowych, na które wysokość długu

nie wpływa. Poziom zadłużenia jest tym wyższy, im niższy jest: potencjał nieodsetkowych ulg podatkowych i stopa podatkowa oraz im bliższy swojej maksymalnej wartości jest EBIT.

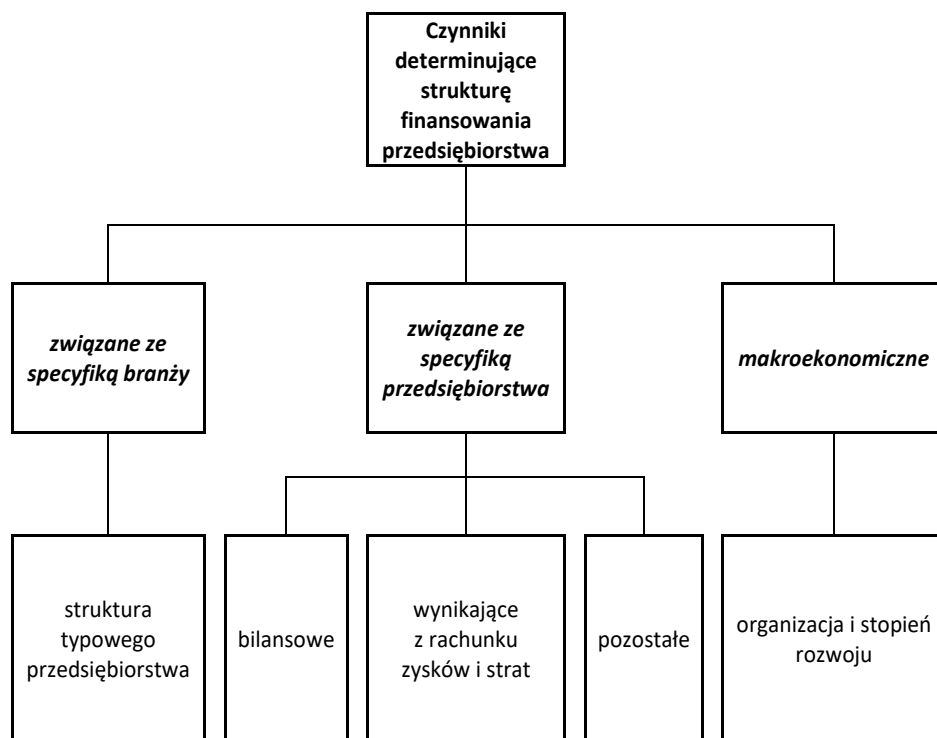
Z kolei zgodnie z *teorią sygnalizacji*, przy ustalaniu struktury kapitałowej fundamentalne znaczenie ma asymetria informacji. Przyjmuje się, iż z uwagi na większy błąd wyceny rynkowej przy finansowaniu długookresowym, przedsiębiorstwa niedoszacowane dążą do intensyfikacji zadłużenia krótkoterminowego, a przeszacowane do pozyskiwania kapitału o charakterze długoterminowym (Stradomski, 2004: 146–148). Czynnością negatywnie odbieraną przez otoczenie rynkowe jest emisja akcji, która winna być przeprowadzana tylko, gdy akcje są przewartościowane. W teorii uznaje się, iż powinno stosować się dźwignię finansową z uwzględnieniem rezerwy na wystąpienie sytuacji kryzysowej, tak aby móc w przypadku jej wystąpienia zaciągnąć dług, a nie finansować się środkami z emisji akcji (Gryko, 2011: 70). Rezerwa ta jest wypadkową: generowanego zysku operacyjnego, stosowanej polityki podziału zysków i zdolności do zaciągania zobowiązań.

Struktura kapitału wg *teorii hierarchii* jest wypadkową kosztu, dostępności i elastyczności środków kapitałowych oraz wynikającego z nich ryzyka wystąpienia zatorów płatniczych. Na te aspekty wpływają z kolei takie relacje jak (Chojnacka, 2011: 40–42):

- wskaźnik sumy wypłat dywidend i innych wydatków z tytułu podziału zysku oraz wydatków na spłatę zobowiązań finansowych (w tym odsetek) do aktywów ogółem,
- stosunek nadwyżki pieniężnej stanowiącej sumę początkowego stanu środków pieniężnych i przepływów z działalności operacyjnej i inwestycyjnej do sumy aktywów,
- wielkość przedsiębiorstwa wyznaczana logarytmem naturalnym z aktywów ogółem,
- udział aktywów trwałych w aktywach ogółem,
- wskaźnik wartości rynkowej do wartości księgowej aktywów,
- relacja amortyzacji do aktywów ogółem,
- rentowność przedsiębiorstwa wyznaczana relacją EBITDA do sumy bilansowej,
- płynność podmiotu określana wskaźnikiem płynności bieżącej.

Wskazane podejścia do modelowania struktury kapitałowej zaliczane są do grupy teorii statycznych. W modelach dynamicznych podmioty gospodarcze mogą finansować aktywa obrotowe w sposób rozbieżny względem przyjętej długoterminowej strategii finansowania celem dostosowania do bieżących warunków rynkowych (Lewiński vel Iwański, 2012: 32). Wyróżnia się przy tym dwa rodzaje odchyłeń: tymczasowe (obserwowane przez krótki okres, związane np. z wahaniami popytu) i trwałe (powodujące zmiany docelowej długoterminowej struktury kapitałowej, np. gdy istnieje podejrzenie, że zmiana warunków rynkowych będzie długotrwała). Konsekwencjami występowania odchyłeń są róż-

ne optymalne struktury kapitałowe w różnych okresach. Do autorów dynamicznych modeli struktury kapitałowej zalicza się przede wszystkim L. De Angelo, H. De Angelo i T.M. Whited, którzy głosili, że przedsiębiorstwa kształtują swoją strukturę kapitałową w sposób odmienny niż wynika to z długoterminowego planu wobec specyfiki uwarunkowań zamierzeń inwestycyjnych, np. nie korzystają w pełni z efektu dźwigni finansowej, odkładając własne środki na sfinansowanie przyszłych nakładów inwestycyjnych, zwłaszcza, gdy możliwe są duże zakłócenia w realizacji bądź zwrotności inwestycji (De Angelo, De Angelo, Whited, 2008: 4–5). Z drugiej strony podmioty nierzadko realizują inwestycje, gdy pojawiają się ku temu sprzyjające okoliczności, pomimo mocno ograniczonych bieżących zasobów kapitałowych. W ostatnim czasie jedno z najbardziej kompleksowych podejść do problematyki struktury finansowania, obejmujące wnioski zarówno ze statycznych, jak i dynamicznych teorii struktury kapitału, zaprezentował M. Stradomski (zob. schemat 1.4).



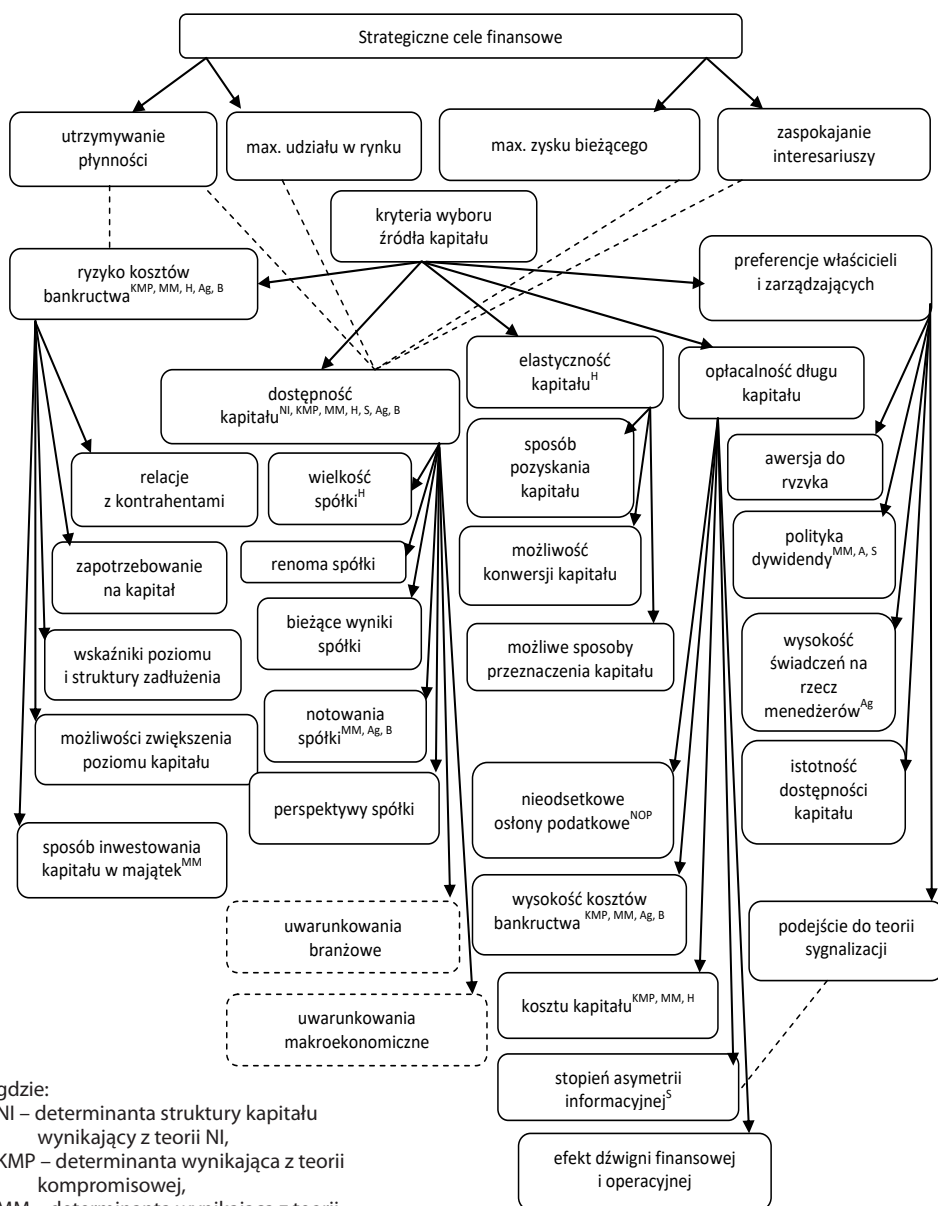
Schemat 1.4. Czynniki determinujące strukturę finansowania przedsiębiorstwa
Źródło: opracowanie własne na podstawie: Stradomski, 2004: 154–156, 180, 185, 189.

Za główny czynnik makroekonomiczny wpływający na strukturę finansowania M. Stradomski uznaje organizację i stopień rozwoju rynku finansowego, obejmujący w szczególności: rodzaj i skuteczność regulacji systemu prawnopodatkowego, wysokość inflacji, zmienność gospodarki i zaawansowanie instytucjonalne (Stradomski, 2004: 156–166). Innymi makroekonomicznymi determinantami struktury kapitału są dopuszczalne stawki amortyzacji (Grzywacz, 2008: 15), polityka instytucji finansowych (Orechwa-Maliszewska, Kopczuk, 2003: 99) oraz polityka monetarna państwa, która oddziałuje zarówno na wysokość oprocentowania oferowanego przez banki (wpływ bezpośredni), jak i na aktywność inwestycyjną podmiotów (wpływ pośredni) (Janik, Paździor, 2011: 133).

Za czynniki wynikające ze specyfiki branży uważane są m.in.: stosowane w branży sposoby wykorzystania efektu dźwigni finansowej, modele własności i zarządzania oraz struktury aktywów. Do grona branżowych determinant zaliczyć można też specyfikę działalności czy zwyczajową politykę dywidend (Orechwa-Maliszewska, Kopczuk, 2003: 99). Odniesienie do typowych przedsiębiorstw działających w branży opiera się na założeniu, że podmioty które już działają na rynku, zdążyły poznać zwyczaje na nim panujące, w tym także stopień obciążenia ewentualnymi kosztami bankructwa i agencji, stąd też na ich przykładzie można się wzorować. Uwarunkowania te należy osadzić pośród czynników typowych dla danego podmiotu, które można podzielić na (Stradomski, 2004: 156, 185, 189):

- bilansowe, np.: poziom i struktura aktywów (Kubiak, 2005: 76), w tym: stany gotówki i innych płynnych aktywów, nabyte WNiP (Stradomski, 2004: 186–187); wielkość podmiotu mierzona logarytmem naturalnym z aktywów ogółem (Gryko, 2011: 71–73);
- wynikające z rachunku zysków i strat, w tym: poziom, dynamika (Gryko, 2011: 71–73) oraz cykliczność sprzedaży, realizowane i potencjalne marże (Stradomski, 2004: 189),
- pozostałe, np.: rodzaj sprzedawanego dobra (Kubiak, 2005: 76), okres upływniania aktywów, liczba interesujących projektów inwestycyjnych, polityka dywidendy, dywersyfikacja działalności, liczba banków obsługujących (Stradomski, 2004: 142–148, 189–192), wysokość przepływów z działalności operacyjnej, zasady współpracy z odbiorcami i dostawcami (Orechwa-Maliszewska, Kopczuk, 2003: 99), zdolność do zaciągania długu, ryzyko zatorów płatniczych, stabilność kursu akcji, koszty bankructwa i agencji, apetyt na ryzyko (Janik, Paździor, 2011: 133–134), koszt kapitału oraz jego wrażliwość na zmiany struktury aktywów (Stradomski, 2004: 142–148).

Kierując się wnioskami z teorii struktury kapitału oraz podziałem determinant, sporządzono własną propozycję czynników wpływających na dobór źródeł finansowania, którą osadzono pośród strategicznych celów finansowych przedsiębiorstwa (zob. schemat 1.5).



Schemat 1.5. Determinanty struktury kapitałowej w świetle teorii struktury kapitału wobec strategicznych celów finansowych
Źródło: opracowanie własne.

Najważniejszym czynnikiem kształtującym strukturę kapitałową wydaje się być opłacalność korzystania z długu. Jest to czynnik brany pod uwagę przy podejmowaniu każdej decyzji dotyczącej sposobów zasilania kapitałowego przedsiębiorstwa. Choć różnorodne bywają sposoby oceny zalet i wad zadłużania się, to najczęściej sprowadzają się one przede wszystkim do wyciągnięcia konkluzji z analizy efektów dźwigni finansowej i operacyjnej, a więc badania zmian w poziomie przychodów oraz rentowności sprzedaży i kapitału własnego. Stanowi to po części przeciwwagę dla sposobów ewaluacji opłacalności długu prezentowanych w teoriach struktury kapitałowej, w których jako dochodowa determinanta struktury kapitałowej występował jedynie EBIT lub ewentualnie EBITDA. W przypadku, gdy zastosowana metoda oceny dźwigni finansowej i operacyjnej nie uwzględnia w sposób wyczerpujący strony kosztowej korzystania z zobowiązań, przydatnym uzupełnieniem do analizy efektów dźwigni jest symulacja prognozowanego kosztu kapitału.

O opłacalności finansowania się w formie kapitału obcego stanowią także:

- wysokość potencjalnych kosztów bankructwa (zgodnie z teorią kosztów bankructwa),
- potencjał zastosowania nieodsetkowych osłon podatkowych,
- stopień asymetrii informacji (zgodnie z teorią sygnalizacji).

Wpływ ostatniego z wymienionych czynników na kształtowanie struktury kapitałowej zależy od preferencji zarządzających i wagi, jaką przykładają do zdolności kredytowej przedsiębiorstwa. W rzeczywistości, stosunek zarządzających do posiadania dostępności do środków kapitałowych (także stosunek do elastyczności kapitału i kontroli nad nim) stanowi ważną determinantę struktury kapitałowej (Damodaran, 2007: 872). Wypadkową ich preferencji jest też wielkość kosztów agencji. Od znaczenia przywiązywanego do posiadania dostępności do kapitału zależy z kolei zakres stosowania teorii hierarchii źródeł finansowania, która może być stosowana w myśl dynamicznych teorii struktury kapitału jako odchylenie tymczasowe lub trwałe. Wszystkie wymienione determinanty wpływające na elastyczność kapitału zależą od właściwości pozyskiwanych środków kapitałowych.

Rozdział 2

Znaczenie kapitału obrotowego w funkcjonowaniu przedsiębiorstw

2.1. Reguły finansowania przedsiębiorstw

Jednym z najważniejszych czynników warunkujących racjonalne wykorzystanie posiadanego kapitału jest charakter zależności pomiędzy wielkościami poszczególnych aktywów a źródłami ich finansowania (Leszczyński, Skowronek-Mielczarek, 2000: 162). Zalecane jest, by formowanie relacji pomiędzy strukturą kapitałową a majątkową przedsiębiorstwa było wykonywane w oparciu o zasady wyrażone w postaci wskaźników finansowych (Tokarski, 2007: 117). Przyjmuje się, że część z tych miar powinna mieć charakter reguł, które winny być przestrzegane. Pośród ekonomistów brak jest całkowitej zgodności, nie tylko w zakresie nazewnictwa, ale także i prezentowanych sposobów ich ujęcia (Wypych, 2011: 268). Zbiorcze zestawienie reguł finansowania zostało ujęte w tabeli 2.1.

Generalnie można wyróżnić trzy grupy reguł:

- *Poziome reguły bilansu* są zasadami stanowiącymi zalecenia w zakresie kształtowania się relacji pomiędzy źródłami finansowania a poszczególnymi składnikami aktywów. Ich analiza sprowadza się do dokonania stwierdzenia czy przedsiębiorstwo utrzymuje równowagę finansową, która to zachodzi, gdy istnieje: finansowe zabezpieczenie roszczeń kapitałodawców, odpowiednia alokacja kapitału w majątek, uwzględniająca terminy wymagalności zobowiązań i upłynniania aktywów i spełnienie warunków długo- i krótkoterminowej zdolności do regulowania zobowiązań (Łukasik, 2009: 18).
- *Pionowe reguły bilansu* są wytycznymi co do kształtowania się proporcji określonych rodzajów kapitału w sumie bilansowej.
- *Ogólne reguły finansowania* mają charakter rekomendacji dla zasad postępowania przy dobieraniu źródeł finansowania, a ich specyficzną cechą jest to, że nie da się ich skwantyfikować za pomocą pojedynczych wskaźników.

Tabela 2.1. Zestawienie reguł finansowania

Poziome reguły bilansu	Pionowe reguły bilansu	Ogólne reguły finansowania
<p><i>Złota reguła bilansowa</i> mierzona relacjami:</p> <ul style="list-style-type: none"> • kapitału własnego do majątku trwałego (złota reguła finansowa), • kapitału stałego do majątku trwałego (złota reguła bankowa). <p><i>Zasada płynności finansowej</i> mierzona relacją aktywów bieżących do zobowiązań krótkoterminowych</p>	<p><i>Złota reguła finansowania</i> mierzona relacjami:</p> <ul style="list-style-type: none"> • kapitału własnego do zobowiązań, • kapitału własnego do kapitału ogółem, • kapitału obcego do kapitału ogółem. 	<ul style="list-style-type: none"> • zasada utrzymywania odpowiedniego poziomu ryzyka, • zasada efektywności finansowania, • zasada samodzielności i niezależności finansowej, • zasada elastyczności finansowania, • zasada zgodności pomiędzy wymagalnością źródła finansowania a okresem użytkowania składnika majątku, • zasada kształtowania optymalnego obrazu finansowania przedsiębiorstwa.

Źródło: opracowanie własne.

Główną poziomą regułą bilansu jest tzw. „złota reguła bilansowa”. Zgodnie z nią, majątek trwały, który jest utrzymywany przez przedsiębiorstwo przez długi okres i obciążony dużym ryzykiem braku szybkiego spieniężenia, powinien mieć pełne pokrycie w charakteryzującym się największą stabilnością spośród źródeł finansowania kapitale własnym (Wypych, 2011: 269). Stąd też, aby reguła była spełniana, stosunek kapitału własnego do aktywów trwałych musi być równy co najmniej 1 (Janik, Paździor, 2011: 74). Znaczenie tej zasady podnosi fakt, że w przypadku, gdy relacja nie jest spełniana, część zobowiązań znajduje swoje zabezpieczenie w majątku trwałym (Duliniec, 2011a: 25).

Prezentowane ujęcie złotej reguły bilansowej nazywa się wąskim (lub „złotą regułą finansową”). W ujęciu szerokim, ma ona bardziej liberalny wymiar – jej spełnienie następuje, gdy majątek trwały jest w całości finansowany kapitałem o charakterze stałym, będącym sumą kapitału własnego i zobowiązań długoterminowych (Głodek, 2004: 34). Z uwagi na to, że głównym dostarczycielem długoterminowego kapitału obcego są banki, złota reguła bilansowa w tej wersji nosi nazwę „złotej reguły bankowej” (Wypych, 2011: 269).

Część autorów postuluje przy tym o warunki dodatkowe realizacji złotej reguły bilansowej, np. by: co najmniej 2/3 majątku trwałego było finansowane kapitałem własnym (Sierpińska, Jachna, 2007: 69), aby kapitał stały pomniejszony o majątek trwały finansował co najmniej 1/3 majątku obrotowego (Dziawgo, Zawadzki, 2011: 40) lub by kapitał własny przewyższał zobowiązania długoterminowe (Dębski, 2005: 84). Z uwagi na możliwe efekty płynące z dźwigni finansowej, najczęściej zaleca się przestrzeganie złotej reguły bankowej (Wypych, 2011: 269). Sposoby ujmowania złotej reguły bilansowej ukazuje tabela 2.2.

Tabela 2.2. Ujęcia złotej reguły bilansowej

Ujęcia złotej reguły bilansowej	Kryteria spełnienia
Wąskie wariant 1	relacja kapitału własnego do majątku trwałego > 1
Wąskie wariant 2	relacja kapitału własnego do majątku trwałego > 1 relacja kapitału stałego pomniejszonego o majątek trwały do majątku obrotowego $> 1/3$
Szerokie wariant 1	relacja kapitału stałego do majątku trwałego > 1
Szerokie wariant 2	relacja kapitału własnego do majątku trwałego $> 1/2$ (pod warunkiem, że kapitał $>$ zobowiązania długoterminowe)
Szerokie wariant 3	relacja kapitału stałego pomniejszonego o majątek trwały do majątku obrotowego $> 1/3$
Szerokie wariant 4	relacja kapitału stałego do majątku trwałego > 1 relacja kapitału własnego do majątku trwałego $> 2/3$
Szerokie wariant 5	relacja kapitału stałego do majątku trwałego > 1 relacja kapitału własnego do majątku trwałego $> 1/2$

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Wypych, 2011: 271; Sierpińska, Jachna, 2011: 69; Dębski, 2005: 84; Janik, Paździor, 2011: 74.

Opisana złota reguła bilansowa traktuje o wypłacalności przedsiębiorstwa, przez którą najczęściej rozumie się zdolność do pokrycia wszystkich zaciągniętych długów z posiadanego majątku. W dużej mierze zależy ona od płynności finansowej (Sierpińska, Jachna, 2007: 9, 145), która bywa zaś rozumiana jako:

- zdolność do terminowej spłaty bieżących zobowiązań (Wąsowski, 2011: 1),
- możliwość regulowania zobowiązań, powstałych w wyniku zwykłych i nadzwyczajnych zdarzeń oraz korzystania z okazjonalnego zakupu dóbr (Lee, Finnerty, 1990: 536–537),
- odbierany pozytywnie poziom środków płatniczych w przedsiębiorstwie (Jaworski, 2010: 130; Ćwiąkała-Małys, Nowak, 2001: 63),
- pokrycie bieżących zobowiązań właściwymi składnikami majątku obrotowego (Waśniewski, Skoczylas, 1996: 331),
- wymienialność posiadanego majątku na środki pieniężne w sposób łatwy i nie rodzący wysokich kosztów transakcyjnych (Wędzki, 2003: 33).

Pomiędzy powyższymi poglądami na płynność z jednej strony zachodzą wzajemne powiązania (możliwość korzystania z okazjonalnego zakupu dóbr jest np. uzależniona od zdolności do obsługi zobowiązań, na którą wpływa możliwość zamiany posiadanych aktywów na środki pieniężne) (Michalski, 2010: 39), z drugiej zaś odnoszą się do innych kategorii (jedne definicje biorą za podstawę do określania płynności poziom środków pieniężnych, inne – poziom aktywów obrotowych) (Jaworski, 2010: 130). Najpełniejsze wydaje się postrzeganie płynności jako zdolności przedsiębiorstwa do: wykonywania każdego rodzaju zakupów, gdy są one dla niego niezbędne oraz całkowitego regulowania zobowiązań w wyznaczonych terminach (Wojciechowska, 2001: 14). Utrzymywanie płynności nie wymusza więc

dysponowania kwotą środków pieniężnych lub innych aktywów, aby występowało cały czas pokrycie zobowiązań, lecz posiadania odpowiednich nadwyżek, gdy zobowiązania staną się wymagalne (Jaworski, 2010: 151). Szczególne znaczenie ma więc dla utrzymywania płynności szybkość konwersji gotówki (Bolek, 2018: 152–153).

Niewielkie pokrycie zobowiązań bieżących aktywami obrotowymi nie oznacza, że podmiot gospodarczy nie ma płynności (Wawryszuk-Misztal, 2006: 262), ale daje istotną wskazówkę w zakresie możliwości wystąpienia zatorów płatniczych, informując jak dużą nadwyżką majątkową dysponuje przedsiębiorstwo na pokrycie zobowiązań wymagalnych (Wędzki, 2003: 35). Stąd też podstawowym celem dążących do utrzymywania płynności finansowej przedsiębiorstw jest zachowywanie właściwych proporcji pomiędzy aktywami o płynnym charakterze a zobowiązaniami przypadającymi w danym momencie do spłaty (Waściński, Kruk, 2010: 11). W celu utrzymania płynności podmiot gospodarczy musi z jednej strony posiadać właściwy wolumen i strukturę aktywów bieżących, zaś z drugiej odpowiedni poziom i konfigurację źródeł finansowania. Przyjmuje się, że środki pozyskane dzięki zaciągnięciu długu powinny być lokowane w takie aktywa, które będą mogły być spieniężone w dniu wymagalności zadłużenia (Krzemińska, 2005: 38). Stanowi to tzw. „zasadę płynności finansowej”. Z uwagi na to, że relacje pomiędzy krótkoterminowym kapitałem obcym a aktywami obrotowymi są wypadkową tego, w jaki sposób finansowany jest majątek trwały, zasada ta zestawiana jest w kompilacji ze złotą regułą bilansową i stanowi *drugą podstawową poziomą regułą bilansową*. Za weryfikatora tej zasady najczęściej służy wskaźnik płynności bieżącej (CR) (Wy-pych, 2011: 270), stanowiący relację aktywów bieżących do zobowiązań bieżących (Fedorowicz, 1993: 22). W literaturze nie ma jednoznacznej wykładni co do minimalnego poziomu, jaki powinien przyjmować CR. Najczęściej przyjmuje się, iż nie powinien być on niższy niż 1,2 (Zaleska, 2005: 64) lub 1,6 (Ostaszewski, 1991: 54). Przy takich poziomach zazwyczaj wszystkie zobowiązania bieżące znajdują pokrycie w aktywach o wysokiej płynności (Karpus, 2006: 49). Dolna graniczna wielkość wskaźnika powinna być kompatybilna do przyjętego ujęcia złotej reguły bilansowej. Zgodnie z najłagodniejszą wersją złotej reguły bilansowej, CR powinien być równy co najmniej 1,0, co oznacza też pełne pokrycie majątku trwałego kapitałem stałym.

Zasada płynności finansowej może być względem złotej reguły bilansowej:

- nadrzędna (np. gdy przyjmie się minimalną wartość dla CR na poziomie 1,2, zaś przy złotej regule bilansowej założy się jedynie wymóg pokrycia majątku trwałego kapitałem stałym – ramy zasady płynności finansowej ostrzejsze niż złotej reguły bilansowej),
- podrzędna (np. gdy obierze się dolny punkt graniczny dla CR na poziomie 1,2 oraz uwzględni spełnienie złotej reguły bilansowej, co oznaczać będzie, że kapitał stały po korekcie o majątek trwały finansować będzie co najmniej

30% aktywów obrotowych – złota reguła bilansowa bardziej restrykcyjna niż zasada płynności finansowej),

- równorzędna (np. gdy zakładane są najszerze ujęcia reguł).

Z punktu widzenia zachowania płynności i wypłacalności, istotne znaczenie mają także *pionowe reguły bilansu*, ukazujące ryzyko związane z przyjętą strukturą finansowania. Za najważniejszą miarę uchodzi relacja kapitału własnego do kapitału obcego. W teorii finansów przedsiębiorstw przyjmuje się, że im wyższy jest ten wskaźnik, tym mniejsze jest ryzyko finansowe podmiotu. Z drugiej strony, taka sytuacja świadczy o występowaniu dużych rezerw, których uwolnienie mogłoby przełożyć się na wzrost rentowności przedsiębiorstwa. Często spotykaną w literaturze minimalną wartością tego wskaźnika jest 0,5 (Sierpińska, Jachna, 2007: 66), choć ze złotej reguły finansowania wynika, że dla zwiększenia bezpieczeństwa działalności, przedsiębiorstwa powinny utrzymywać opisywaną relację na poziomie nie niższym niż 1,0 (Dziawgo, Zawadzki, 2011: 40). Innym ujęciem tej samej reguły jest ustalanie minimalnych wartości wskaźnika finansowania aktywów ogółem kapitałem własnym na poziomie odpowiednio min. 0,50 lub 0,33 (Wypych, 2011: 271). Przy wyznaczaniu wartości progowych dla reguł finansowania należy zwrócić uwagę, że mogą być one różne w zależności od specyfiki branżowej (Pomykalska, Pomykalski, 2007: 67; Damodaran, 2007: 932), rodzaju prowadzonej działalności czy rentowności prowadzonej działalności, znajdującej swój wyraz w osiągniętych efektach dźwigni finansowej.

Wśród reguł finansowania można wskazać część niemierzalnych zasad, które stanowią jedynie ogólne wytyczne co do polityki finansowania. Jedną z nich jest wynikająca wprost z poziomych i pionowych reguł finansowania, *zasada zgodności pomiędzy wymagalnością źródła finansowania a okresem użytkowania finansowanego składnika majątku* (Zawadzka, 2011: 512). Zgodnie z nią, termin spłaty zaciągniętego zobowiązania powinien być co najmniej równy okresowi, który mija od zakupu lub wytworzenia, finansowanego tym zobowiązaniem aktywa do momentu jego konwersji na gotówkę.

Inną ważną ogólną regułą finansowania jest tzw. *zasada utrzymywania odpowiedniego poziomu ryzyka*, zgodnie z którą przedsiębiorstwo powinno zawierać transakcje obciążone ryzykiem handlowym i kredytowym z uwzględnieniem odpowiedniego marginesu bezpieczeństwa (Tokarski, 2007: 118). Reguła ta jest wypadkową głównych zasad rachunkowości przedsiębiorstwa, tj. zasady ostrożności i kontynuacji działania (Zaleska, 2005: 16–17). Zdaniem W. Bienia, w celu realizacji wymienionych zasad należy określać górne granice ryzyka finansowego z tytułu zobowiązań. Do tego można wykorzystać relacje wynikające z pionowych i poziomych reguł finansowania (Bień, 2008a: 199).

Bardzo istotną zasadą, jest *zasada efektywności finansowania* – nazywana *zasadą bezpieczeństwa struktury kapitałów* (Karpus, 2006: 50), która stanowi, że podmioty chcąc mieć optymalną strukturę finansowania powinny dobrać źródła kapitału w ten sposób, by jednocześnie jego koszt był najniższy, a wartość przedsiębiorstwa

najwyższa (Tokarski, 2007: 118). Nie można zapominać o tzw. *zasadzie elastyczności*, zgodnie z którą organizacja gospodarcza powinna dążyć do tego, by wybrane formy finansowania umożliwiały szybkie dostosowywanie się do zmieniających warunków rynkowych i potrzeb (Skowronek-Mielczarek, 2002: 62). Przedsiębiorstwa powinny dbać też o to, by wraz z poziomem zaciąganych zobowiązań nie utraciły niezależności i samodzielności finansowej (Tokarski, 2007: 118). Często zdarza się taka sytuacja, że kapitałodawcy w związku z wysokim ryzykiem finansowania przedsiębiorstwa żądają możliwości wywierania istotnego wpływu na decyzje finansowe przedsiębiorstwa lub też wymuszają zmianę jego polityki finansowania.

Specyficzną regułą finansowania jest *zasada kształtowania optymalnego obrazu finansowania przedsiębiorstwa*, zgodnie z którą podmioty powinny dążyć do takiej struktury finansowania, przy której ocena kondycji podmiotu przez otoczenie jest najwyższa (Tokarski, 2007: 119). Menedżerowie, chcąc przestrzegać tej zasady, muszą mieć na uwadze nie tylko klasyczne wnioski płynące z teorii sygnalizacji, ale także uwzględniać zagrożenia dla spłaty zobowiązań związane z utrzymanym poziomem długu, jakie dostrzega otoczenie.

Przy analizie reguł finansowania należy mieć na uwadze, że mają one charakter zaleceń lub postulatów, które nie odnoszą się do miar wypośrodkowanych z punktu widzenia relacji dochód–ryzyko, lecz do dolnych wartości progowych, których przedsiębiorstwo nie powinno przekraczać, chcąc zachować płynność i wypłacalność (Wypych, 2011: 276). Jedną z podstaw racjonalnego wykorzystania zasobów kapitałowych jest określenie optymalnego poziomu poszczególnych składników majątku w stosunku do finansującego go kapitału własnego i obcego (Miarcka, 2005: 20). Część ekonomistów powyższe uważa za najważniejszy problem zarządzania aktywami bieżącymi (Soliwoda, 2011: 428).

2.2. Finansowanie aktywów obrotowych przedsiębiorstw

2.2.1. Aktywa obrotowe jako składnik majątku

Przestrzeganie ww. reguł oraz skuteczność prowadzonej polityki finansowania przedsiębiorstwa zależy w dużej mierze od charakteru, struktury i sposobu finansowania aktywów obrotowych. Punktem wyjściowym do analizy jest przybliżenie roli, jaką pełnią aktywa obrotowe z punktu widzenia składnika majątku przedsiębiorstwa. Wychodząc od etymologii, majątkiem nazywa się ogół dóbr o określo-

nej wartości, znajdujących się w posiadaniu jednostki (Pomykalska, Pomykalski, 2007: 38). Przyjmując za podstawę kryterium trwałości, najczęściej spotykany jest podział majątku na ruchomy i nieruchomy (Ross i in., 1999: 37). W odniesieniu do przedsiębiorstw, typowa klasyfikacja zastępowana jest zazwyczaj rozróżnieniem majątku na trwałe i obrotowe, zgodnie z pełnionymi funkcjami (Goławska-Witkowska i in., 2006: 89). Taki podział majątku przez długi okres znajdował swoje odwołanie w ustawie o rachunkowości (Ustawa z dnia 27 sierpnia 2004 r. o rachunkowości, zał. 1). W ramach nowelizacji z 09.11.2000 r., terminy „majątek trwałe” i „majątek obrotowy” zostały zastąpione pojęciami „aktywa trwałe” i „aktywa obrotowe” (Szymański, 2007: 63).

Porównując ze sobą pierwsze człony tych terminów, należy zaznaczyć, że „aktywa” mają szersze znaczenie i większy zakres pojęciowy niż „majątek”, jako że stanowią one nie tylko odzwierciedlenie aktualnego stanu posiadania przedsiębiorstwa (Błach, 2009: 70), ale także wyraz przyszłych korzyści ekonomicznych. Takie spojrzenie jest pochodną faktu, że po stronie aktywnej bilansu księgowane są tylko takie pozycje, które mogą być nośnikami przyszłych zysków przedsiębiorstwa (Zaleska, 2005: 20). Uwzględniając fakt, że w literaturze z zakresu finansów terminy „majątek” i „aktywa” używane są często zamiennie, w niniejszej pracy traktowano je jako tożsame.

Zgodnie z prezentowanym podejściem, pojęcia „aktywa trwałe” i „aktywa obrotowe” można określić jako zespół składników umożliwiających osiągnięcie korzyści ekonomicznych odpowiednio w perspektywie dłuższej i krótszej niż rok. Z uwagi na specyfikę okresów użyteczności, nie wydaje się być błędne traktowanie jako równoznacznych względem siebie terminów „aktywa obrotowe” i „aktywa bieżące” oraz „aktywa trwałe” i „aktywa stałe”.

W procesie zarządzania finansami szczególne znaczenie ma sposób, w jaki steruje się aktywami bieżącymi. W znacznym stopniu jest to spowodowane tym, że biorą one bezpośredni udział w procesie gospodaczym, znajdują się w ciągłym ruchu i ulegają częstym transformacjom (Goławska-Witkowska i in., 2006: 90). Ich główną cechą jest to, że wykorzystywane są często podczas jednego cyklu operacyjnego (Gmytrasiewicz, 2005: 18), w przeciwieństwie do aktywów trwałych wykorzystywanych w wielu cyklach (Goławska-Witkowska i in., 2006: 89). Składniki aktywów bieżących przyczyniają się do tworzenia nowej wartości dla przedsiębiorstw, tj. przychodu (Błach, 2009: 72), zaś ich zużywanie stanowi dla nich koszt (Krzemińska, 2005: 27).

Istotną zaletą utrzymywania składników aktywów obrotowych na znacznym poziomie jest zmniejszanie ryzyka operacyjnego (Marecki, 2007: 434–440), które wynika z wysokiej elastyczności aktywów bieżących, w tym szybkiej konwersji składników majątku na gotówkę (Wędzki, 2003: 41). Przedsiębiorstwa utrzymujące znaczne aktywa bieżące mogą szybko dostosowywać się do panujących uwarunkowań, w tym efektywniej zaspokajać wierzycieli. Cechy tej nie posiadają składniki majątku trwałego, których wyzbycie długotrwale ogranicza skalę

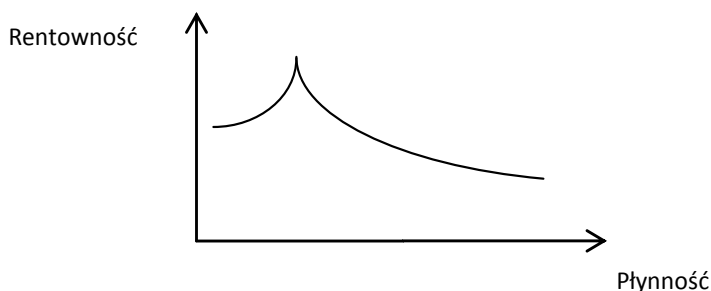
działalności przedsiębiorstwa, zaś zwiększanie wymaga czasu i wysokich nakładów na adaptację majątku w sferę prowadzonego procesu gospodarczego. Dodatkowo, z uwagi na konieczność ponoszenia wydatków z dużym wyprzedzeniem czasowym, inwestycje w majątek trwałe obarczone są podwyższonym ryzykiem braku otrzymania za nie pełnego zwrotu. Prostszy zadaniem jest też znalezienie nabywców elementów aktywów bieżących niż trwałych (Goławska-Witkowska i in., 2006: 89–90).

W literaturze wskazuje się, że aktywa obrotowe winno się poddawać analizie pod kątem ich struktury i dynamiki (Kusak, 2006: 33; Wawryszuk-Misztal, 2007: 67). Istotą zarządzania aktywami bieżącymi jest dokonywanie takich zmian w poziomie lokowanego na krótki okres majątku oraz poszczególnych jego składowych, które gwarantować będą utrzymywanie płynności oraz maksymalizowanie zysków w drodze stymulowania sprzedaży (Sierpińska, Nesterak, 1996: 197; Szymański, 2007: 77). Wysokie poziomy aktywów obrotowych, choć wpływają na zmniejszenie ryzyka, to niekoniecznie muszą być zalecane w świetle możliwych do wygenerowania dochodów.

Aktywa trwałe wyznaczają próg maksymalnych zysków m.in. określając granicę możliwości produkcyjnych czy maksymalną powierzchnię magazynową, a także często determinują jakość sprzedawanych aktywów obrotowych, która jest jednym z czynników wpływających na popyt konsumentów. Dodatkowo, mniej płynne aktywa obrotowe są lepszymi generatorami dochodu niż te, które ulegają łatwiejszej konwersji na gotówkę. Stąd, wysokie poziomy aktywów bieżących oznaczają z jednej strony, iż przedsiębiorstwo przykłada dużą wagę do utrzymywania płynności finansowej, ale i także z drugiej strony, że wykazuje znamiona słabej efektywności zarządzania aktywami obrotowymi.

Ze względu na fakt, że aktywa bieżące pośrednio wpływają na rentowność, a bezpośrednio na zyski, przyjmuje się, iż sterowanie nimi powinno być osadzone w koncepcji dochód–ryzyko. Kwestią budzącą liczne kontrowersje jest rozstrzygnięcie dylematu, który z tych dwóch obszarów zarządzania finansami przedsiębiorstwa jest ważniejszy. Z jednej strony wskazuje się, że w niektórych krajach europejskich nawet do 80% bankructw jest spowodowane brakiem płynności; z drugiej zaś nie jest możliwe przetrwanie przedsiębiorstwa, które trwale nie jest zdolne do generowania zysków (Wędzki, 2003: 35–36, 41, 121–122).

Jak zostało to pokazane na schemacie 2.1, prezentującym zależności pomiędzy płynnością a rentownością, zwiększanie poziomu płynności prowadzi generalnie do obniżenia rentowności. Przy bardzo niskiej płynności, wobec kosztów bankructwa i przestojów produkcyjnych, prawidłowość ta ma zastosowanie dopiero po przekroczeniu punktu, który obrazuje optimum w relacji dochód–ryzyko (Wawryszuk-Misztal, 2006: 264). W polskich realiach, może być on dość odległy od początku układu współrzędnych, jako że badania ukazują istotną dodatnią korelację pomiędzy rentownością i płynnością a wzrostem wartości przedsiębiorstwa (Bolek, 2018: 267).



Schemat 2.1. Zależności między rentownością a płynnością

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Gajdka, Walińska, 2000: 267.

Jedną z najważniejszych determinant poziomu aktywów obrotowych przedsiębiorstwa jest wolumen przychodów ze sprzedaży (Soliwoda, 2011: 428). W celu unikania problemów z płynnością zalecane jest, by zmiana poziomu aktywów bieżących (ΔAB) następowała we właściwej relacji do przyrostu sprzedaży (ΔS). Jeżeli $\Delta AB = \Delta S$, to wówczas przyrost aktywów obrotowych wynika ze wzrostu produkcji, która znajduje swój zbyt. Gdy $\Delta AB < \Delta S$, to osiągnięta jest większa sprzedaż przy zaangażowaniu relatywnie mniejszych aktywów bieżących. Przedsiębiorstwo uzyskuje wtedy wyższe marże, które są konsekwencją niższych kosztów utrzymania majątku. Z kolei, gdy $\Delta AB > \Delta S$, to wtedy wzrost przychodów rodzi ponadproporcjonalne zapotrzebowanie na aktywa bieżące, co prowadzi do spadku marż i konieczności zamrożenia kapitału w proces produkcyjny (Dudycz, 1999: 33).

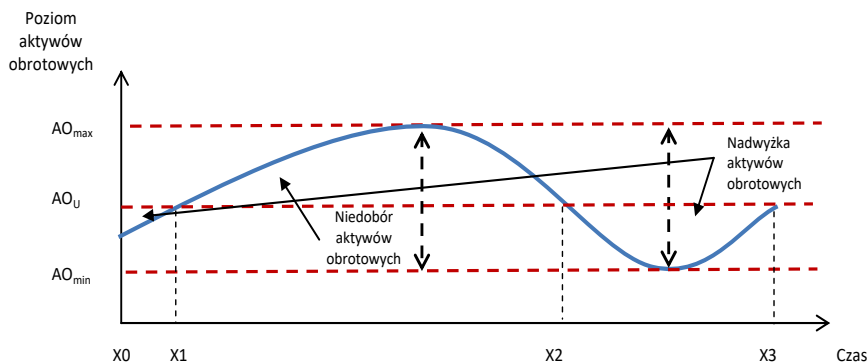
Rola wolumenu przychodów ze sprzedaży w kształtowaniu się poziomu aktywów obrotowych wynika też z koncepcji harmonizacji, zgodnie z którą (Wędzki, 2003: 171):

- część składników aktywów bieżących nie jest potrzebna przedsiębiorstwu stale, lecz jedynie przez określony okres, stosownie do wahań wolumenu sprzedaży,
- zarządzanie aktywami obrotowymi oraz źródłami ich finansowania musi być dopasowywane do fazy cyklu sprzedaży w jakiej znajduje się podmiot.

Według koncepcji harmonizacji, aktywa obrotowe można podzielić na (Bień, 2008b: 190–191):

- zmienne – składniki majątku, które fluktuują zgodnie ze zmianami poziomu sprzedaży, w związku z sezonowością popytu i brakiem pełnego równoważenia codziennych wpływów z wydatkami (Franc-Dąbrowska, 2008: 13–14),
- stałe – aktywa niezbędne do prowadzenia sprzedaży na minimalnym poziomie.

Zmieniające się zapotrzebowanie na środki obrotowe wynikające ze zmian w poziomie popytu w różnych okresach zostało zaprezentowane na wykresie 2.1.



Wykres 2.1. Wahania popytu a utrzymywany poziom aktywów obrotowych

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Wędzki, 2003: 173.

Na wykresie 2.1 przedstawiono relacje między aktywami obrotowymi a popytem w przedsiębiorstwie, które utrzymuje aktywa bieżące na stałym poziomie AO_U , niezależnie od wolumenu realizowanej w danym okresie sprzedaży. Wyrażone krzywą (oznaczoną linią przerywaną) wahania popytu powodują, że do pełnego zaspokojenia zapotrzebowania odbiorców konieczne jest okresowe zwiększanie poziomu aktywów obrotowych aż do AO_{max} . Z drugiej strony, w okresie największego regresu popytu do spełnienia oczekiwań konsumentów wystarcza stan majątku bieżącego równy AO_{min} . W konsekwencji można stwierdzić, iż w okresie od $X1$ do $X2$ przedsiębiorstwa utrzymujące aktywa obrotowe na stałym poziomie AO_U , doświadczają deficytu aktywów bieżących, który może spowodować wielokrotny spadek sprzedaży (Damodaran, 2007: 624), zaś w okresach od $X0$ do $X1$ oraz od $X2$ do $X3$ zaznaje nadwyżki aktywów obrotowych (Wędzki, 2003: 173). Przedsiębiorstwo ma dwie możliwości zaradzenia problemowi występowania zbyt wysokich lub niskich stanów aktywów obrotowych. Pierwszym wyjściem z sytuacji jest dokonywanie prognoz popytu w poszczególnych okresach na podstawie przeszłych zachowań konsumentów oraz wykorzystywanie jej do okresowego zwiększania i zmniejszania aktywów bieżących. Takie przedsiębiorstwo musiałoby utrzymywać stałe aktywa obrotowe na poziomie AO_{min} . Obszar zmiennych aktywów bieżących mieściłby się z kolei w przedziale $(AO_{min}; AO_{max})$. Ze względu na fakt, że wśród zobowiązań bieżących można także wskazać pewną część, która ma względnie stały charakter (Czekaj, Dresler, 2001: 107), dopasowywanie poziomu aktywów obrotowych do zapotrzebowania w okresie wzmożonego popytu jest ułatwione.

Drugim rozwiązaniem problemu niedopasowania poziomu aktywów bieżących do zapotrzebowania zgłaszanego przez odbiorców jest spłaszczenie popytu w okresach, gdy jest on nadmierny i pobudzenie go, gdy chętnych do nabycia sprzedawanych dóbr jest mało. Ze spłaszczania (pobudzania) popytu, które jest

realizowane m.in. poprzez podnoszenie (obniżanie) cen czy oferowanie bardziej restrykcyjnych (łagodnych) warunków płatności, przedsiębiorstwo może uzyskać szereg korzyści. Przede wszystkim, może minimalizować jednostkowy koszt wytworzenia dóbr, jednocześnie optymalizując swoje zdolności produkcyjne, jak również wydatki na utrzymywanie powierzchni magazynowej. W efekcie, przedsiębiorstwo produkcyjne może produkować taniej, a handlowe ponosić mniejsze koszty przedsprzedażowe. Efektem spłaszczenia oraz pobudzenia popytu jest konieczność utrzymywania aktywów obrotowych w przedziale, który odpowiada zapotrzebowaniu zgłaszanemu przez odbiorców. Tym samym istnieje stan aktywów, który byłby stały i niezależny od sprzedaży.

Osadzenie poziomu i zmian wolumenu aktywów obrotowych w ujęciach harmonizacji i dochód–ryzyko zalicza się do głównych zadań stawianych przed menedżerami finansowymi. Ważne jest przy tym odniesienie do rodzaju prowadzonej działalności, który potrafi być istotną determinantą poziomu aktywów. Stąd np. uzasadniony bywa udział aktywów obrotowych w sumie bilansowej w przypadku przedsiębiorstw transportowych wynoszący ok. 90%, przetwórczych 50%, handlowych 30%, zaś produkcyjnych 10% (Zaleska, 2005: 54).

Szczególne miejsce w zarządzaniu aktywami obrotowymi zajmuje analiza struktury poszczególnych jego składników, którymi są: zapasy (majątek rzeczowy o krótkim okresie upłynnienia), należności (zaliczane do aktywów finansowych), inwestycje krótkoterminowe (składające się z finansowych i inwestycyjnych składników majątku) i krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe (koszty możliwe do aktywacji) (Błach, 2009: 70). Poszczególne aktywa obrotowe przyporządkowane są do konkretnej fazy cyklu działalności podmiotu, w której to tylko mogą być wykorzystane (Wędzki, 2003: 40) i różnią się między sobą stopniem płynności i pełnionymi funkcjami (Dudycz, 1999: 32; Gabrusewicz, 2005: 117):

- zapasy powstają w związku z koniecznością utrzymania ciągłości procesu produkcji (w przypadku przedsiębiorstw produkcyjnych) i dystrybucji (wymóg posiadania stałego i szerokiego asortymentu); są składową aktywów obrotowych o najniższej płynności,
- należności stanowią swego rodzaju zachętę dla odbiorców do zakupu dóbr sprzedawanych przez przedsiębiorstwo i odznaczają się łatwą zamienialnością na gotówkę,
- środki pieniężne są płynną rezerwą, będącą zabezpieczeniem na wypadek konieczności natychmiastowego pokrycia zobowiązań postawionych w stan wymagalności.

Poziom utrzymywanych zapasów wyznacza sprawność z jaką przeprowadzane są dostawy. Ważne jest to zwłaszcza w obliczu ryzyka wystąpienia przejściowych wahań popytu lub zakłóceń dostaw, mogących spowodować opóźnienia lub nawet konieczność całkowitego zaniechania wykonania określonych działań (Goławska-Witkowska i in., 2006: 168). Wynika to przede wszystkim z tego, że zapasy poprzedzają sprzedaż. Większość przedsiębiorstw prowadzi więc sprawnie

sprzedaż tylko, gdy ma odpowiednią ilość zapasów, choć zdarzają się i przypadki prawidłowego funkcjonowania bez nich (Szymański, 2007: 85).

Podstawowym czynnikiem determinującym wielkość utrzymywanych zapasów jest wolumen realizowanej sprzedaży (Krzemińska, 2005: 87). Możliwe jest przy tym wyszczególnienie innych czynników, które wpływają na poziom zapasów (tabela 2.3).

Tabela 2.3. Determinanty poszczególnych rodzajów zapasów

Składnik zapasów	Determinanty	Charakter wpływu
Materiały	częstotliwość zaopatrywania	destymulanta
	niepewność źródła zaopatrzenia	stymulanta
Wytwory produkcji w toku	złożoność procesu produkcji	stymulanta
	długość procesu produkcji	stymulanta
Produkty gotowe i towary	czas realizacji zamówienia klienta	stymulanta
	zróżnicowanie linii produktów	stymulanta
	siła konkurencji	stymulanta
	wahania popytu	destymulanta

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Damodaran, 2007: 632–634; Wawryszuk-Misztal, 2006: 288.

Niezależnie od rodzaju zapasów, podstawowym motywem ich utrzymywania są kłopoty z pełną synchronizacją wpływów i wydatków, umożliwiającą szybką realizację zleceń konsumentów (Pierścionek, Saryusz-Wolski, 1999: 208 cyt. za: Szymański, 2007: 89). Należy mieć także na uwadze, że utrzymywanie zapasów na wysokim poziomie (Sierpińska, Jachna, 2007: 154–155; Wawryszuk-Misztal, 2007: 64; Sierpińska, Wędzki, 1997: 110–111):

- umożliwia dokonywanie większych zamówień przy wykorzystaniu upustów,
- pozwala na zachowywanie ciągłości produkcyjnej i osiąganie efektów skali,
- bywa uzasadnione z powodów przezornościowych lub spekulacyjnych,
- umożliwia lepsze zaspokajanie potrzeb odbiorców oczekujących szybkich dostaw,
- ogranicza koszty zatrudnienia (zwalniania i rekrutowania pracowników).

Innym istotnym składnikiem aktywów obrotowych są należności krótkoterminowe, które powstają wobec odraczania terminów należnych płatności przedsiębiorstwu. Stanowią one sposób rozliczania wpływów (Wędzki, 2003: 45), polegający na sprzedaży na kredyt przetworzonych zapasów (Krzemińska, 2005: 27–30). Sprzedaż ta dokonywana jest w celu zdobycia przewagi konkurencyjnej, zacieśnienia relacji z kredytowanymi odbiorcami i pozyskania nowych kontrahentów

(Bień, 2008b: 220; Dziawgo, Zawadzki, 2011: 136). Docelowo przełożyć się ma na zwiększenie zysków (Fedorowicz, 1993: 158).

Kontrahenci mogą zaciągać dwa rodzaje kredytów kupieckich – manipulacyjny (techniczny) oraz właściwy. Manipulacyjny kredyt handlowy polega na tym, że data płatności za dostarczony produkt, towar lub usługę jest o kilka dni późniejsza od daty wystawienia faktury w związku z techniczną wykonalnością płatności lub chęcią umożliwienia weryfikacji zgodności z zamówieniem otrzymanego przez kontrahenta dobra. Właściwy kredyt kupiecki jest zaś świadomym finansowaniem obrotu gotówki odbiorcy (Bień, 2008b: 221).

Negatywnym skutkiem powstania należności jest czasowe zamrożenie środków pieniężnych i konieczność znalezienia źródeł ich finansowania. Dodatkowo, przedsiębiorstwa udzielające kredytu kupieckiego wystawiają się na ryzyko braku otrzymania częściowej lub całkowitej płatności za sprzedane dobra (Goławska-Witkowska i in., 2006: 156), co też może przełożyć się na konieczność wydłużania terminów płatności za zobowiązania i wpłynąć na pogorszenie się relacji z dostawcami (Damodaran, 2007: 624). W konsekwencji, z udzieleniem kredytu kupieckiego wiążą się koszty (Bień, 2008b: 221; Janik, Paździor, 2011: 161; Dziawgo, Zawadzki, 2011: 136; Damodaran, 2007: 643):

- utraty wartości pieniądza (wynikające z rozłożenia płatności w czasie),
- znalezienia dodatkowego finansowania,
- wydłużenia obrotu gotówki przedsiębiorstwa,
- finansowania wierzycelności (w tym koszty analizy finansowej kontrahentów),
- opóźnień w płatnościach ze strony kontrahentów lub nawet ich całkowitego braku,
- monitoringu spłacalności należności.

Z uwagi na występowanie wymienionych kosztów, przedsiębiorstwo powinno przed dokonaniem sprzedaży na kredyt sporządzić analizę uwarunkowań zgodnie z tabelą 2.4.

Trzecią grupą aktywów obrotowych są inwestycje krótkoterminowe, które to są finansowymi i inwestycyjnymi składnikami majątku, podlegającymi obrotowi w ciągu 12 miesięcy od daty nabycia lub od dnia bilansowego (Gabrusewicz, 2005: 131). Zalicza się do nich m.in. udzielone pożyczki oraz nabyte papiery wartościowe i udziały w innych podmiotach (Wędzki, 2003: 47). Z uwagi na to, że środki pieniężne są z jednej strony aktywem inwestycyjnym, a z drugiej buforem bezpieczeństwa działalności, należy je odbierać w kategorii lokat w płynność na poczet regulowania bieżących płatności (Damodaran, 2007: 662). Obecnie, zgodnie z podejściem stworzonym przez J.M. Keynesa (Keynes, 1935: 108–109), wyróżnia się trzy rodzaje zapotrzebowania na środki pieniężne: transakcyjne, oszczędnościowe, spekulacyjne (Janik, Paździor, 2011: 172).

Tabela 2.4. Finansowanie kredytem handlowym w określonych uwarunkowaniach

Wyszczególnienie	Zalecana sprzedaż na kredyt	
	duża	mała
Trwałość sprzedawanych dóbr	wysoka	niska
Poziom popytu	niski	wysoki
Charakter popytu	nierównomierny	równomierny
Rentowność sprzedawanych dóbr	wysoka	niska
Standaryzacja sprzedawanych dóbr	wysoka	niska
Cena sprzedawanych dóbr	wysoka	niska
Standing finansowanego kontrahenta	dobry	słaby
Częstotliwość i poziom zakupów z kontrahentem	duża	mała
Rodzaj konkurencji, kredytowanie w sektorze	silna	słaba
Dostęp przedsiębiorstwa do kapitału	dobry	słaby

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Ross i in., 1999: 680; Górczyńska, 2011: 330; Damodaran, 2007: 642.

Podstawowym kosztem ich utrzymywania jest koszt utraconych korzyści z oprocentowania lokat (Fedorowicz, 1993: 104–105) lub alternatywnego wydatkowania na rynku pieniężnym lub kapitałowym. Do pomniejszych kosztów utrzymywania gotówki zaliczyć można koszty transferu oraz realizacji zamówienia (Wawryszuk-Miształ, 2006: 308). Zgromadzona gotówka może być zużywana w celu podtrzymywania rosnącej sprzedaży, a w fazie dojrzałości ustabilizować się na poziomie, który może być wyznaczony z wykorzystaniem modeli Baumola–Aliaisa–Tobina i Millera–Orra. Związek poziomu utrzymywanej gotówki i innowacyjności został zbadany przez E. Lyandresa i P. Palazzo, którzy stwierdzili, że polityka związana z gotówką odgrywa ważną rolę w przedsiębiorstwach typu innowacyjnego, a równowaga w obszarze płynności związana jest z konkurencyjnością i jej intensywnością (Lyandres, Palazzo, 2016: 1823–1861). Zarządzanie środkami pieniężnymi powinno być zorientowane na (Bień, 2008b: 212; Krzemińska, 2005: 90):

- skracanie obiegu gotówki celem szybszego uzyskiwania wpływów pieniężnych,
- terminowe regulowanie zobowiązań, ale przy pełnym wykorzystaniu bezkosztowego przetrzymywania środków pieniężnych,
- systematyczne lokowanie przejściowych nadwyżek środków pieniężnych,
- poszukiwanie najbardziej opłacalnych źródeł finansowania niedoborów pieniężnych.

Specyficzną pozycją po stronie aktywów obrotowych są krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe (w skrócie RMK). Ich odmienność związana jest z tym, że nie są w nich księgowane żadne elementy faktycznego majątku, lecz wydatki przyszłych okresów sprawozdawczych (Kusak, 2006: 34), stanowiące nadwyżkę

kosztów poniesionych za otrzymane aktywa nad wartością zobowiązań z tytułu obowiązku zapłaty za nie (Zaleska, 2005: 29). Do RMK zalicza się poniesione z góry wydatki przypadające na kolejny rok (Soliwoda, 2011: 427) dotyczące m.in. płatności z tytułu czynszu, składek ubezpieczeniowych czy przygotowania niepodjętej produkcji. Wskazuje się przy tym, że tworzenie RMK jest zabiegiem księgowym, który ma umożliwić współmierność przychodów z kosztami (Szymański, 2007: 65). Dotyczyć on może jedynie aktywów o wiarygodnie wyznaczonej wartości, pozyskanych w efekcie przeszłych zdarzeń, które prowadzą do uzyskania przyszłych korzyści (Gabrusewicz, 2005: 137). Najczęściej zaleca się wyłączenie ich z analizy optymalizacji poziomu aktywów obrotowych (Wędzki, 2003: 181).

Reasumując, można stwierdzić, że głównym kosztem utrzymywania wysokich poziomów składników aktywów obrotowych (z wyłączeniem RMK) są koszty ich finansowania oraz zamrożenia środków kapitałowych, które alternatywnie wykorzystywane mogłyby przyczynić się do realizacji większego dochodu. Mając na uwadze funkcje pełnione przez poszczególne elementy majątku, należy dążyć do kompromisowej ich struktury, która zawierać będzie praktyczne przełożenie na bieżące i przyszłe wyniki finansowe (zwłaszcza w aspekcie sprzedażowym) (Dudycz, 1999: 32) odniesione do speyfikacji działalności.

2.2.2. Źródła finansowania aktywów obrotowych

Zgodnie z zasadą zgodności pomiędzy wymagalnością źródła finansowania a okresem użytkowania finansowanego składnika aktywów, aktywa obrotowe powinny być finansowane kapitałem krótkoterminowym (Krzemińska, 2005: 94). Podkreśla się przy tym, że z uwagi na to, iż kapitał stały stanowi o bezpieczeństwie finansowania w długim okresie, część aktywów obrotowych powinna być finansowana tego rodzaju zasobem (Duliniec, 2011a: 25). Jest to w pewnym sensie sprzeczne z zasadą zgodności pomiędzy zapadalnością kapitału a okresem użytkowania finansowanego elementu aktywów. Umożliwia to jednak spełnianie poziomych reguł bilansowych, zasad niezależności finansowej i utrzymywania odpowiedniego poziomu ryzyka. Charakterystyczne jest przy tym to, że dla sposobu finansowania aktywów bieżących, istotne są także relacje pomiędzy kapitałem stałym a majątkiem trwałym.

W przypadku, gdy kapitał stały nie wystarcza na pokrycie całych aktywów trwałych, to wówczas pewna ich część musi być finansowana przez zobowiązania krótkoterminowe. W konsekwencji, przedsiębiorstwo jest zmuszone do zaciągnięcia długu, który nie przekłada się bezpośrednio (poprzez rozwój działalności bieżącej) na wzrost zysków i kapitału własnego. Wskutek tego dochodzi do zmniejszenia pojemności zadłużeniowej podmiotu i ograniczenia zakupów nowych surowców

i materiałów. Taka sytuacja nie występuje, gdy kapitał stały wystarcza na pokrycie całego majątku trwałego, wtedy każdy nowy dług krótkoterminowy może być przeznaczony do obrotu i zwiększać rentowność kapitału własnego (nie musi finansować aktywów trwałych) (Janasz, 2011: 110). W sytuacji natomiast, gdy środki kapitałowe zainwestowane na długi okres finansują także i częściowo aktywa obrotowe, to przedsiębiorstwo w zależności od intencji może (Franc-Dąbrowska, 2008: 13):

- zaoferować odbiorcom bardziej atrakcyjne terminy płatności,
- korzystać z upustów od dostawców z tytułu przyspieszonych płatności,
- kupować optymalne ilości materiałów i surowców,
- zabezpieczać się przed wystąpieniem zakłóceń dostaw lub ściągalności należności.

Źródła finansowania aktywów obrotowych przy kapitale stałym:

1) który nie pokrywa całości aktywów trwałych

Aktywa trwałe	Kapitał stały
Zapasy	Kredyty i pożyczki krótkoterminowe
Środki pieniężne	
Należności handlowe	Zobowiązania handlowe

2) finansującym całość aktywów trwałych

Aktywa trwałe	Kapitał stały
Zapasy	Kredyty i pożyczki krótkoterminowe
Środki pieniężne	
Należności handlowe	Zobowiązania handlowe

3) finansującym całość aktywów trwałych i część obrotowych

Aktywa trwałe	Kapitał stały
Zapasy	Kredyty i pożyczki krótkoterminowe
Środki pieniężne	
Należności handlowe	Zobowiązania handlowe

NALEŻNOŚCI HANDLOWE

ZOBOWIĄZANIA HANDLOWE

Schemat 2.2. Źródła finansowania składników aktywów obrotowych a kapitał stały

Źródło: opracowanie własne.

Dywagacje na temat relacji pomiędzy kapitałem stałym a majątkiem trwałym można rozpatrywać także w kontekście finansowania poszczególnych składników aktywów obrotowych, co zostało zilustrowane na schemacie 2.2.

Zakładając neutralną pozycję podmiotu na linii dostawca–przedsiębiorstwo–odbiorca i brak różnicy pomiędzy ceną sprzedaży a kosztem zakupu materiałów i surowców, należy przyjąć, że niezależnie od relacji pomiędzy kapitałem stałym a majątkiem trwałym, należności handlowe są prawie w pełni finansowane zobowiązaniami z tytułu dostaw i usług. Pomimo tego, że naturalnym kapitałem finansującym zapasy są zobowiązania handlowe (Szymański, 2007: 91), takie założenie wydaje się słuszne. W przypadku, gdy przedsiębiorstwo nie jest zmuszone, by być dawcą lub biorcą kredytu handlowego, terminy płatności należności i zobowiązań handlowych są ze sobą zbieżne, co jest zgodne z zalecanymi praktykami prowadzenia działalności gospodarczej (Wawryszuk-Misztal, 2007: 45; Duliniec, 2011a: 24).

W sytuacji niewystarczającego kapitału stałego do sfinansowania całości aktywów trwałych, przedsiębiorstwo potrzebuje krótkoterminowych kredytów i pożyczek, które umożliwią nie tylko wytworzenie zapasów, utrzymywanie rezerwy pieniężnej, ale i również realizację działalności rozwojowej. Brak dostępności do oprocentowanych środków kapitałowych w zapotrzebowanych rozmiarach może powodować konieczność zajęcia pozycji biorcy kredytu handlowego lub ograniczenia któregoś ze składników aktywów.

Przedsiębiorstwo wykazuje mniejsze zapotrzebowanie na krótkoterminowe kredyty i pożyczki, gdy kapitał stały pokrywa cały majątek trwały. W sytuacji jego nadwyżki nad majątkiem trwałym, możliwe jest ograniczenie niezbędnego rozmiaru krótkoterminowego długu oprocentowanego jedynie do poziomu umożliwiającego sfinansowanie części zapasów.

W literaturze często można spotkać się ze stanowiskiem, że kwota kapitału stałego, która ma za zadanie finansować aktywa obrotowe, powinna wystarczać na pokrycie wszystkich stałych składników aktywów bieżących. W myśl tej koncepcji przedsiębiorstwa dopasowujące wielkość aktywów obrotowych do wahań popytu mają znacznie mniejszy poziom stałych aktywów niż podmioty, które popyt spłaszczają i pobudzają. Oznaczałoby to, że wymagają one znacznie niższej kwoty kapitału stałego. W praktyce, jak obrazuje to tabela 2.5 (która rozgranicza poszczególne składniki aktywów obrotowych i zobowiązań ze względu na okres udostępnienia), w zależności od sposobu rozwiązywania problemu niedopasowania popytu do stanów aktywów bieżących, różna może być przynależność do odpowiedniej grupy nie tylko części zapasów, należności handlowych i środków pieniężnych, ale także i niektórych zobowiązań handlowych. Ze względów bezpieczeństwa działalności, wydaje się wówczas dozwolone, by quasi-kapitał stały (tj. stałe zobowiązania krótkoterminowe) finansował quasi-majątek stały (tj. stałe należności handlowe i zapasy).

Tabela 2.5. Rodzaje stałych i okresowych aktywów obrotowych oraz zobowiązań bieżących

Formy	Rodzaje		
Stale aktywa obrotowe	zapasy: materiały, półprodukty i produkty w toku, produkty gotowe i towary niezbędne do ciągłości pro- dukcji	należności: z tytułu ubezpie- czeń społecznych, gdy wynagrodze- nia płacone są z góry, inne należ- ności	inwestycje krótkotermi- nowe: środki pieniężne utrzymywane w celach ostrożnościowych i trans- akcyjnych
Okresowe aktywa obrotowe	zapasy: materiały, półprodukty i produkty w toku, produkty gotowe i towary zmieniające się wraz z wahaniami popytu	należności: należności z tytułu dostaw i usług, należności z ty- tułu ubezpieczeń społecznych, jeśli występuje akordo- wy system wyna- grodeń	inwestycje krótkotermi- nowe: środki pieniężne utrzymy- wane w celach spekulacyj- nych, zakupione papiery wartościowe, udzielone pożyczki
Stale zobowiązania bieżące	zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz wekslowe: zobowiązania handlowe i wekslowe niezbędne do zachowania ciągłości produkcji		inne stale zobowiązania: z tytułu wynagrodzeń, po- datków, ceł i ubezpieczeń
Okresowe i spontaniczne zobowiązania bieżące	okresowe i spontaniczne zobowią- zania z tytułu dostaw i usług oraz wekslowe: zobowiązania handlowe i wekslowe zmieniające się wraz z wahaniami popytu		inne okresowe i sponta- niczne zobowiązania: kredyty i pożyczki, obligacje i inne papiery wartościowe

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Wędzki, 2003: 178–181.

2.3. Kapitał obrotowy jako element polityki finansowania

2.3.1. Sposoby określania kapitału obrotowego

Z częścią aktywów obrotowych, która finansowana jest kapitałem o charakterze stałym związane jest w literaturze pojęcie „kapitału obrotowego netto” (Kupczyk, 2010: 55) (w skrócie KON), nazywanego także „kapitałem pracującym” (Błach, 2009: 99), „kapitałem operacyjnym” lub „kapitałem długoterminowym netto” (Duliniec, 2011a: 26–27, 150). Zgodnie z podejściem kapitałowym, KON wylicza

się jako sumę wszystkich pasywów o charakterze stałym pomniejszoną o wartość posiadanego przez podmiot majątku trwałego. W efekcie otrzymuje się kwotę środków, będącą równowartością tej części aktywów obrotowych, która nie jest finansowana zobowiązaniami bieżącymi (w przypadku gdy różnica daje wynik dodatni) lub aktywów trwałych, które są nimi pokryte (gdy wynik jest ujemny). Stosując odpowiednie podstawienia, tę samą wielkość otrzymuje się poprzez odjęcie od aktywów obrotowych zobowiązań o okresie zapadalności krótszym niż rok (takie podejście nazywane jest majątkowym) (Sierpińska, Jachna, 2007: 67–68):

$$\text{KON} = \text{kapitał stały} - \text{aktywa trwałe} = \text{aktywa obrotowe} - \text{zobowiązania bieżące}$$

Zbliżonym do KON pojęciem jest tzw. „kapitał obrotowy brutto” (w skrócie KOB), przez który rozumie się ogół środków finansujących aktywa obrotowe (Franc-Dąbrowska, 2008: 12). KOB ma tożsamy charakter wobec sformułowań „środki obrotowe” (Czekaj, Dresler, 2001: 117) i „aktywa netto w ciągłym obrocie” (MSR 1 §53).

Pewnego rodzaju pochodną KON jest tzw. „operacyjny kapitał obrotowy netto”. W literaturze zagranicznej terminu tego używa się dla oznaczenia różnicy pomiędzy sumą aktywów obrotowych a zobowiązaniami nieoprocentowanymi (Brigham, Houston, 2003: 689). Dla odmiany, w polskich publikacjach zwrot ten wykorzystywany jest do określenia operacyjnego zapotrzebowania na kapitał obrotowy (Wawryszuk-Miształ, 2006: 270).

Choć sposoby wyprowadzania KOB i KON wskazują na wyraźne rozgraniczenie pomiędzy tymi wielkościami, to z uwagi na liczne podobieństwa pod względem pełnionych funkcji i struktury, nie jest błędne posługiwanie się jednym wspólnym terminem „kapitał obrotowy” (Sierpińska, Wędzki 1997: 74). Próbując dokonać rozróżnienia, należy wskazać, że w procesie zarządzania płynnością większe znaczenie przypisywane jest mimo wszystko KON, którego wartość informuje o tym, czy przestrzegana jest „złota reguła bilansowa”, którą należy traktować jako procentowe ujęcie KON (Zaleska, 2005: 60).

Wychodząc z założenia, że długoterminowy kapitał obcy pełni podobną funkcję w finansowaniu aktywów bieżących jak kapitał własny (Czekaj, Dresler, 2001: 120), KON można też uznawać za bilansowy kapitał na pokrycie ryzyka (Duliniec, 2011a: 151). Stanowi on tym samym bufor bezpieczeństwa działalności, wykorzystywany do oceny zagrożenia wystąpienia zatorów płatniczych (Teofil-Kaczmarek, 2007: 100), braku równowagi finansowej, utraty płynności i problemów z wypłacalnością (Błach, 2009: 98). Stąd też, przyjmuje się, że KON pełni funkcje: miary płynności wyrażającej pokrycie dla spłaty wymagalnych zobowiązań i zabezpieczenia odnowienia poszczególnych cykli działalności przedsiębiorstwa, nawet w przypadku straty czy niekorzystnych warunków rynkowych (Wędzki, 2003: 40; Sierpińska, Jachna, 2007: 121; Wawryszuk-Miształ, 2007: 77). Wynika to z właściwości KON, do których można zaliczyć: krótki cykl życia, ciągły obrót, wysoką

elastyczność i dużą częstotliwość zmian struktury, stosunkowo niewielki koszt pozyskania, zależność od synchronizacji pomiędzy procesami sterowania zobowiązaniami, zaopatrywania się w surowce, prowadzenia produkcji i realizowania sprzedaży (Kupczyk, 2010: 57; Franc-Dąbrowska, 2008: 15; Musiałek, 2009: 17).

Miary płynności finansowej zaliczane są do czynników związanych ze wzrostem przedsiębiorstw. Dla przykładu, B. Oliveira, A. Fortunato wyrazili pogląd, że zdolność do regulowania zobowiązań wpływa pozytywnie na wzrost wartości podmiotu (Oliveira, Fortunato, 2006: 139–156). F. Voulgaris, D. Asteriou i G. Agiomirgianakis zwrócili uwagę, że większa płynność może również świadczyć o nieefektywnym wykorzystaniu bieżących środków, uniemożliwiając szybki rozwój. Wynika to z zależności pomiędzy płynnością finansową a rentownością, która w teorii jest odwrotnie proporcjonalna (Voulgaris i in., 2003: 817–836). Czynniki wpływające na wzrost przedsiębiorstw zostały również przedstawione w modelu zaproponowanym przez J. Danbolta, I. Hirsta i E. Jonesa, gdzie wzrost zysku na akcję determinowany jest przez potencjał wzrostu, rentowność aktywów w okresie $t=-1$, zmianę poziomu zysków na akcję i aktywów oraz wielkość przedsiębiorstwa (Danbolt i in., 2011: 1–25).

2.3.2. Poziom i struktura kapitału obrotowego

Przyjmuje się, że podstawą ewaluacji kapitału obrotowego jest określenie jego wartości (Pomykalska, Pomykalski, 2007: 166). Dodatkowo poziomy KON świadczą o tym, że przedsiębiorstwo finansuje całość aktywów trwałych i część obrotowych kapitałem stałym, a ujemne wartości KON wskazują na brak pełnego pokrycia stałymi źródłami finansowania nawet aktywów trwałych. Większe od zera wartości KON ukazują, jaki jest poziom płynnej rezerwy utrzymywanej przez przedsiębiorstwo na wypadek konieczności pokrycia niespodziewanych wydatków (Sierpińska, Wędzki, 1997: 92). Dlatego wysoki KON świadczy korzystnie o bezpieczeństwie działalności przedsiębiorstwa, jak również jest pozytywnie odbierany przez otoczenie, zarówno wewnętrzne, jak i zewnętrzne podmiotu (Ćwiąkała-Małys, Nowak, 2001: 57). Należy przy tym mieć na uwadze, że choć silnie dodatnie poziomy KON ograniczają ryzyko niewypłacalności przedsiębiorstwa, to ich utrzymywanie wymaga rezygnacji z podejmowania działań, które mogłyby przynieść przedsiębiorstwu wymierne korzyści w postaci większych przychodów i wyższej rentowności sprzedaży (Kusak, 2003: 2), znamionując nieraz występowanie zjawiska nadpłynności (Jaworski, 2010: 136). Jednocześnie wysokie poziomy KON mogą być oznaką tego, iż przedsiębiorstwo ma kłopoty ze znalezieniem krótkoterminowego finansowania obcego (Zawadzka, 2008: 45). Z przytoczonych względów brak jest modelowej wartości, jaką winien przybierać KON.

Kapitałem obrotowym należy odpowiednio zarządzać, aby przyjmował optymalne wartości. Jest to zalecane głównie z uwagi na występowanie kapitału w ograniczonych rozmiarach oraz konieczność minimalizowania kosztu jego pozyskania (Czekaj, Dresler, 2001: 123). Organizacja właściwie gospodarująca kapitałem obrotowym jest w stanie przede wszystkim maksymalizować sprzedaż, przy możliwie najmniejszym koszcie utrzymania i finansowania aktywów obrotowych oraz ryzyku funkcjonowania przedsiębiorstwa (Wawryszuk-Misztal, 2006: 261), zachowując przy tym płynność finansową. Akcentując priorytetowy charakter podporządkowania procesu sterowania kapitałem obrotowym utrzymaniu płynności (Sierpińska, Wędzki, 1997: 91), zarządzanie KON przez wielu ekonomistów jest całkowicie utożsamiane z zarządzaniem płynnością (Wędzki, 2003: 34).

Dla prawidłowego sterowania kapitałem obrotowym fundamentalne jest wyznaczenie jego właściwej struktury. Problematyka zarządzania kapitałem obrotowym sprowadza się do podejmowania decyzji w zakresie gospodarki posiadanymi aktywami bieżącymi, dotyczących m.in. sposobów zaopatrywania w surowce i materiały, organizowania produkcji, magazynowania zapasów, ściągania należności, zarządzania nadwyżkami gotówkowymi, jak i sterowania poziomem środków kapitałowych (Czekaj, Dresler, 2001: 117–118). Pomimo że zarządzanie kapitałem obrotowym jest procesem planowania i podejmowania decyzji w krótkim okresie (Kupczyk, 2010: 55–57), nieprawidłowe zdaje się także podejście stanowiące, że przy określaniu przedmiotu zarządzania kapitałem obrotowym należy pominąć wpływ aktywów i pasywów o charakterze długoterminowym na przepływy pieniężne (Wędzki, 2003: 34). Do obszaru planowania krótkoterminowego zalicza się wszelkie decyzje dotyczące m.in. sposobu finansowania aktywów obrotowych (Gallinger, 1991: 7), więc także z zakresu ustalania struktury kapitału i zarządzania częścią pasywów długoterminowych, która finansuje majątek krótkoterminowy. Zgodnie z takim podejściem, obszarem zarządzania kapitałem obrotowym są: aktywa bieżące, zobowiązania krótkoterminowe i kapitał stały. Najbardziej trafne wydaje się stwierdzenie, że operowanie kapitałem obrotowym jest ciągłym procesem ustalania poziomu i struktury aktywów bieżących oraz dobierania odpowiednich źródeł ich finansowania (Dębski, 2005: 235–236). Proces ten wykonywany jest każdego dnia prowadzenia działalności (Czekaj, Dresler, 2001: 116).

W literaturze znaleźć można także inne ujęcie struktury kapitału obrotowego. Zgodnie z podejściem (które można nazwać operacyjno-pieniężnym) A. Wawryszuk-Misztal (Wawryszuk-Misztal, 2007: 60), przedmiotami zarządzania KON są operacyjny (OKON) i pieniężny kapitał obrotowy (inaczej saldo płynności netto – SPN) (Wędzki, 2003: 86). Można je wyrazić za pomocą wzorów (Wawryszuk-Misztal, 2007: 48–52):

$$\text{OKON} = \text{OAB} - \text{OZB}$$

$$\text{SPN} = \text{NOAB} - \text{NOZB}$$

przy czym:

$$\text{KON} = \text{OKON} + \text{SPN}$$

gdzie:

OAB – operacyjne aktywa bieżące,

OZB – operacyjne zobowiązania bieżące,

NOAB – nieoperacyjne aktywa bieżące,

NOZB – nieoperacyjne zobowiązania bieżące.

Można przy tym założyć, że (Wędzki, 2003: 85–86; Wawryszuk-Miształ, 2007: 51; Duliniec, 2011a: 26–27):

$$\text{OAB} = \text{zapasy} + \text{należności}$$

$$\text{OZB} = \text{zobowiązania handlowe} + \text{zobowiązania rozliczeniowe}$$

$$\text{NOAB} = \text{środki pieniężne} + \text{inne aktywa operacyjne}$$

$$\text{NOZB} = \text{kredyty i pożyczki} + \text{zobowiązania z tytułu emisji papierów wartościowych}$$

Jak widać z przedstawionych formuł, operacyjny kapitał obrotowy (OKON) stanowi różnicę pomiędzy sumą zapasów i należności a wartością krótkoterminowych zobowiązań handlowych i rozliczeniowych. Z kolei pieniężny kapitał obrotowy (SPN), to wynik odejmowania pomiędzy wielkością środków pieniężnych powiększonych o inne aktywa nieoperacyjne a zobowiązaniami odsetkowymi. W celu obliczenia OKON i SPN, przyjmuje się, że dług operacyjny składa się z zobowiązań z tytułu dostaw i usług, wynagrodzeń, podatków, ceł, ubezpieczeń i innych świadczeń, otrzymanych zaliczek na dostawy, zobowiązań wekslowych oraz krótkoterminowych rozliczeń międzyokresowych (Wawryszuk-Miształ, 2006: 271; Duliniec, 2011a: 26–27). Pozostała część zadłużenia bilansowego, a więc kredyty i pożyczki (w tym leasing), zobowiązania z tytułu emisji papierów wartościowych (obligacje) oraz inne zobowiązania finansowe stanowią z kolei dług oprocentowany, a więc nieoperacyjny (Wawryszuk-Miształ, 2006: 271; Wędzki, 2003: 85).

Równie problematyczne jest wyznaczenie zakresu aktywów operacyjnych. Powinny one obejmować zapasy i należności handlowe. Kontrowersje wywołuje ewentualne zaliczanie do aktywów operacyjnych pozostałych należności. W literaturze można spotkać zarówno opinie, iż całość należności krótkoterminowych powinna być ujmowana w majątku operacyjnym (Kusak, 2004: 492), jak i takie, że jedynie tę część związaną z odroczeniem płatności za sprzedane dobra (Wawryszuk-

-Misztal, 2006: 271). Wydaje się, że wobec uwzględniania w zobowiązaniach operacyjnych m.in. zadłużenia z tytułu podatków i innych świadczeń oraz innych, należy według podobnego klucza klasyfikować analogiczne wierzytelności i zaliczać je do aktywów operacyjnych.

W literaturze nie ma jednolitego stanowiska w zakresie sposobu przyporządkowania środków pieniężnych do odpowiedniej grupy aktywów. Niektórzy ekonomiści uważają, że część gotówki, która finansuje działalność podstawową powinna być klasyfikowana jako operacyjne aktywa obrotowe (Kusak, 2006: 46; Wawryszuk-Misztal, 2006: 270–271). Takie podejście ma swoje uzasadnienie, gdyż te środki uczestniczą w zwyczajowym procesie obrotu gotówki. Jednakże bardzo trudne jest wydzielenie puli środków pieniężnych, która utrzymywana jest dla celów transakcyjnych (Wawryszuk-Misztal, 2006: 270). Dodatkowo, stan środków pieniężnych może stanowić odzwierciedlenie wykorzystania przyznanych kredytów obrotowych, ujmowanych jako zobowiązania nieoperacyjne. Racjonalne zdaje się przyporządkowanie całości środków pieniężnych do aktywów nieoperacyjnych.

Zgodnie z podejściem prezentowanym przez A. Wawryszuk-Misztal, należałoby stwierdzić, że zarządzanie kapitałem obrotowym sprowadza się do uzyskiwania finansowania i prowadzenia wydatkowania operacyjnego i pieniężnego kapitału obrotowego (zob. tabela 2.6).

Tabela 2.6. Finansowanie i wydatkowanie operacyjnego i pieniężnego kapitału obrotowego

Finansowanie i wydatkowanie operacyjnego kapitału obrotowego	
Finansowanie operacyjnego kapitału obrotowego	Wydatkowanie operacyjnego kapitału obrotowego
Uzyskanie wpływów ze sprzedaży, Otrzymanie zaliczek od odbiorców, Skrócenie okresu inkasa należności, Zaciąganie kredytów handlowych, Odroczenie zapłaty wydatków nieodsetkowych	Sprzedaż z odroczeniem płatności, Uiszczenie wydatków publiczno-prawnych i wynagrodzeń, Spłata zobowiązań handlowych, Wniesienie zaliczek na poczet dostaw
Finansowanie i wydatkowanie pieniężnego kapitału obrotowego	
Finansowanie pieniężnego kapitału obrotowego	Wydatkowanie pieniężnego kapitału obrotowego
Otrzymanie odsetek od lokat i udzielonych pożyczek, Zaciąganie kredytów lub pożyczek, Uzyskanie dopłaty od właścicieli, Uzyskanie wpływów ze sprzedaży środków trwałych/akcji, Otrzymanie dywidendy	Zapłata odsetek od kredytów i pożyczek, Spłata kredytów lub pożyczek, Wypłata dywidendy, Zakup środków trwałych, Zawarcie lokaty, Zakup papierów wartościowych

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Wawryszuk-Misztal, 2007: 60.

Efektom działań z zakresu finansowania i wydatkowania operacyjnego i pieniężnego kapitału obrotowego są różne warianty struktury kapitału obrotowego (zob. tabela 2.7).

Tabela 2.7. Warianty struktury kapitału obrotowego

Wariant 1. $KON > 0$, $OKON > 0$, $SPN > 0$ (wariant bardzo korzystny)
Wariant najbezpieczniejszy dla przedsiębiorstwa – częściowo finansowane kapitałem stałym aktywa operacyjne gwarantują spłatę zobowiązań operacyjnych w terminach wymagalności. Nadwyżka aktywów pieniężnych nad zobowiązaniami nieoperacyjnymi przy dodatnim KON świadczy o braku zagrożeń pokrycia tych zobowiązań.
Wariant 2. $KON > 0$, $OKON < 0$, $SPN > 0$ (wariant bardzo korzystny)
Wariant bezpieczny dla przedsiębiorstwa – podmiot zaciąga zobowiązania handlowe w wysokości umożliwiającej sfinansowanie całości zapasów i należności. Utrzymywane aktywa operacyjne nie zapewniają wprawdzie spłaty zobowiązań operacyjnych w terminie, ale wobec wysokich środków pieniężnych z nadwyżek oraz kredytów, uregulowanie całego długu krótkoterminowego w momencie zapadalności nie jest zagrożone.
Wariant 3. $KON > 0$, $OKON > 0$, $SPN < 0$ (wariant korzystny)
Wariant względnie bezpieczny – przedsiębiorstwo korzysta z produktów o charakterze kredytowym, które mogą być przeznaczone zarówno na działalność bieżącą, jak i rozwojową. Nadwyżka aktywów operacyjnych nad zobowiązaniami operacyjnymi jest na tyle wysoka, że umożliwia zaspokojenie roszczeń wierzycieli w terminie ($KON > 0$). Występuje jednak ryzyko braku spłaty zobowiązań w przypadku, gdy kapitał jest trwale zamrożony w zapasach (problemy ze zbyciem dóbr) lub należnościach (kłopoty ze ściągalnością wierzytelności).
Wariant 4. $KON < 0$, $OKON > 0$, $SPN < 0$ (wariant niekorzystny)
Wariant niebezpieczny – stan bieżących zobowiązań o charakterze kredytowym jest na tyle wysoki, że przedsiębiorstwo nie jest w stanie ich obsłużyć nawet z działalności operacyjnej. Dodatkowo wartości przyjmowane przez OKON dają nadzieję na szybką poprawę sytuacji, bez konieczności dokapitalizowania.
Wariant 5. $KON < 0$, $OKON < 0$, $SPN > 0$ (wariant bardzo niekorzystny)
Wariant niebezpieczny – przedsiębiorstwo nie ma możliwości spłaty wszystkich zobowiązań operacyjnych w drodze zamiany posiadanego majątku operacyjnego na postać płynną i zmuszone jest do zaciągania zobowiązań pozaoperacyjnych. W przypadku ograniczenia dostępności do kredytów powstać mogą silne zatory płatnicze.
Wariant 6. $KON < 0$, $OKON < 0$, $SPN < 0$ (wariant bardzo niekorzystny)
Wariant bardzo niebezpieczny – wobec zbyt niskiego kapitału stałego zaangażowanego w działalność przedsiębiorstwo nie ma możliwości ani spłaty wymagalnych zobowiązań operacyjnych z majątku operacyjnego, ani uregulowania zobowiązań kredytowych z aktywów pieniężnych. Szans na poprawę płynnościową przedsiębiorstwa należy upatrywać we wniesieniu dodatkowego, bardzo wysokiego, kapitału stałego.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Wawryszuk-Miształ, 2007: 57; Wędzki, 2003: 89–91.

Zgodnie z ukazanymi wariantami występują trzy bezpieczne rodzaje struktur kapitału obrotowego. Występują one w momencie, gdy skutkiem przedsięwziętych działań jest dodatni KON. Gdy kapitał obrotowy jest ujemny, występuje podwyższone ryzyko braku spłaty zobowiązań, które jest szczególnie wysokie, gdy niższy od zera jest też OKON.

2.3.3. Warunki skutecznego zarządzania kapitałem obrotowym

Skuteczne zarządzanie kapitałem obrotowym obejmuje przede wszystkim podejmowanie właściwych działań z zakresu (Kupczyk, 2010: 56):

- ustalania wielkości KON,
- określania poziomu i sposobów finansowania poszczególnych składników majątku,
- kształtowania cyklu obrotu gotówki, z uwzględnieniem polityki zaopatrzenia produkcji, handlu i sprzedaży.

Pomimo, że sama wartość KON daje istotny wgląd w sytuację płynnościową przedsiębiorstwa, to w literaturze czasem przestrzega się przed nadmiernym przywiązywaniem wagi do jego bezwzględnej wartości, w oderwaniu od innych miar opartych na kapitale obrotowym, jako że inaczej należy oceniać wartość KON u podmiotów o dużej sumie bilansowej, a inaczej u przedsiębiorstwach o niewielkich aktywach i pasywach. Z analogicznego powodu, obarczone pewnym błędem jest często zalecane porównywanie KON danego przedsiębiorstwa do średniej dla całej branży (Czapniewski, Kubiak, 2008: 22).

Na kapitale obrotowym netto opartych jest także kilka wskaźników zaliczanych do dynamicznych miar płynności. Wśród nich można wyróżnić (Jaworski, 2010: 155):

- Wskaźnik rotacji KON (WRKON) (Sierpińska, Jachna, 2007: 84; Jaworski, 2010: 155):

$$WRKON = \frac{KON}{S} \times 365 \text{ dni}$$

Wskaźnik rotacji kapitału obrotowego informuje jaka liczba dni bieżącej sprzedaży przedsiębiorstwa jest finansowana kapitałem obrotowym (Ćwiąkała-Małys, Nowak, 2001: 57). Pozytywnie ocenia się wysokie wartości tego indeksu, przy czym przyjmuje się, że zwiększenie poziomu przychodów ze sprzedaży bez odpowiedniego wzrostu poziomu kapitału obrotowego generuje wzrost ryzyka działalności (Zaleska, 2005: 70), dlatego wskaźnik powinien podążać za wolumenem przychodów ze sprzedaży i mieć relatywnie stałą wartość. Wbrew powszechnej opinii, gdy podmiot nie ma odpowiedniego zaplecza kapitałowego, wzrost sprzedaży niejednokrotnie bywa szkodliwy (Uchman, 2011: 235).

- Wskaźnik udziału KON w aktywach ogółem ($UKON_{AO}$) (Kusak, 2006: 46):

$$UKON_{AO} = \frac{KON}{AO}$$

Wskaźnik udziału KON w aktywach ogółem przedstawia stopień finansowania „wolnym” kapitałem długoterminowym. Określa on poziom rezerwy pieniężnej (Jaworski, 2010: 155). Wysoki stan aktywów wymusza angażowanie dużego kapitału w działalność. Analiza wskaźnika może prowadzić do błędnych wniosków, gdyż w liczniku ujęty jest kapitał stały skorygowany o aktywa trwałe, zaś w mianowniku znajduje się suma aktywów trwałych i obrotowych. Może się zdarzyć, że wskaźnik będzie przyjmował niskie wartości, nawet jeśli KON finansuje całość aktywów trwałych oraz znaczną część aktywów obrotowych.

- Wskaźnik udziału KON w aktywach bieżących ($UKON_{AB}$):

$$UKON_{AB} = \frac{KON}{AB}$$

W przypadku, gdy KON przyjmuje wartości dodatnie często wykorzystuje się pochodną wskaźnika pokrycia aktywów ogółem kapitałem obrotowym, jaką jest stosunek KON do sumy aktywów obrotowych, co informuje, jaka część działalności bieżącej jest finansowana kapitałem długoterminowym przeznaczonym do obrotu (Zaleska, 2005: 60). Wskaźnik $UKON_{AB}$ pozbawiony jest błędu, który ma $UKON_{AO}$.

- Miarę pokrycia należności i zapasów kapitałem obrotowym (KON_{NIZ}) (Kusak, 2006: 68):

$$KON_{NIZ} = \frac{KON}{\text{należność} + \text{zapasy}}$$

Wskaźnik pokrycia należności i zapasów zalicza się do rzadko wykorzystywanych relacji opartych na KON. Pełnić może on jednak ważną funkcję. W przypadku przedsiębiorstw posiadających istotne poziomy środków pieniężnych, wskaźnik KON_{NIZ} daje bardziej miarodajne wyniki niż $UKON_{AB}$, wskazując, że taki podmiot jest mniej narażony na występowanie zatorów płatniczych niż podmiot o wyższym $UKON_{AB}$, ale śladowym stanie gotówki. Znaczenie tej miary powinno być tym większe, że badania dowodzą, iż nadmierne zamrożenie kapitału obrotowego w należności i zapasy jest jednym z głównych problemów organizacji (Deloof, 2003: 585; Garcia-Teruel, 2007: 14; Iqbal, Wang, 2018: 57–58).

- Wskaźnik pokrycia KON zobowiązań bieżących ($PKON_{ZB}$) (Jaworski, 2010: 155):

$$PKON_{ZB} = \frac{KON}{ZB}$$

Wskaźnik pokrycia KON zobowiązań bieżących wyraża strukturę finansowania aktywów obrotowych. Jednocześnie, wskaźnik obrazuje, jaką część bieżących zobowiązań przedsiębiorstwo jest w stanie spłacić z posiadanych stałych środków finansujących działalność obrotową (Jaworski, 2010: 155). Im wyższe poziomy przybiera indeks, tym bezpieczniejszy profil ma dane przedsiębiorstwo i większą zdolność do spłaty długu.

- Wskaźnik płynności względnej (SPW) (Michalski, 2010: 102–103):

$$SPW = \frac{KON_p + WOO \times WSZ}{S - WN - WNP - \Delta KON}$$

gdzie:

KON_p – wartość KON na początek badanego okresu,

WOO – współczynnik obrotów operacyjnych, wyliczany jako iloraz przychodów ze sprzedaży do zsumowanej wielkości należności i wartości sprzedaży zapasów; obrazujący możliwe do wystąpienia przepływy z transformacji zapasów i należności na środki pieniężne,

WSZ – wartość sprzedaży zapasów, będąca wynikiem przemnożenia bieżącego stanu zapasów i przychodów ze sprzedaży zapasów podzielonych przez koszt ich wytworzenia; WSZ stanowi wyraz realnej wartości zapasów,

S – przychody netto ze sprzedaży,

WN – wynik netto okresu sprawozdawczego,

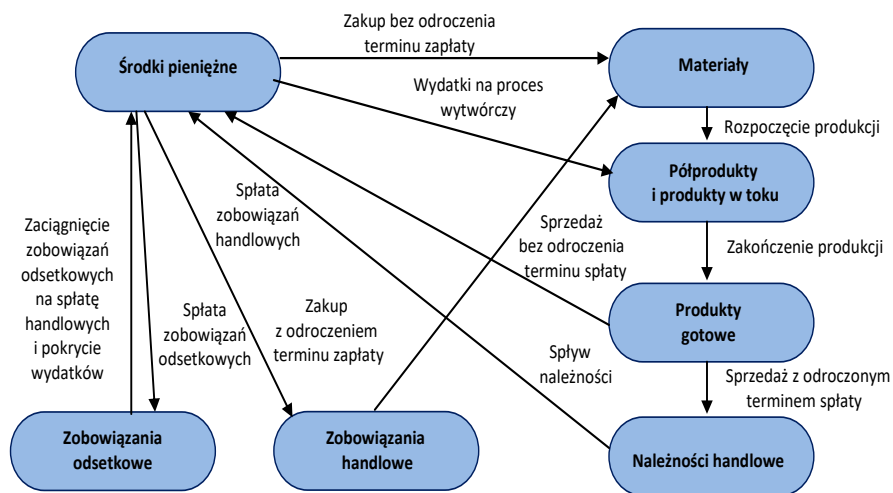
WNP – wydatki niepieniężne, równoważne kosztom, których poniesienie nie oznacza powstania przepływów pieniężnych ani też wzajemnych kompensat,

ΔKON – zmiana poziomu KON w trakcie badanego okresu.

SPW określa wielkość ewentualnego dodatkowego zapotrzebowania na zewnętrzne środki kapitałowe. Gdy relacja jest wyższa od jedności, stwierdza się brak zapotrzebowania na kolejny kapitał pozaoperacyjny; w przeciwnym wypadku występuje taka potrzeba.

To, jaką wartość przybiera KON, jest wynikiową decyzji podejmowanych z zakresu ustalania poziomu poszczególnych składników majątku i sposobów ich finansowania. Ich skuteczność należy sprawdzać w świetle ujęcia dochód–ryzyko, a więc przeciwstawiając sobie cele, jakimi są płynność (bezpieczeństwo finansowe) i rentowność (wyższa zyskowność) (Kubiak, 2005: 85), poprzez ocenę struktury:

- majątkowej (analiza udziału zapasów, należności i środków pieniężnych w sumie bilansowej, z uwzględnieniem jakości zapasów i należności),
- kapitałowej (badanie struktury zasobów kapitałowych finansujących aktywa obrotowe),
- kapitałowo-majątkowej (zglobianie relacji pomiędzy źródłami finansowania a poszczególnymi elementami aktywów bieżących).



Schemat 2.3. Cykl obrotu gotówki w przedsiębiorstwie produkcyjnym

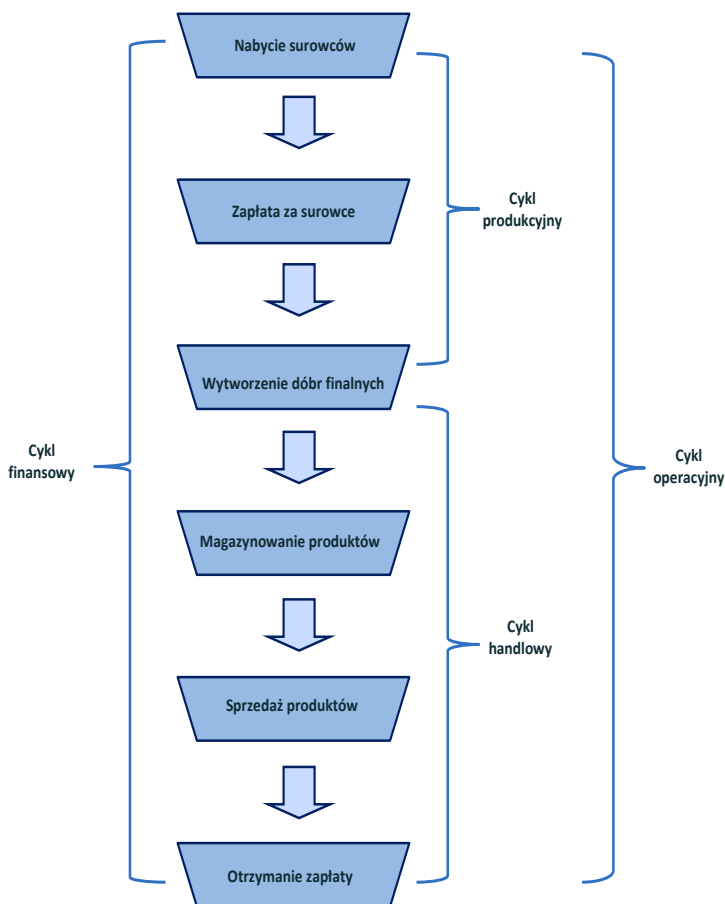
Źródło: opracowanie własne na podstawie: Wawryszuk-Miształ, 2007: 44; Kiziukiewicz, 1995: 7; Czekaj, Dresler, 2001: 128.

Niezwykle ważne jest odpowiednie zarządzanie cyklem krążenia kapitału obrotowego (nazywanym także „cyklem rotacji kapitału obrotowego”), który zawiera w sobie istotę prowadzonej polityki zaopatrzenia, produkcji, handlu i sprzedaży (Sierpińska, Jachna, 1992: 31). Jest on mechanizmem, który rozpoczyna się i kończy środkami pieniężnymi, stąd nazywa się go procesem „od gotówki do gotówki” (Czekaj, Dresler, 2001: 131) (schemat 2.3).

Cykl rotacji kapitału obrotowego klasycznie obejmuje cztery podstawowe formy rozchodów środków pieniężnych (zaliczki na zakup materiałów i surowców, wydatki na przetwarzanie i magazynowanie zapasów, regulowanie zobowiązań handlowych, spłata zobowiązań odsetkowych) oraz trzy rodzaje zasileń gotówkowych (przedpłaty, zaciągnięte zobowiązania, inkasowanie należności). Pośrednią formą przepływów są środki pozyskiwane i wydatkowane dzięki odraczaniu płatności, które nie generują operacji gotówkowych.

Krążenie kapitału obrotowego w przedsiębiorstwach produkcyjnych rozpoczyna się z chwilą zakupu materiałów i surowców. Ich nabycie może nastąpić po zapłacie dostawy lub deklaracji jej uiszczenia w odroczonej terminie. Menedżerowie zazwyczaj preferują tę drugą opcję, by okres wymagalności długu umożliwiał sfinansowanie kolejnych etapów obiegu gotówki (Szymański, 2007: 92). Znalezienie dostawców, z którymi można ustalić takie terminy płatności, które wystarczają na pokrycie zapotrzebowania na kolejne fazy, w tym na sfinansowanie należności jest trudne – odbiorcy również poszukują kontrahentów, u których mogą skorzystać z kredytu handlowego. W efekcie, w trakcie procesu powstaje tzw. „luka pieniężna” (Wędzki, 2003: 80; Wawryszuk-Miształ, 2007: 45), której wypeł-

nienie wiąże się z dodatkowymi kosztami. Zgłębienie czynników wpływających na jej długość znacząco ułatwia identyfikacja składowych cykli krążenia kapitału obrotowego (zaprezentowana na schemacie 2.4), które noszą nazwę „cykli cząstkowych” (Wawryszuk-Misztal, 2007: 46).



Schemat 2.4. Rodzaje cykli w procesie obrotu gotówki

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Dulinić, 2011a: 17; Musiałek, 2009: 47; Janasz, 2011: 111.

Cykl operacyjny jest okresem od nabycia surowców i materiałów do uzyskania wpływów ze sprzedaży dóbr (Bień, 2008b: 192; Goławska-Witkowska i in., 2006: 131; Wawryszuk-Misztal, 2007: 45). Jego podstawową funkcją informacyjną jest to, że obrazuje przedział czasowy jaki mija od wniesienia gotówki do obrotu do ponownego jej otrzymania (Goławska-Witkowska i in., 2006: 131). Cykl operacyjny

przedstawia czas potrzebny na przetworzenie i sprzedaż zapasów (Michalski, 2008: 9). Składa się on z takich etapów jak pozyskiwanie surowców i materiałów, wytwarzanie dóbr finalnych, przechowywanie produktów, sprzedawanie zapasów i otrzymywanie zapłaty za sprzedane dobra (Szymański, 2007: 72–73). Przy takim rozgraniczeniu można wyznaczyć podcykle cyklu operacyjnego w postaci cykli: produkcyjnego i handlowego, wskazując, że cykl produkcyjny obejmuje dwa pierwsze etapy, zaś handlowy trzy następne. Uczestniczący w fazie kapitałowej cykl rotacji zobowiązań (APP, *Average Payment Period*) obejmuje dla odmiany okres od zaciągnięcia zobowiązań handlowych do ich uregulowania. Cykl ten informuje, jak długie terminy przesunięć płatności przedsiębiorstwo otrzymuje od dostawców.

Cyklem wynikowym jest cykl finansowy (Janasz, 2011: 111) (nazywany też „cyklem obiegu gotówki” lub „cyklem konwersji gotówki” (ACC, *Asset Conversion Cycle*). Jest on okresem, jaki upływa od zapłaty za surowce i materiały do uzyskania wpływów. Wyraża on długość trwania luki pieniężnej. Jak można wywnioskować ze schematu, cykl obrotu gotówki można wyrazić poprzez równanie (Franc-Dąbrowska, 2008: 16–17):

$$\text{cykl finansowy (ACC)} = \text{cykl operacyjny} - \text{cykl zobowiązań (APP)}$$

Choć krótki ACC zazwyczaj świadczy korzystnie o sytuacji płynnościowej przedsiębiorstwa i prowadzonej polityce negocjacyjnej, to może być on skutkiem:

- znacznych przeterminowań zobowiązań (wówczas długie APP),
- dokonywania wyprzedaczy zapasów celem regulowania zobowiązań (wówczas krótki IT),
- stosowania faktoringu (wówczas krótkie ACP).

Niejednokrotnie krótki ACC jest też konsekwencją agresywnej polityki negocjacyjnej. Takie działanie w krótkim okresie potrafi przynosić duże korzyści, ale w dłuższym horyzoncie czasowym może doprowadzić do utraty kontrahenta, który znajdzie partnera, co do którego nie będzie podejrzeń występowania kłopotów płatniczych (Pacho, 2005: 7).

Długość obrotu gotówki zależy od: możliwości w zakresie skorzystania z odroczenia płatności od dostawców, oferowanych upustów cenowych przez dostawców, oczekiwań odbiorców dotyczących długości terminów płatności, możliwości spłat odbiorców w wyznaczonych terminach, dostępu do kapitału pozaoperacyjnego (w tym do faktoringu), rodzaju kontrahentów, z którymi współpracuje przedsiębiorstwo, długości cyklu produkcyjnego i możliwości jego skrócenia, sezonowości popytu i specyfiki prowadzonej działalności. Na szczególną uwagę zasługują czynniki w postaci: rodzaju partnerów handlowych współpracujących z przedsiębiorstwem oraz charakteru prowadzonej działalności. Kwestię rodzaju kontrahentów należy rozpatrywać jak najszerzej, mając na uwadze takie aspekty jak: sytuacja

finansowa partnerów handlowych, wrażliwość na zmiany parametrów współpracy czy częstotliwość dostaw lub sprzedaży. W zależności z kolei od profilu przedsiębiorstwa różne są optymalne struktury aktywów obrotowych, które kształtując długość cyklu operacyjnego, wpływają na wielkość luki pieniężnej (Goławska-Witkowska i in., 2006: 128) (tabela 2.8).

Tabela 2.8. Struktury aktywów obrotowych w zależności od profilu przedsiębiorstw

Rodzaj działalności	Zwyczajowe główne składniki aktywów
Handel hurtowy	towary, należności handlowe, środki pieniężne
Handel detaliczny	towary, środki pieniężne
Produkcyjna	materiały, produkty gotowe i półprodukty, należności handlowe, środki pieniężne

Źródło: Janik, Paździor, 2011: 78.

Zarządzanie poszczególnymi składnikami kapitału obrotowego powinno być spójne, kompleksowe i współzależne (Szymański, 2007: 77). Celem zbadania długości obiegu gotówki w przedsiębiorstwie analizie należy poddać nie tylko długość poszczególnych cykli rotacji, ale także czynniki wpływające na nie oraz wzajemne interakcje. Kompleksowo oceniając cykle cząstkowe, można określić długość obiegu gotówki w podmiocie (Sierpińska, Wędzki, 1997: 99). W opracowaniu przyjęto następujące wzory dla cykli cząstkowych.

$$ACP = \frac{\text{należności handlowe} \times \text{liczba dni w okresie}}{\text{przychody ze sprzedaży}}$$

$$IT = \frac{\text{zapasy} \times \text{liczba dni w okresie}}{\text{przychody ze sprzedaży}}$$

$$APP = \frac{\text{zobowiązania handlowe} \times \text{liczba dni w okresie}}{\text{koszty działalności podstawowej} - \text{amortyzacja}}$$

2.3.4. Określenie zapotrzebowania na kapitał obrotowy

Ustalanie zapotrzebowania na kapitał obrotowy jest procesem sprowadzającym się do wyznaczenia kwoty środków potrzebnych na sfinansowanie działalności bieżącej, która nie jest pokryta zobowiązaniami o charakterze krótkoterminowym

(Krzemińska, 2005: 104). Można wyróżnić dwa typy zapotrzebowania na kapitał obrotowy – statyczne i dynamiczne. Styczne zapotrzebowanie na kapitał obrotowy jest ustalane na dany dzień bilansowy. O kwocie nominalnego zapotrzebowania na wartości KON informują SPN i OKON, które w literaturze są także nazywane odpowiednio „pieniężnym zapotrzebowaniem na kapitał obrotowy” i „operacyjnym zapotrzebowaniem na kapitał obrotowy”. Wielkość zapotrzebowania na OKON zależy przy tym od rodzaju i specyfiki sprzedawanych dóbr, czasu trwania cyklu operacyjnego, osiąganego wolumenu sprzedaży, prowadzonej polityki wobec dostawców i odbiorców oraz taktyki zarządzania zapasami (Kusak, 2006: 494), zaś poziom zapotrzebowania na SPN to wypadkowa dostępności do krótkoterminowych odsetkowych źródeł finansowania, sposobów ich wykorzystywania oraz decyzji wpływających na stan gotówki w przedsiębiorstwie (Wawryszuk-Misztal, 2007: 63). Okres zapotrzebowania na kapitał obrotowy wyznacza cykl obrotu gotówki.

Analiza struktury finansowania może dostarczyć istotnych wniosków z zakresu realności oszacowanej kwoty zapotrzebowania na kapitał obrotowy. Przedsiębiorstwo, które ma ograniczoną dostępność do kapitału lub które ponosi koszty bankructwa ma znacznie większe faktyczne zapotrzebowanie na kapitał obrotowy niż podmiot, który nie doświadcza takich problemów. Organizacja osiągająca zwielokrotnione korzyści ze wzrostu lewarowania może szacować zaś zapotrzebowanie na kapitał obrotowy na poziomie niższym niż bilansowy, z uwagi na to, że liczy na wsparcie instytucji finansowych, a nadwyżka wpływów nad wypływami z działalności bieżącej stanowić może istotne źródło pokrycia zapotrzebowania.

Ze względu na fakt, że wartość bilansowa aktywów może znacznie odbiegać od ich wartości rynkowej, zasadne jest dokonywanie stosownych ich korekt. Dotyczyć to powinno zwłaszcza należności o wysokim ryzyku nieściągalności oraz zapasów o ograniczonej zbywalności (nieatrakcyjnych, uszkodzonych lub słabej jakości fizykochemicznej) (Wędzki, 2003: 93). Analogicznie, należy dokonać korekty zobowiązań bieżących, uwzględniając w nich jedynie zadłużenie stale lub bezwzględnie wymagalne (Sierpińska, Wędzki, 1997: 63–65).

Ustaleniu rzeczywistego zapotrzebowania na kapitał obrotowy pomaga też porównanie danych bieżących z wielkościami historycznymi. Inaczej należy oceniać zapotrzebowanie u przedsiębiorstwa, które zwiększyło zapotrzebowanie na kapitał obrotowy wskutek obniżenia efektywności zarządzania aktywami, a inaczej w podmiocie, którego zapotrzebowanie wzrosło mniej niż proporcjonalnie w stosunku do sprzedaży. Etapy wyznaczania statycznego zapotrzebowania na kapitał obrotowy przedstawia tabela 2.9.

Większe zastosowanie praktyczne ma wyznaczanie zapotrzebowania na kapitał obrotowy w sposób dynamiczny. Istotą tego podejścia jest prognoza deficytu lub nadwyżki kapitału obrotowego na podstawie: bieżących danych, planów rozwojowych i szacunku przyszłej koniunktury.

Tabela 2.9. Etapy statycznego wyznaczania zapotrzebowania na kapitał obrotowy

Etap wyznaczania zapotrzebowania	Przedmiot analizy
Etap 1. Określenie bilansowej wielkości kapitału obrotowego netto i czasu na jaki jest potrzebny	Cykl obrotu gotówki, w tym stosowane terminy płatności, długość rotacji należności, zapasów i zobowiązań, luka pieniężna
	Wartość KON, w tym w odniesieniu do poziomu: realizowanej sprzedaży, zaciągniętych zobowiązań, posiadanego majątku obrotowego, w tym należności i zapasów
	SPN i OKON
Etap 2. Określenie realnej wielkości kapitału obrotowego netto i czasu na jaki jest potrzebny	Struktura finansowania z podziałem na konkretne źródła finansowania
	Wartość rynkowa i płynność posiadanych aktywów
	Charakter zaciągniętych zobowiązań krótkoterminowych
	Dane historyczne z zakresu zapotrzebowania na kapitał obrotowy

Źródło: opracowanie własne.

Według D. Wędzkiego określenie dynamicznego zapotrzebowania na kapitał obrotowy wiąże się z wyznaczeniem (Wędzki, 2003: 76):

- docelowego poziomu kapitału obrotowego – kwoty potrzebnej na bieżącą działalność,
- planowanej struktury kapitału obrotowego, uwzględniającej relacje pomiędzy danymi składnikami aktywów bieżących,
- czasu, na jaki kapitał obrotowy jest potrzebny przedsiębiorstwu.

Głównymi etapami szacunku zapotrzebowania są (Krzemińska, 2005: 105):

- określenie poziomu dysponowanego kapitału pracującego,
- oszacowanie zapotrzebowania na kapitał obrotowy,
- ustalenie sposobów wypełnienia zapotrzebowania.

W ramach pierwszego etapu, można obliczyć KON zgodnie z ogólnie przyjętym wzorem bądź też z zastosowaniem pewnych korekt, np.:

- powiększając aktywa trwałe o wydatki inwestycyjne i pomniejszając o amortyzację,
- obniżając kapitał własny o środki inne niż zyski zatrzymane i wkłady właścicielskie (Goławska-Witkowska i in., 2006: 130; Krzemińska, 2005: 104–105),
- zwiększając o wielkość utrzymywanych środków pieniężnych,
- pomniejszając o zobowiązania przeterminowane (Sierpińska, Jachna, 2007: 123).

O ile korekty o środki pieniężne i zobowiązania przeterminowane czy amortyzację mogą budzić pewne kontrowersje, o tyle bezsporne wydaje się wyliczenie zapotrzebowania na kapitał obrotowy z uwzględnieniem planowanych działań

o charakterze inwestycyjnym (w tym tych wymagających wysokich nakładów) (Sierpińska, Jachna, 2007: 124–125).

Zapotrzebowanie na kapitał obrotowy, którego oszacowanie jest treścią następnej fazy opisywanego procesu, może być wyznaczone (Krzemińska, 2005: 105):

- metodą uproszczoną, poprzez określenie poziomów aktywów obrotowych i zobowiązań bieżących na tle prognozowanej sprzedaży, przy założeniu utrzymania dotychczasowych udziałów w sprzedaży (Goławska-Witkowska i in., 2006: 130):

potrzebny KON = przyszły majątek bieżący – przyszłe zobowiązania bieżące

$$\text{przyszły majątek bieżący} = \text{obecny majątek bieżący} \times \frac{\text{przyszła sprzedaż}}{\text{obecna sprzedaż}}$$

$$\text{przyszłe zobowiązania bieżące} = \text{obecne zobowiązania bieżące} \times \frac{\text{przyszła sprzedaż}}{\text{obecna sprzedaż}}$$

Porównanie wyliczonego potrzebnego KON z dyspozycyjnym kapitałem obrotowym pozwala następnie określić, czy występuje jego niedobór czy nadwyżka (Wędzki, 2003: 210; Goławska-Witkowska i in., 2006: 130):

zapotrzebowanie na KON = potrzebny KON – dysponowany KON

- metodą analityczną, poprzez wyprowadzenie wielkości poszczególnych składników aktywów bieżących i zobowiązań krótkoterminowych *ex ante*, wykorzystując ich historyczne okresy rotacji oraz prognozę wolumenu sprzedaży (Krzemińska, 2005: 105):

$$\text{potrzebny KON} = \frac{\sum \text{przyszłych wartości składników aktywów bieżących}}{-\sum \text{przyszłych wartości składników zobowiązań bieżących}}$$

gdzie:

$$\text{przyszła wartość składnika} = \text{długość rotacji} \times \frac{\text{przyszła sprzedaż}}{365 \text{ dni}}$$

Mając dany wymagany kapitał obrotowy, można go zestawić z wielkością aktualnie dysponowaną przez przedsiębiorstwo, celem określenia faktycznego zapotrzebowania na KON, analogicznie jak przy metodzie uproszczonej (Krzemińska, 2005: 106).

W literaturze można spotkać się też ze stanowiskiem, że zapotrzebowanie na kapitał obrotowy należy szacować poprzez sporządzanie szacunków zmian struktury kapitału obrotowego w ujęciu operacyjno-pięniężnym (Wawryszuk-Misztal, 2006: 275):

$$\Delta \text{KON} = \Delta \text{SPN} + \Delta \text{OZKON}$$

Wyjściowym punktem do kolejnych wyliczeń jest ustalenie aktualnego poziomu kapitału obrotowego oraz zapotrzebowania na operacyjny i pieniężny kapitał obrotowy. Następny krok polega na obliczeniu zmiany zapotrzebowania na operacyjny kapitał obrotowy pod wpływem zmiany sprzedaży, przy założeniu, że operacyjne aktywa i zobowiązania mają stały udział w przychodach (Wawryszuk-Misztal, 2006: 275–276; Wędzki, 2003: 85–89):

$$\text{OZKON}_1 = \text{OAB}_1 - \text{OZB}_1 = \frac{\text{OAB}_0}{S_0} \times S_1 - \frac{\text{OZB}_0}{S_0} \times S_1$$

gdzie:

OZKON_1 – przyszłe zapotrzebowanie na operacyjny kapitał obrotowy,

OAB_1 – przyszłe aktywa operacyjne,

OZB_1 – przyszłe zobowiązania operacyjne,

OAB_0 – aktywa operacyjne okresu bazowego,

OZB_0 – zobowiązania operacyjne okresu bazowego,

S_1 – prognozowana sprzedaż,

S_0 – sprzedaż okresu bazowego.

Ustalając kolejno planowane zmiany w prognozowanym wolumenie aktywów trwałych oraz sposoby ich sfinansowania, można wyznaczyć przyszłą wielkość salda płynności netto, którego dodatni poziom świadczy o nadwyżce, a ujemny o niedoborze kapitału obrotowego (Wawryszuk-Misztal, 2006: 276–277):

$$\text{KON}_1 - \text{KON}_0 = \text{SPN}_1 - \text{SPN}_0 + \text{OZKON}_1 - \text{OZKON}_0$$

$$\text{SPN}_1 = \text{KON}_1 - \text{KON}_0 + \text{SPN}_0 - \text{OZKON}_1 + \text{OZKON}_0$$

gdzie:

$$\text{KON}_1 - \text{KON}_0 = \text{KS}_1 - \text{KS}_0 - \text{AT}_1 + \text{AT}_0$$

Koncepcję A. Wawryszuk-Miształ, która wyrażona jest metodą analityczną zdaje się z kolei przedstawiać prezentowana przez D. Wędzkiego propozycja szacunku zapotrzebowania na kapitał obrotowy na podstawie jego zależności od obrotu gotówki w przedsiębiorstwie. W ramach tego podejścia zapotrzebowanie na KON można wyrazić jako iloczyn długości cyklu operacyjnego i dziennego zapotrzebowania na kapitał obrotowy (Wędzki, 2003: 83):

$$\text{ZKON}_{\text{CO}} = \text{DZ} \times \text{T}_1$$

gdzie:

ZKON_{CO} – zapotrzebowanie na kapitał obrotowy wynikające z cyklu operacyjnego przedsiębiorstwa,

T_1 – prognozowana długość cyklu operacyjnego,

DZ – dzienne zapotrzebowanie na kapitał obrotowy, wyliczane według wzoru:

$$\text{DZ} = \frac{\text{KON}}{\text{T}_0}$$

gdzie:

T_0 – długość cyklu operacyjnego w okresie bazowym.

Zaprezentowane sposoby szacowania dynamicznego zapotrzebowania na kapitał obrotowy noszą w literaturze wspólną nazwę „metod procentu od sprzedaży” (Wędzki, 2003: 209). Są one zgodne z poglądem prezentowanym przez większość ekonomistów, iż zapotrzebowanie na kapitał obrotowy powinno się określać jako ilościowy lub wartościowy odsetek przychodów ze sprzedaży lub kosztów operacyjnych (Damodaran, 2007: 618). Przy analizie zapotrzebowania na kapitał obrotowy metodą procentu od sprzedaży należy zaznaczyć, że zmienność poziomu aktywów obrotowych objaśniana jest głównie wahaniami w dynamice sprzedaży, które powinny pociągać za sobą odpowiednie (co najmniej proporcjonalne w przypadku wzrostu) zmiany kapitału obrotowego (Sierpińska, Wędzki, 1997: 95, 98). Mając też na uwadze, że innym ogólnie przyjętym podstawowym czynnikiem kształtującym wielkość zapotrzebowania na kapitał obrotowy jest sposób zarządzania aktywami (Musiałek, 2009: 11), można zauważyć występowanie obszaru rozbieżności. Otóż wzrost udziału aktywów obrotowych w relacji do sprzedaży może z jednej strony przyczynić się do zmniejszenia zapotrzebowania na kapitał

obrotowy, a z drugiej znamionować pogorszenie efektywności zarządzania aktywami. Stąd szczególnie ważna jest analiza, jak za zmianami aktywów bieżących podążają zobowiązania krótkoterminowe.

Głównymi problemami z szacowaniem zapotrzebowania na kapitał obrotowy przy użyciu metody procentu od sprzedaży są (Wędzki, 2003: 230–238):

- efekt huśtawki (w tym długiego skoku) – występuje, gdy dużym wahaniom ulega sprzedaż, która okresowo istotnie zwiększa lub zmniejsza zapotrzebowanie na kapitał obrotowy; przedsiębiorstwa mogą temu zaradzić wstrzymując się od podejmowania konkretnych decyzji w czasie wzmożonego i zaniżonego popytu;
- paradoks wysokiej płynności – polega na tym, że im większy poziom operacyjnego kapitału obrotowego utrzymuje przedsiębiorstwo, tym trudniejsze jest proporcjonalne sfinansowanie kolejnych przyrostów sprzedaży;
- efekt małej bazy porównań – paradoks występujący, gdy sprzedaż w okresie bazowym znacząco różni się od prognozowanej, to wówczas np. przy niskiej sprzedaży bazowej nawet niewielki wzrost przychodów wymusza konieczność dużych procentowych zmian KON; przy wysokim bazowym wolumenie sprzedaży występuje sytuacja odwrotna, gdyż zachodzące zmiany są istotne w ujęciu wartościowym, ale niewielkie w procentowym;
- efekt niedoszacowania zysku – polegający na przyjętym w metodzie procentu od sprzedaży założeniu, że zysk zmienia się liniowo do przychodów i nie ma swojego zastosowania ani efekt działania dźwigni operacyjnej i finansowej, ani kosztów bankructwa, co powoduje, iż faktyczna wartość aktywów i zobowiązań zmieniających się pod wpływem sprzedaży może być istotnie różna od posiadanej w okresie bazowym.

Przy analizie zapotrzebowania na kapitał obrotowy metodą procentu od sprzedaży należy też uwzględnić to, że jednym z czynników kształtujących potrzeby kapitałowe jest przewidywalność przepływów pieniężnych (Damodaran, 2007: 618, 630–631). Jeśli zmienność przepływów jest duża, to wówczas można zastosować korektę do przyjętych wyliczeń o współczynnik niepewności.

Zapotrzebowanie na kapitał obrotowy można obliczyć także (Wędzki, 2003: 209):

- metodą kompleksowego budżetowania w przedsiębiorstwie przy zastosowaniu preliminarza obrotów gotówkowych zgodnie z planowanymi wpływami i wydatkami,
- metodą ekonometryczną.

Końcowym etapem ustalania zapotrzebowania na kapitał obrotowy jest wskazanie sposobów jego uzupełnienia. Realizowane jest to w drodze analizy możliwych źródeł finansowania i struktur aktywów bieżących. Może się to odbywać poprzez np.: skracanie cyklu operacyjnego, wydłużanie terminu płatności za zobowiązania, zmniejszanie poziomu majątku trwałego czy zaciąganie pozabilansowych zobowiązań odsetkowych.

Zaprezentowane koncepcje mają swoje walory dla przedsiębiorstwa w ujęciu planistycznym. Oceniający podmiot gospodarczy na podstawie ogólnie dostępnych danych sprawozdawczych (a więc nie dysponujący prognozami i informacjami pozwalającymi urealnić wartość posiadanego KON), muszą ograniczać się do podejścia statycznego lub przedstawiać uproszczone metody dynamiczne w ujęciu retrospektywnym. Szczególnie przydatne zastosowanie może mieć tutaj określanie zapotrzebowania na kapitał obrotowy zgodnie z propozycją A. Rutkowskiego (Rutkowski, 2007: 364):

$$ZKON = \frac{AO}{S} \times \Delta S - \frac{ZO}{S} \times \Delta S - ROS \times S \times (1 - DYW)$$

gdzie:

AO – poziom aktywów, potrzebny do realizacji sprzedaży na poziomie S,

S – sprzedaż okresu bazowego,

ZO – poziom zobowiązań, potrzebny do realizacji sprzedaży na poziomie S,

ROS – rentowność sprzedaży,

S₁ – prognozowana sprzedaż,

DYW – udział dywidendy w zysku netto.

Zgodnie z propozycją rozwinięcia tego wzoru przez P. Szymańskiego, który uznał, że aktywa i zobowiązania stałe oraz nieoperacyjne nie wymagają proporcjonalnych zmian w stosunku do wahań sprzedaży, można zapisać (Szymański, 2007: 289–290):

$$ZKON = \frac{OAB}{S} \times \Delta S - \frac{OZB}{S} \times \Delta S - ROS \times S \times (1 - DYW)$$

gdzie:

OAB – operacyjne aktywa bieżące,

OZBP – operacyjne zobowiązania bieżące.

Niezależnie od wybranego ujęcia, ustalanie i wypełnianie zapotrzebowania na kapitał obrotowy uchodzą za złożone zagadnienia. Trudności wynikają z tego, że zapotrzebowanie może mieć charakter zmienny lub stały (Fedorowicz, 1993: 153–154). Stąd istnieje konieczność stałego śledzenia zmian zapotrzebowania na kapitał obrotowy w czasie, co wymusza prowadzenie stałej harmonizacji poziomu kapitału obrotowego wobec istniejącego zapotrzebowania (Pomykalska, Pomykalski, 2007: 166). Jest to znacznie ułatwione, gdy przedsiębiorstwo ma przyjętą i prowadzoną z rozwagą strategię zarządzania kapitałem obrotowym.

Rozdział 3

Taktyki i strategie zarządzania kapitałem obrotowym przedsiębiorstw

3.1. Systematyzacja strategii zarządzania kapitałem obrotowym

3.1.1. Istota i cel tworzenia strategii zarządzania kapitałem obrotowym

Zarządzanie kapitałem obrotowym jest elementem codziennych czynności podejmowanych przez przedsiębiorstwo (Czekaj, Dresler, 2001: 116). Istnieje także potrzeba jego długoterminowego projektowania. Brak długookresowej wizji gospodarowania kapitałem obrotowym przyczynia się do nieświadomego kształtowania poziomu i struktury kapitału obrotowego (Czapniewski, Kubiak, 2008: 20). Przedsiębiorstwa, które nie zarządzają nim strategicznie, nie dostrzegają faktu, że utrzymywanie płynności finansowej jest jednym z celów strategicznych przedsiębiorstwa. Długookresowa wizja zarządzania kapitałem obrotowym ma też rację bytu choćby ze względu na występowanie tzw. „strategicznego kontinuum”. Zgodnie z nim, przedsiębiorstwa mające wdrożone poszczególne strategie cząstkowe jest w stanie szybciej i sprawniej dostosowywać się do zmieniających się warunków otoczenia, co jest szczególnie ważne w sytuacjach kryzysowych (Krzakiewicz, 2008: 56), które eskalują występujące zatory płatnicze. W praktyce, przedsiębiorstwa ustalające i realizujące strategię zarządzania kapitałem obrotowym mają więc możliwość skutecznego wychodzenia z kryzysów płynnościowych, jak również i zapobiegania nim.

Umiejętność tworzenia i wprowadzania w życie strategii zarządzania kapitałem obrotowym stanowi fundament skutecznego zarządzania płynnością finansową (Wasilewski, 2006: 132). Jeśli decyzje podejmowane w zakresie zarządzania kapitałem obrotowym nie są prawidłowe, to przedsiębiorstwa nie są w stanie prowadzić

strategii rozwojowej (Pluta, 1999: 127). Znamienne przy tym jest, że wśród głównych źródeł ryzyka dla strategii finansowej, obok braku umiejętności pozyskiwania odbiorców, złej jakości sprzedawanych wyrobów i nieodpowiedniej struktury kosztów, wymienia się dwa aspekty, które są konsekwencją niewłaściwie prowadzonej strategii zarządzania kapitałem obrotowym, tj. przeinwestowanie (efekt złej struktury majątku) i błędna proporcja środków kapitałowych (Zadora, 2004: 28).

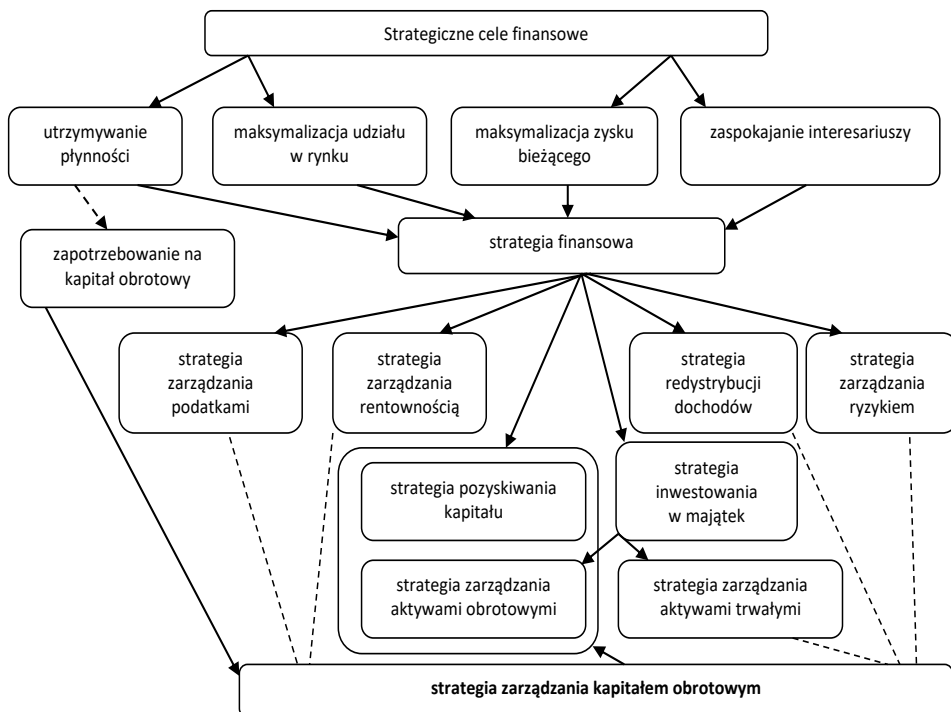
Poprawne ustalanie strategii zarządzania kapitałem obrotowym polega na opracowaniu planu działania, który ukazuje możliwości znajdowania finansowania pokrywającego zapotrzebowanie na kapitał obrotowy powstające w toku prowadzonej działalności, bez zagrożenia utraty płynności (Teofil-Kaczmarek, 2007: 42). K. Kreczmańska-Gigol wskazuje, że podstawowym celem strategii powinno być dążenie do optymalizacji struktury kapitałowej przedsiębiorstwa, gdyż pozostałe cele, takie jak minimalizacja ryzyka upadłości czy maksymalizacja dochodów, są jego wypadkową (Kreczmańska-Gigol, 2010: 96). Sens formułowania strategii zarządzania kapitałem obrotowym wynika z konieczności długookresowego planowania działań zmierzających do (Wilmańska-Sosnowska, 1994: 31):

- pozyskiwania kapitału na sfinansowanie różnych sfer działalności przedsiębiorstwa,
- dopasowywania poziomu zasobów majątkowych do kapitałowych,
- utrzymywania relacji pomiędzy kapitałem własnym a obcym na poziomie maksymalizującym przewagę korzyści nad kosztami z tytułu struktury kapitałowej,
- usprawniania koordynacji i monitoringu sposobu wydatkowania kapitału,
- harmonizacji przychodów i wydatków.

3.1.2. Umiejscowienie i struktura strategii zarządzania kapitałem obrotowym w procesie zarządzania finansami przedsiębiorstw

Tworzenie strategii zarządzania kapitałem obrotowym uwarunkowane jest charakterem różnych czynników ją otaczających. Przede wszystkim, strategiczne zarządzanie kapitałem obrotowym nie jest procesem, który ogranicza się jedynie do aspektów związanych z finansowaniem działalności bieżącej. Uwzględnia ono także kwestie związane z planem i realizacją działań odnoszących się do inwestowania w majątek. Szczególną uwagę należy tutaj poświęcić specyfice posiadanego majątku, która determinuje optymalną długość jego rotacji, czas jego odtworzenia oraz możliwości uzyskania finansowania na odpowiednim poziomie i zadowalających warunkach. Z tego względu strategia zarządzania kapitałem obrotowym nie może być planowana w oderwaniu od strategii zarządzania aktywami obrotowy-

mi, zaś jej ostateczne przełożenie musi być oparte na dążeniu do realizacji strategicznych celów finansowych. Mając powyższe na względzie, na schemacie 3.1 umiejscowiono strategię zarządzania kapitałem obrotowym w strategii finansowej przedsiębiorstw.



gdzie:

- > występowanie bezpośredniej zależności pomiędzy danymi elementami,
- wzajemne pośrednie interakcje pomiędzy poszczególnymi procesami,
- > główny problem wynikający z zachodzącego procesu.

Schemat 3.1. Umiejscowienie strategii zarządzania kapitałem obrotowym w strategii finansowej przedsiębiorstw

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Golawska-Witkowska i in., 2006: 134; Kołosowska i in., 2006: 11, 18; Wawryszuk-Misztal, 2007: 39; Duraj, 2004: 55; Tokarski, 2007: 32–33.

Przyjmując, że strategia zarządzania kapitałem obrotowym jest realizowanym planem działania obejmującym cele, zamierzenia i działania w zakresie kształtowania i finansowania aktywów obrotowych (Wasilewski, Zabolotnyy, 2009: 5), można stwierdzić, że stanowi ona połączenie strategii pozyskiwania kapitału oraz zarządzania aktywami obrotowymi (Wawryszuk-Misztal, 2006: 283). Od charakteru

i sposobu realizacji długookresowych planów w aspekcie sterowania aktywami obrotowymi i ustalania źródeł ich finansowania zależy, czy przedsiębiorstwa są w stanie: pozyskiwać kapitał na działalność operacyjną stosownie do potrzeb, terminowo obsługiwać zobowiązania, czerpać korzyści z lewarowania.

Strategia pozyskiwania kapitału jest jedną z głównych strategii cząstkowych strategii finansowej, zaś strategia zarządzania aktywami obrotowymi główną strategią podrzędną strategii funkcjonalnej – inwestowania w majątek. Tym samym, istnieje bezpośredni związek pomiędzy realizacją strategii zarządzania kapitałem obrotowym a strategią finansową.

Przy tworzeniu strategii finansowej należy zwrócić szczególną uwagę na:

- kształtowanie zakresu konsensusu pomiędzy płynnością a dochodowością, m.in. przez strategię zarządzania rentownością i ryzykiem,
- wrażliwość procesu formowania struktury kapitałowej oraz finansowania aktywów obrotowych na zmiany w strategii zarządzania podatkami i redystrybucji dochodów,
- wpływ strategii zarządzania aktywami trwałymi na wielkość zamrożonego długoterminowego kapitału, który nie uczestniczy w działalności operacyjnej.

3.1.3. Główne sposoby strategicznego zarządzania kapitałem obrotowym

W literaturze najczęściej wyróżnia się trzy metody systematyzacji strategii zarządzania kapitałem obrotowym, tj. strategię agresywną, umiarkowaną i zachowawczą (Czapniewski, Kubiak, 2008: 22).

Agresywna strategia zarządzania kapitałem obrotowym charakteryzuje się preferencją do działań ukierunkowanych na realizację możliwie jak największych dochodów bieżących przy podwyższonym ryzyku wystąpienia zatorów płatniczych. *Zachowawcza strategia zarządzania kapitałem obrotowym* objawia się zaś bardzo bezpiecznym podejściem do sterowania aktywami obrotowymi i źródłami ich finansowania. Przejawem takiego sposobu zarządzania jest powstrzymywanie się od wykonywania czynności, które mogłyby zagrozić stabilności funkcjonowania przedsiębiorstw, w szczególności zaś od zaciągania nadmiernych zobowiązań finansujących aktywa obrotowe. Z kolei *umiarkowana strategia zarządzania kapitałem obrotowym* jest strategią wypośrodkowaną pomiędzy agresywną a zachowawczą. Przy tym sposobie zarządzania kapitałem obrotowym, przedsiębiorstwa podejmują większe ryzyko podczas kształtowania struktury kapitału obrotowego niż przy strategii zachowawczej, ale i mniejsze niż przy strategii agresywnej.

Poszczególne strategie zarządzania kapitałem obrotowym różnią się od siebie pod względem zakresu spektrum potencjalnych korzyści finansowych, ponoszonych niedogodności, warunków wykorzystania i potrzeb kapitałowych (tabela 3.1). W zależności od priorytetów, formułowane są zamierzenia w strategii zarządzania kapitałem obrotowym.

Tabela 3.1. Cechy charakterystyczne rodzajów strategii kapitału obrotowego

Cechy	Strategia agresywna	Strategia umiarkowana	Strategia zachowawcza
Główne zalety i korzyści finansowe	<ul style="list-style-type: none"> • pełne wykorzystanie efektu dźwigni finansowej; • maksymalizacja bieżących zysków; • dynamiczny wzrost udziału w rynku; 	<ul style="list-style-type: none"> • równoważenie ryzyka; • elastyczne dostosowywanie się do panujących warunków; • stabilny wzrost udziału w rynku; 	<ul style="list-style-type: none"> • minimalizacja ryzyka braku płynności finansowej; • brak ingerencji wierzycieli w politykę przedsiębiorstwa; • stabilizacja źródeł finansowania;
Główne wady strategii	<ul style="list-style-type: none"> • wystawienie na wysokie ryzyko utraty płynności; • możliwość utraty zaufania wierzycieli w przypadku opóźnień w płatnościach; 	<ul style="list-style-type: none"> • wystawienie na średnie ryzyko utraty płynności finansowej; • niepełne wykorzystanie efektu dźwigni finansowej; 	<ul style="list-style-type: none"> • ograniczone poziomem kapitału własnego możliwości rozwojowe; • niewielkie wykorzystanie efektu dźwigni finansowej;
Główne warunki wykorzystania	<ul style="list-style-type: none"> • akceptacja wysokiego ryzyka finansowego ze strony właścicieli; • stabilność oprocentowania kapitału obcego; 	<ul style="list-style-type: none"> • długi okres działalności; • łatwy dostęp do informacji rynkowych; 	<ul style="list-style-type: none"> • akceptacja niższej rentowności kapitału własnego; • łatwy dostęp do kapitału własnego
Potrzeby kapitałowe	<ul style="list-style-type: none"> • kapitał długoterminowy na zabezpieczenie płynności 	<ul style="list-style-type: none"> • kapitał długoterminowy i krótkoterminowy 	<ul style="list-style-type: none"> • kapitał krótkoterminowy na działalność bieżącą

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Kołosowska i in., 2006: 32–37; Łukasik, 2000: 67; Michalak, 2011: 151–152; Kreczmańska-Gigol, 2010: 91–92.

Z przeprowadzanych dotychczas badań przez M. Sierpińską i J. Nesteraka, A. Adamską i M. Nowak oraz D. Wędzkiego wynika, że na gruncie polskich przedsiębiorstw najczęściej stosowaną strategią jest strategia umiarkowana, przy czym brak jest strategii agresywnej i zachowawczej w czystej postaci (Tokarski, 2007: 101). Może to wynikać z faktu, że konserwatywna strategia inwestowania w majątek czasem paradoksalnie bywa stymulantą agresywnej strategii finansowania aktywów obrotowych. Przedsiębiorstwa utrzymujące wysoki poziom aktywów bieżących mają stosunkowo duże możliwości zaciągnięcia długu od dostawców bądź instytucji finansowych. Zależność zachodzi także w odwrotnej sytuacji, tj. gdy podmiot nie posiada znacznego wolumenu aktywów bieżących (stosuje agresywną strategię inwestowania w aktywa obrotowe), ma niewielkie możliwości zakupowe i jest zmuszony do stosowania konserwatywnej strategii finansowania aktywów krótkoterminowych (Nowaczyk, 2008: 11).

3.1.4. Rodzaje strategii zarządzania kapitałem obrotowym

Charakter realizowanej strategii może być różnie interpretowany w zależności od przyjętego punktu odniesienia. Strategie kapitału obrotowego rozpatrywane są najczęściej w ujęciach harmonizacji oraz dochód–ryzyko (Wasilewski, Zaboltnyy, 2008: 24). Osadzanie strategii zarządzania kapitałem obrotowym w ujęciu harmonizacji polega na rozpatrywaniu długoterminowych planów z zakresu kształtowania struktury kapitałowo-majątkowej od strony dopasowywania poziomów i okresów upłynnienia potrzebnych aktywów do wolumenów i terminów wymagalności pasywów finansujących te aktywa (Franc-Dąbrowska, 2008: 59). Istota tego podejścia sprowadza się więc do podejmowania działań na rzecz dostosowywania rotacji pasywów do obiegu aktywów tak, by wnoszony był jedynie na okres, w którym dane aktywa są niezbędne są do sprzedaży (Wędzki, 2003: 183). Formułowanie strategii zarządzania kapitałem obrotowym w ujęciu dochód–ryzyko polega z kolei na przeciwstawianiu sobie jednoczesnych dążeń przedsiębiorstwa do realizacji jak największej zyskowności i minimalizacji ryzyka bankructwa, którego źródłem jest niedobór płynności (Goławska-Witkowska i in., 2006: 134).

W podejściu harmonizacji wyszczególnić można trzy rodzaje aktywów: aktywa służące do prowadzenia działalności operacyjnej (nazywane w literaturze także „aktywami operacyjnymi”), stałe aktywa obrotowe i okresowe aktywa obrotowe (Gajdka, Walińska, 2000: 476; Wędzki, 2003: 178–180) oraz cztery kategorie pasywów: kapitał stały, stałe zobowiązania bieżące, spontaniczne zobowiązania bieżące (część zobowiązań z tytułu dostaw i usług, wekslowych, z tytułu wynagrodzeń, ceł, podatków i innych świadczeń) i okresowe (kredyty, pożyczki, obligacje i inne dłużne papiery wartościowe) (Wędzki, 2003: 181).

Głównym założeniem przyjmowanym przy podejściu harmonizacji, mającym zastosowanie w każdym rodzaju strategii, jest niezależność wielkości aktywów trwałych i stałych aktywów obrotowych od zmienności sprzedaży. Przyczyną takiego stanu rzeczy jest nieustanne dostosowywanie zdolności produkcyjnych przedsiębiorstw do popytu (Franc-Dąbrowska, 2008: 59; Wędzki, 2003: 183).

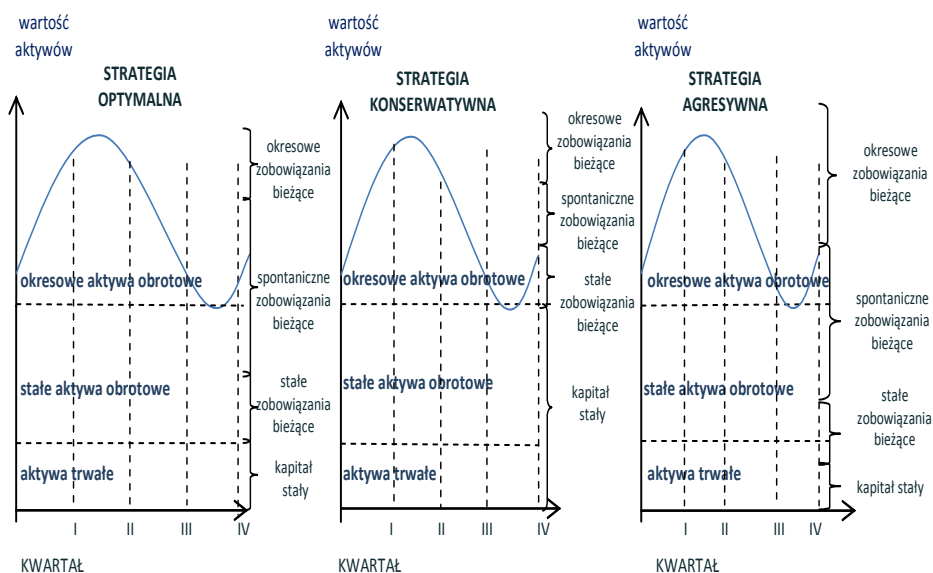
Wyróżnia się trzy rodzaje strategii harmonizacji (schemat 3.2): doskonałą lub idealną (celem podkreślenia jej realizmu nazywana w pracy „optymalną”), konserwatywną albo defensywną, agresywną bądź ofensywną (Wędzki, 2003: 183).

Optymalna strategia harmonizacji jest strategią, w której występuje idealne dopasowywanie zapotrzebowania na aktywa obrotowe do odpowiedniego dla nich kapitału. W strategii tej:

- kapitał stały finansuje w całości majątek trwały,
- stałe zobowiązania bieżące pokrywają większość stałych aktywów obrotowych,
- zobowiązania spontaniczne finansują pozostałą część aktywów,

- kapitał okresowy krótkoterminowy (mający najczęściej charakter dłużny i odpłatny) pokrywa nadzwyczajne zapotrzebowanie na aktywa obrotowe w szczycie sezonu.

Przyjmuje się, że strategia ta bliska jest strategii umiarkowanej w ujęciu dochód–ryzyko (Goławska-Witkowska i in., 2006: 137). Jej główną charakterystyką jest dążenie do możliwie najbardziej optymalnego harmonizowania przepływów pieniężnych.



Schemat 3.2. Finansowanie aktywów w poszczególnych rodzajach strategii harmonizacji
Źródło: opracowanie własne na podstawie: Wędzki, 2003: 188, 191, 193.

Zgodnie z *konserwatywną strategią harmonizacji*, przedsiębiorstwo finansuje kapitałem stałym wszystkie aktywa trwałe i stałe aktywa obrotowe. W konsekwencji stałe zobowiązania bieżące zaciągane są nie po to, by finansować stałe aktywa obrotowe, lecz by nabywać i utrzymywać okresowe aktywa obrotowe. Stąd też, poziom aktywów obrotowych, które nie są finansowane kapitałem stałym i stałymi zobowiązaniami bieżącymi jest mniejszy niż w optymalnej strategii harmonizacji, dzięki czemu nie trzeba zawierać wielu zobowiązań okresowych (Franc-Dąbrowska, 2008: 65). Co ważne, w konserwatywnej strategii harmonizacji przepływy mają mieć bezpieczny, a niekoniecznie optymalny charakter.

Przeciwieństwem strategii konserwatywnej jest mogąca przynieść największe potencjalne korzyści *strategia agresywna*, w której to stałe zasoby kapitałowe nie finansują całości aktywów trwałych (Goławska-Witkowska i in., 2006: 137). Skutkuje to koniecznością częściowego sfinansowania aktywów służących do prowadzenia

działalności operacyjnej stałymi zobowiązaniami bieżącymi. W efekcie, spontaniczne zobowiązania bieżące umożliwiają nabycie o wiele mniejszej ilości aktywów obrotowych, co powoduje powstanie znacznie większego zapotrzebowania na zobowiązania okresowe niż w dwóch poprzednich rodzajach strategii.

W ramach strategii harmonizacji dokonuje się często dalszej dekompozycji aktywów obrotowych, głównie w zakresie podziału okresowych aktywów bieżących na okresowe: zapasy, należności i środki pieniężne. Przyjmując, że w ujęciu harmonizacji jedynymi sterowanymi przez przedsiębiorstwo stałymi aktywami obrotowymi są niezależne od wolumenu sprzedaży środki pieniężne, w tabeli 3.2. sporządzono przykłady zarządzania poszczególnymi składnikami majątku wobec zmian poziomu przychodów.

Tabela 3.2. Zasady zarządzania majątkiem bieżącym wobec zmian sprzedaży w poszczególnych rodzajach strategii harmonizacji

Faza cyklu sprzedaży	Zapasy	Należności	Środki pieniężne	
			zależne od sprzedaży	niezależne od sprzedaży
Optymalna strategia harmonizacji				
Sprzedaż rośnie (okres I)	maksymalne	rosną	maleją	maleją
Sprzedaż maksymalna (okres II)	maleją	maksymalne	minimalne	minimalne
Sprzedaż maleje (okres III)	minimalne	maleją	maksymalne	rosną
Sprzedaż minimalna (okres IV)	rosną	minimalne	maleją	maksymalne
Konserwatywna strategia harmonizacji				
Sprzedaż rośnie (okres I)	większe niż maksymalne	rosną wolniej	maleją wolniej	maleją szybciej
Sprzedaż maksymalna (okres II)	maleją wolniej	mniejsze niż maksymalne	większe niż minimalne	większe niż minimalne
Sprzedaż maleje (okres III)	większe niż minimalne	maleją szybciej	większe niż maksymalne	rosną wolniej
Sprzedaż minimalna (okres IV)	rosną szybciej	większe niż minimalne	maleją wolniej	mniejsze niż maksymalne
Agresywna strategia harmonizacji				
Sprzedaż rośnie (okres I)	mniejsze niż maksymalne	rosną szybciej	maleją szybciej	maleją wolniej
Sprzedaż maksymalna (okres II)	maleją szybciej	większe niż maksymalne	prawie zerowe	prawie zerowe
Sprzedaż maleje (okres III)	prawie zerowe	maleją wolniej	mniejsze niż maksymalne	rosną szybciej
Sprzedaż minimalna (okres IV)	rosną wolniej	większe niż minimalne	maleją szybciej	większe niż maksymalne

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Wędzki, 2003: 184, 190, 192.

Zgodnie z optymalną strategią harmonizacji, w okresie I zapasy powinny rosnać w reakcji na postępujący wzrost sprzedaży. Z uwagi na to, że w następnym okresie przedsiębiorstwo spodziewa się zwiększenia przychodów do maksymalnych rozmiarów, już w okresie poprzedzającym osiąga największe stany zapasów, podejmując jednocześnie działania, by część sprzedaży, która przypadać winna na okres II została zrealizowana już w okresie I.

W okresie II przedsiębiorstwo stopniowo zmniejsza poziom utrzymywanych zapasów w stosunku do okresu I, biorąc pod uwagę spodziewany szybki spadek sprzedaży w kolejnym okresie. W ten sposób podmiot ogranicza potencjalne negatywne skutki dużego obniżenia sprzedaży w okresie III, do których zalicza się koszty przestojów produkcyjnych oraz nierównomierności zapotrzebowania na powierzchnię magazynową i częstotliwości transportu. Poziom utrzymywanych zapasów maleć będzie aż do osiągnięcia minimum w okresie III, które to poprzedza minimalną sprzedaż w następnym okresie. W samym okresie IV (zwłaszcza pod koniec) przedsiębiorstwo postępujące zgodnie z optymalną strategią harmonizacji zacznie już zwiększać produkcję i gromadzić zapasy, szykując się na duży popyt na sprzedawane dobra w okresie I (Wędzki, 2003: 185–186).

Przedsiębiorstwo chcące prowadzić optymalną strategię harmonizacji, jeszcze większą wagę niż do zarządzania zapasami, musi przykładać do sterowania poziomem należności, bo operowanie kredytem kupieckim jest najlepszym sposobem na zmotywowanie odbiorców do dokonywania zakupów w pożądanym przez przedsiębiorstwo przedziałach czasowych (Wędzki, 2003: 186). Należności są w koncepcji harmonizacji wyjątkowym składnikiem aktywów obrotowych – jedynym podążającym w każdym okresie w tym samym kierunku co sprzedaż. Warto nadmienić, że podmiot o optymalnie harmonijnej strategii podczas sterowania należnościami musi też antycypować popyt.

W praktyce, optymalna strategia harmonizacji jest trudna w realizacji, przez co bywa wypierana przez strategię konserwatywną lub agresywną (Goławska-Witkowska i in., 2006: 137). W ramach realizacji pierwszej z wymienionych, podejmowane są decyzje, które mają najlepiej zabezpieczyć płynność (Śpiewak, 2008: 41). Z tego też względu w porównaniu do strategii optymalnej, w każdym okresie utrzymywane są większe:

- stany zapasów (co wynika z chęci posiadania zapasów awaryjnych na wypadek zaistnienia zdarzeń niezależnych od przedsiębiorstwa lub niedoszacowania popytu),
- poziomy środków pieniężnych zależnych od sprzedaży (celem uniknięcia zatorów płatniczych, utrudniających korzystanie z upustów oraz współpracę z kontrahentami).

W przypadku należności, zgodnie ze strategią konserwatywną, w większości okresów zalecane są dla odmiany niższe poziomy kredytów handlowych niż w strategii optymalnej. Ma to na celu ograniczenie ryzyka niewypłacalności dłużnika. Wyjątkiem jest okres sprzedaży minimalnej, w którym należności są większe

od minimum określonego w strategii optymalnej, wskutek większej ilości sprzedawanych zapasów w okresie malejącej i minimalnej sprzedaży, przy jednoczesnym braku możliwości zaostżenia zasad udzielania kredytów handlowych w związku z koniecznością utrzymywania sprzedaży na minimalnym poziomie.

Najbardziej zróżnicowanym kierunkiem zmian odznaczają się środki pieniężne niezależne od sprzedaży. Zgodnie z opisywaną strategią, środki pieniężne powinny:

- w okresie I zmniejszać się w szybszym tempie aniżeli w strategii optymalnej (wynika to poniekąd z mniejszej siły spadku gotówki zależnej od wolumenu przychodów),
- w okresie II ze względów przezornościowych być wyższe od rozmiarów minimalnych,
- w okresie III i IV być mniejsze niż w strategii optymalnej (skutek przeznaczania mniejszej gotówki na zakup papierów wartościowych podczas depresji sprzedaży; preferowane w zamian utrzymywanie większych środków pieniężnych zależnych od sprzedaży).

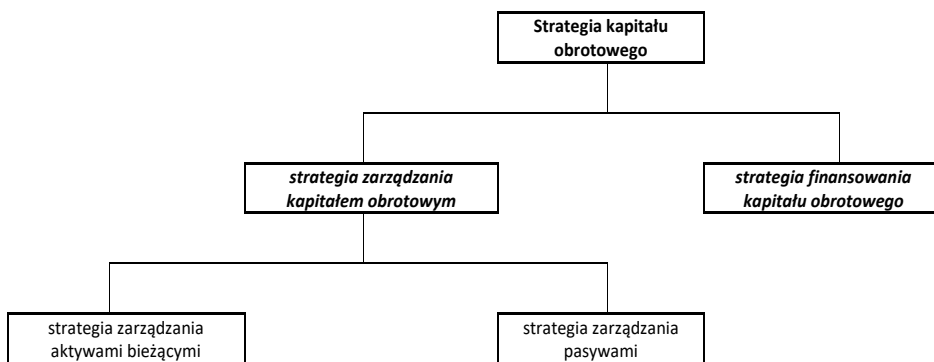
Całkowitym przeciwieństwem konserwatywnej strategii harmonizacji jest strategia ofensywna. W ramach tej strategii przedsiębiorstwo utrzymuje przede wszystkim mniejsze zapasy niż w strategii optymalnej, co spowodowane jest szybszą sprzedażą wytwarzanych dóbr, w związku z oferowanymi kontrahentom bardziej preferencyjnymi warunkami płatności. Efektem powyższego są wyższe stany należności niż w strategii optymalnej. W podobnym kierunku co zapasy zmieniają się środki pieniężne zależne od sprzedaży. Z uwagi na fakt, że każda nadwyżka gotówki ponad niezbędne minimum powoduje brak realizacji potencjalnych korzyści, przedsiębiorstwo w myśl opisywanej strategii dąży do tego, by poziom środków pieniężnych był odpowiednio niski, lokując je w obrót lub papiery wartościowe. Takie działanie znajduje swoje przełożenie także na wysokie poziomy należności oraz środków pieniężnych niezależnych od sprzedaży. Wyjątek ma miejsce jedynie w okresie II, gdy wobec maksymalnej sprzedaży zdecydowanie mniej opłacalne jest utrzymywanie aktywów mniej dochodowych w postaci bardziej płynnej niż aktywa operacyjne.

Proces tworzenia strategii zarządzania kapitałem obrotowym sprowadza się do dokonania prognozy zapotrzebowania na kapitał obrotowy w kolejnych okresach i wyborze sposobów wypełnienia powstałej luki (Wędzki, 2003: 194). Ujmowanie strategii zarządzania kapitałem obrotowym w koncepcji dochód–ryzyko wyróżnia duża złożoność. W strategii dochód–ryzyko fundamentem jest ocena charakteru i poziomu korzyści, jakie przynosi dana strategia w relacji do płynącej z niej ekspozycji na zagrożenia dla funkcjonowania przedsiębiorstwa. Wskazuje się, że strategię zarządzania kapitałem obrotowym w ujęciu dochód–ryzyko powinno się rozpatrywać od strony aktywów (w tym głównie pod kątem ich wpływu na *cash flow* przedsiębiorstwa) oraz pasywów (przede wszystkim uwzględniając kształt struktury kapitałowej i koszt finansowania) (Michalski, 2007: 564; Dębski, 2005:

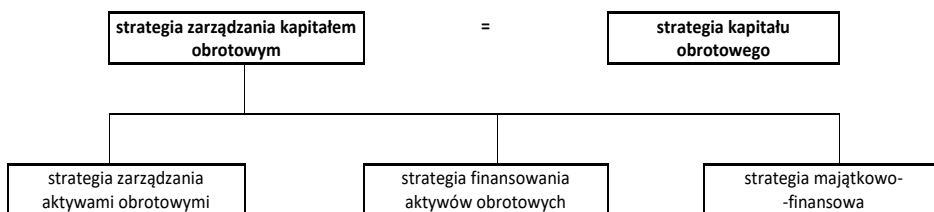
242; Czapniewski, Kubiak, 2008: 23). Pojawiają się też dość często rozbieżności, zarówno co do sposobu pojmowania rozgraniczenia, jak i jego odniesienia na strategię zarządzania kapitałem obrotowym.

Pierwsza kontrowersja dotyczy nazewnictwa dla całokształtu procesu długookresowego planowania kapitału obrotowego. Duża część ekonomistów uważa, że nie powinien on nosić nazwy „strategii zarządzania kapitałem obrotowym”, lecz „strategii kapitału obrotowego”. Zwolennicy takiego podejścia stoją na stanowisku, że strategia kapitału obrotowego ma szerszy wydźwięk niż strategia zarządzania kapitałem obrotowym i obejmuje sferę związaną zarówno z zarządzaniem (aktywów bieżących oraz pasywów bieżących), jak i finansowaniem (aktywów bieżących) przedsiębiorstwa (Wawryszuk-Misztal, 2007: 78; Franc-Dąbrowska, 2008: 24–27; Sierpińska, Wędzki, 1997: 101–107).

Strategie zarządzania kapitałami obrotowymi jako cząstkowa strategia kapitału obrotowego



Strategia zarządzania kapitałem obrotowym równoznaczna strategii kapitału obrotowego



gdzie:

terminy: „aktywa obrotowe” i „aktywa bieżące” oraz „strategia finansowania aktywów obrotowych” i „strategia finansowania kapitału obrotowego” użyto zamiennie.

Schemat 3.3. Relacje pomiędzy strategią zarządzania kapitałem obrotowym a strategią kapitału obrotowego

Źródło: opracowanie własne.

Większość uważa, że ramy strategii zarządzania kapitałem obrotowym obejmują także aspekty związane z finansowaniem działalności bieżącej przedsiębiorstwa, stąd też strategię tę należy unifikować ze strategią kapitału obrotowego (Janik, Paździor, 2011: 147–148; Śpiewak, 2008: 35; Wędzki, 2003: 126; Kusak, 2006: 82; Goławska-Witkowska i in., 2006: 135; Jaworski, 2010: 355; Czapniewski, Kubiak, 2008: 23). Różne ujęcia relacji pomiędzy strategią zarządzania kapitałem obrotowym a strategią kapitału obrotowego sprowadzają się do spektrum zarządzania pasywami bieżącymi. Część ekonomistów uznaje, że należy odrębnie wyznaczać strategię zarządzania pasywami bieżącymi; inni zaś, że zarządzanie kapitałem krótkoterminowym należy ograniczyć do relacji z aktywami, które on finansuje (zob. schemat 3.3).

W tabeli 3.3 przedstawiono główne cechy charakterystyczne poszczególnych rodzajów strategii podrzędnych określanych przy założeniu, że strategia zarządzania kapitałem obrotowym stanowi strategię cząstkową strategii kapitału obrotowego.

Tabela 3.3. Cechy strategii podrzędnych przy założeniu, że strategia zarządzania kapitałem obrotowym stanowi strategię cząstkową strategii kapitału obrotowego

Strategia zarządzania kapitałem obrotowym	
Zestawienie ze sobą strategii zarządzania aktywami obrotowymi i strategii zarządzania pasywami bieżącymi umożliwia wyznaczenie łącznej strategii zarządzania kapitałem obrotowym, stanowiącej o sposobie zarządzania pasywami i aktywami obrotowymi.	
Strategia zarządzania aktywami bieżącymi	Strategia zarządzania pasywami bieżącymi
Strategia zarządzania aktywami obrotowymi (zwana także strategią inwestowania w aktywa obrotowe) polega na dobieraniu takich poziomów aktywów (w tym poszczególnych ich składników), które umożliwiłyby kształtowanie pożądaných relacji stopy realizowanych dochodów do ponoszonego ryzyka.	Nazwa „strategia zarządzania pasywami bieżącymi” sugeruje sterowanie jedynie zasobami kapitałowymi o charakterze krótkoterminowym. Tym samym, wykluczony z obszaru zarządzania powinien być kapitał stały finansujący działalność obrotową. Większość autorów zaleca jednak, by strategia ta odnosiła się jedynie do ustalania odpowiednich proporcji krótkoterminowych źródeł finansowania w strukturze kapitałowej, ukierunkowanych na maksymalizację dochodu przy danym ryzyku.
Strategia finansowania kapitału obrotowego	
Gdy strategia zarządzania kapitałem obrotowym nie jest równoważna strategii kapitału obrotowego, to konieczne jest zestawienie jej razem ze strategią finansowania aktywów obrotowych. Strategia finansowania kapitału obrotowego wyznacza sposoby finansowania aktywów bieżących poszczególnymi rodzajami kapitału.	

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Sierpińska, Wędzki, 1997: 101; Kusak, 2006: 82; Stępień, 2008: 130; Czapniewski, Kubiak, 2008: 23; Jaworski, 2010: 355.

Strategie zarządzania aktywami obrotowymi, zwane też strategiami inwestowania w aktywa obrotowe, należy rozpatrywać na dwóch płaszczyznach (Wędzki, 2003: 127):

- strategii łącznych wyznaczanych dla sumarycznych wielkości aktywów obrotowych,

- strategii cząstkowych ustalanych dla poszczególnych składników aktywów obrotowych.

Istnieją dwa podstawowe rodzaje strategii zarządzania aktywami obrotowymi, (Wędzki, 2003: 127–129), tj.: strategia konserwatywna (bezpieczna, defensywna, zachowawcza) i agresywna (ryzykowna, ofensywna, dynamiczna, liberalna). P. Szymański wskazuje, że najbardziej poprawnymi nazwami dla obu typów strategii są „ofensywna” i „defensywna”, gdyż są antonimami (Szymański, 2007: 80). Część ekonomistów wyróżnia także strategię pośrednią pomiędzy tymi dwoma rodzajami strategii w postaci strategii umiarkowanej (Wawryszuk-Miształ, 2006: 279; Szymański, 2007: 80; Goławska-Witkowska i in., 2006: 133; Zawadzka, 2008: 44; Czekaj, Dresler, 2001: 132).

Przedsiębiorstwo realizujące założenia strategii konserwatywnej dąży do tego, by w strukturze aktywów mieć wysoki poziom płynnego majątku (Franc-Dąbrowska, 2008: 24), umożliwiający regulowanie posiadanych zobowiązań z tytułu kredytów i pożyczek na wypadek, gdyby na ich zapłatę niewystarczające okazały się być wpływy z prowadzonej działalności operacyjnej (Jaworski, 2010: 355; Sierpińska, Wędzki, 1997: 102). W tym celu przedsiębiorstwo winno utrzymywać bezpieczne relacje aktywów obrotowych do aktywów ogółem (Kusak, 2006: 89), aktywów obrotowych do przychodów ze sprzedaży (Wawryszuk-Miształ, 2006: 279) i środków pieniężnych do aktywów obrotowych (Goławska-Witkowska i in., 2006: 136).

Tabela 3.4. Poziomy poszczególnych składników aktywów bieżących oraz pasywów a realizowane strategie

Pozycje bilansu	Strategia zarządzania aktywami obrotowymi/pasywami bieżącymi	
	zachowawcza	agresywna
Zapasy, środki pieniężne, zobowiązania handlowe, kapitał własny	wysokie	niskie
Należności handlowe, pożyczki i papiery wartościowe, zobowiązania odsetkowe, zobowiązania długoterminowe	niskie	wysokie

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Wędzki, 2003: 132, 137.

Ekonomiści nie są do końca zgodni co do sposobu postrzegania udziału w sumie aktywów obrotowych takich wielkości bilansowych jak zapasy, należności handlowe (należności inne niż handlowe, a więc te, które nie dotyczą sfery operacyjnej lub finansowej przedsiębiorstwa są nieistotne z punktu widzenia rodzaju realizowanej strategii zarządzania aktywami obrotowymi) (Śpiewak, 2008: 37), czy inne niż środki pieniężne inwestycje krótkoterminowe. Dariusz Wędzki stoi na stanowisku, że zapasy i środki pieniężne należy zaliczyć do stymulant strategii zachowawczej, zaś należności handlowe oraz pożyczki i inne papiery wartościowe do jej destymulant (zob. tabela 3.4). Pierwsze z wymienionych założeń uzasadniane

jest tym, że zapasy sprzyjają utrzymywaniu płynności, gdyż są nieraz utrzymywane w obawie przed niespodziewanymi problemami zaopatrzeniowymi (Kusak, 2006: 82). Stąd też, część ekonomistów jako cechę strategii konserwatywnej, wymienia wysokie koszty utrzymywania zapasów awaryjnych (Sierpińska, Wędzki, 1997: 102).

Ujemną korelację pomiędzy poziomem należności handlowych a bezpieczeństwem prowadzonej strategii zarządzania aktywami obrotowymi D. Wędzki argumentował ryzykiem powstania należności przeterminowanych i nieściągalnych, które mogą obniżyć zdolność przedsiębiorstwa do regulowania zobowiązań. Zatory płatnicze mogą też powstawać w wyniku lokaty środków pieniężnych w papiery wartościowe czy instrumenty wierzytelnościowe w przypadku braku otrzymania za nie zwrotu (Wędzki, 2003: 131–132). Jak wskazuje P. Szymański, całkowite przyjęcie takiej klasyfikacji powodowałoby, że podmiot chcący prowadzić np. strategię agresywną z jednej strony musiałby oferować kontrahentom korzystne warunki płatności, zaś z drugiej zmniejszać ilość oferowanych dóbr. W efekcie, wykonywałby dwie sprzeczne ze sobą czynności (Szymański, 2007: 79). Dodatkowo należności są aktywem o wyższym stopniu płynności niż zapasy (Franc-Dąbrowska, 2008: 25) i mogą świadczyć o bezpieczeństwie polityki inwestowania kapitału, jako że zapewniają ciągłość sprzedaży (Wawryszuk-Misztal, 2006: 281).

Część ekonomistów wyprowadziła przeciwstawne względem siebie wnioski. J. Czekaj, R. Polaczek, L. Czapiewski, J. Kubiak, A. Wawryszuk-Misztal, M. Hamrol, A. Szyszka i P. Szymański zaproponowali rozpatrywanie strategii zarządzania aktywami bieżącymi jedynie w ujęciu łącznym, tj. przyjmując, że im wyższy jest poziom aktywów obrotowych i poszczególnych jego składników w sumie bilansowej, tym bardziej konserwatywną strategię prowadzi przedsiębiorstwo (Czekaj, Dresler, 2001: 133; Polaczek, 2004: 132–144; Szymański, 2007: 79; Wawryszuk-Misztal, 2006: 279; Czapiewski, Kubiak, 2008: 23; Hamrol, Szyszka, 1999: 201–212). Z kolei G. Goławska, A. Rzczycka i H. Zalewska wysunęły konstatację, że organizacja prowadzi tym bardziej konserwatywną strategię inwestowania w aktywa obrotowe, im większy jest udział środków pieniężnych oraz im mniejszy zapasów i należności (Goławska-Witkowska i in., 2006: 136). Ostatnie z wymienionych podejść uzasadniane jest tym, że o ile zapasy i należności są także pewnymi nośnikami ryzyka utraty płynności (zapasy mogą być niezbywalne, a należności nieściągalne), o tyle za takie nie mogą być z pewnością postrzegane środki pieniężne.

Przeciwieństwem strategii konserwatywnej zarządzania aktywami obrotowymi jest strategia agresywna. Polega ona na utrzymywaniu minimalnych aktywów o wysokiej płynności. Umożliwia to osiągnięcie wyższych stóp zwrotu z zainwestowanego kapitału oraz ponoszenie niższych kosztów utrzymania majątku (Zawadzka, 2008: 45), co odbywa się kosztem wzrostu ryzyka wystąpienia zatorów płatniczych (Franc-Dąbrowska, 2008: 25).

Wypośredkowana pomiędzy obydwoma rodzajami strategii, strategia umiarkowana jest strategią, w której przedsiębiorstwo utrzymuje przeciętne poziomy

aktywów ulegających łatwej konwersji na gotówkę. Stąd też, nie jest ono istotnie narażone na ryzyko braku środków na zaspokojenie wierzycieli, ale też i nie ma takiego poczucia bezpieczeństwa jak przy strategii konserwatywnej. Z drugiej strony, realizuje znacząco wyższe stopy zwrotu z kapitału niż przy strategii zachowawczej, choć i niższe niż przy strategii ofensywnej.

W zakresie *strategii zarządzania pasywami bieżącymi* wyróżnić można takie same rodzaje strategii, co przy strategiach zarządzania aktywami obrotowymi, a więc: konserwatywną, agresywną (Sierpińska, Wędzki, 1997: 102; Franc-Dąbrowska, 2008: 25; Czekaj, Dresler, 2001: 132–133) i umiarkowaną (Szymański, 2007: 80). *Strategia konserwatywna* polega na dążeniu do ustalania możliwie jak najniższego poziomu zobowiązań krótkoterminowych w relacji do kapitału stałego (Sierpińska, Wędzki, 1997: 102). Część ekonomistów sugeruje, że realizując strategię zachowawczą, przedsiębiorstwo powinno także podejmować działania na rzecz zastępowania długu długoterminowego kapitałem własnym (Jaworski, 2010: 355). Efektem tej strategii jest minimalizacja ryzyka utraty płynności oraz niewielki potencjalny dochód. *Strategia agresywna pasywów bieżących* opiera się na dążeniach do maksymalizacji poziomu środków kapitałowych w postaci dłużnej. Objawia się ona wysokim udziałem zobowiązań krótkoterminowych w kapitale ogółem i wiąże się z podwyższonym ryzykiem utraty płynności, ale i ze sposobnością do uzyskania wyższej dochodowości (Sierpińska, Wędzki, 1997: 102). Z kolei przedsiębiorstwo realizuje *umiarkowaną strategię zarządzania pasywami bieżącymi*, gdy utrzymuje średni udział zobowiązań krótkoterminowych i kapitału stałego w sumie bilansowej, ponosząc średnie ryzyko przy szansach na realizację przeciętnego dochodu (Szymański, 2007: 80).

Wypadkową strategii inwestowania w aktywa obrotowe i zarządzania pasywami bieżącymi jest strategia zarządzania kapitałem obrotowym, której kombinacje przedstawia tabela 3.5. Wyróżnia się cztery rodzaje strategii zarządzania kapitałem obrotowym: niskiego zysku i niskiego ryzyka (Z–Z), umiarkowanego zysku i ryzyka (Z–A i A–Z) oraz dwa typy strategii wysokiego zysku i wysokiego ryzyka (A–A) (Sierpińska, Wędzki, 1997: 103).

W ramach realizacji *strategii niskiego zysku i ryzyka* przedsiębiorstwo dąży do utrzymywania wysokich poziomów aktywów ulegających łatwej konwersji na gotówkę i niskich stanów zobowiązań wymagalnych do spłaty w krótkim okresie (Sierpińska, Wędzki, 1997: 102). Strategia ukierunkowana jest na utrzymywanie pozycji rynkowej i wzmacnianie zaufania ze strony kontrahentów. Podmiot, który prowadzi strategię niskiego zysku i ryzyka osiąga niższe stopy zwrotu z realizowanych przedsięwzięć niż przedsiębiorstwa konkurencyjne, które stosują bardziej agresywne strategie, przez co i nie rozwija się w takim tempie jak one (Kofosowska i in., 2006: 36–37). Korzyścią z aplikacji strategii jest mała ekspozycja na ryzyko utraty płynności (Michalak, 2011: 152).

Tabela 3.5. Kombinacje strategii zarządzania kapitałem obrotowym przy założeniu, że strategia zarządzania kapitałem obrotowym stanowi strategię cząstkową strategii kapitału obrotowego

		Strategie zarządzania aktywami bieżącymi	
		Zachowawcza	Agresywna
Strategie zarządzania pasywami bieżącymi	Zachowawcza	Niski zysk i ryzyko (strategia Z-Z)	Umiarkowany zysk i ryzyko (strategia A-Z)
	Agresywna	Umiarkowany zysk i ryzyko (strategia Z-A)	Wysoki zysk i ryzyko (strategia A-A)

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Sierpińska, Wędzki, 1997: 103; Czekaj, Dresler, 2001: 162; Franc-Dąbrowska, 2008: 25.

Istota *strategii umiarkowanego zysku i umiarkowanego ryzyka* (zwanej też mieszaną) zawiera się z kolei w (Kusak, 2006: 88–89):

- podejmowaniu kroków w kierunku posiadania znacznych środków płynnych, przy jednoczesnym zawieraniu wysokich zobowiązań krótkoterminowych (strategia Z-A) lub
- finansowaniu przedsiębiorstwa w niewielkim stopniu długiem, przy niskich stanach aktywów ulegających łatwej konwersji na gotówkę (strategia A-Z).

Niezależnie od rodzaju strategii umiarkowanego zysku i ryzyka, przedsiębiorstwo nie maksymalizuje przy nich bieżącego zwrotu z kapitałów własnych, kompensując to zwiększonym bezpieczeństwem dla prowadzonej działalności (Michalak, 2011: 151).

Strategia wysokiego zysku i ryzyka, będąca kombinacją agresywnej strategii zarządzania aktywami obrotowymi i pasywami bieżącymi, umożliwi dla odmiany całkowite wykorzystanie pojemności zadłużeniowej przedsiębiorstwa, co przekłada się na maksymalizację bieżących dochodów (Franc-Dąbrowska, 2008: 25). Stosowanie takiej strategii umożliwia elastyczne dopasowywanie się do zmian warunków rynkowych i bardziej dynamiczny rozwój niż przy innych rodzajach strategii. Strategia wysokiego zysku i ryzyka jest też jednak najbardziej niebezpieczna, gdyż nierzadko nadmierny poziom zadłużenia prowadzi dobrze prosperujące organizacje do bankructwa (Brigham, Houston, 2003: 595).

Ekonomiści, którzy wyróżniają umiarkowane strategie zarządzania aktywami obrotowymi i pasywami bieżącymi, wyszczególniają dziewięć różnych rodzajów łącznych strategii zarządzania kapitałem obrotowymi (tabela 3.6), a wśród nich (Szymański, 2007: 83):

- trzy rodzaje strategii defensywnych – jedną strategię niskiego zysku i ryzyka (strategia Z-Z) oraz dwie względnie niskiego zysku i ryzyka (strategie Z-U i U-Z),
- trzy rodzaje strategii umiarkowanych (strategie U-U, Z-A i A-Z),

- trzy rodzaje strategii ofensywnych – jedną strategię wysokiego zysku i ryzyka (strategia A–A) oraz dwie względnie wysokiego zysku i ryzyka (strategie A–U i U–A).

Tabela 3.6. Kombinacje strategii zarządzania kapitałem obrotowym w ujęciu rozszerzonym

		Strategie zarządzania aktywami bieżącymi		
		Zachowawcza	Umiarkowana	Agresywna
Strategie zarządzania pasywami bieżącymi	Zachowawcza	niski zysk i ryzyko (strategia Z–Z)	względnie niski zysk i ryzyko (strategia U–Z)	umiarkowany zysk i ryzyko (strategia A–Z)
	Umiarkowana	względnie niski zysk i ryzyko (strategia Z–U)	umiarkowany zysk i ryzyko (strategia U–U)	względnie wysoki zysk i ryzyko (strategia A–U)
	Agresywna	umiarkowany zysk i ryzyko (strategia Z–A)	względnie wysoki zysk i ryzyko (strategia U–A)	wysoki zysk i ryzyko (strategia A–A)

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Szymański, 2007: 83.

M. Wasilewski i S. Zabolotny proponują także wyszczególnianie strategii umiarkowanie konserwatywnych i umiarkowanie agresywnych (Wasilewski, Zabolotny, 2009: 8). Do pierwszych z wymienionych można byłoby zaliczyć strategię względnie niskiego zysku i ryzyka, zaś do drugich strategię względnie wysokiego zysku i ryzyka.

W koncepcji traktującej strategię zarządzania kapitałem obrotowym jako strategię podrzędną wobec strategii kapitału obrotowego, szczegółowe relacje pomiędzy aktywami obrotowymi a źródłami ich finansowania wyrażane są w *strategii finansowania kapitału obrotowego*. Podobnie jak przy innych strategiach podrzędnych strategii kapitału obrotowego, wyróżnia się strategię: zachowawczą, umiarkowaną, agresywną. *Strategię zachowawczą* znamionuje dążenie do utrzymywania dodatnich wartości KON, a w konsekwencji do realizacji złotej reguły bilansowej w jej najszerszym ujęciu. Przy strategii zachowawczej charakterystyczny jest wysoki koszt kapitału, który jest konsekwencją wyższego kosztu kapitału długoterminowego niż krótkoterminowego (Dębski, 2005: 275). Zgodnie ze *strategią umiarkowaną* kapitał stały powinien w zależności od przyjętego podziału alternatywnie:

- finansować całość aktywów trwałych (Krzemińska, 2005: 103–104),
- pokrywać ogół aktywów trwałych i stałą część aktywów bieżących (Michalski, 2007: 567; Franc-Dąbrowska, 2008: 27–28),
- finansować całość aktywów trwałych i niewielką część aktywów obrotowych (Kołosowska i in., 2006: 34–35),
- pokrywać ogół aktywów trwałych i znaczną część bieżących (Bień, 2008b: 195).

Cechą *strategii agresywnej* jest dążenie do zwiększania udziału długu w finansowaniu działalności bieżącej (Franc-Dąbrowska, 2008: 25; Krzemińska, 2005: 102), w celu maksymalizacji efektów dźwigni finansowej, które to przekładają się dalej na realizację odpowiednio wyższych dochodów bieżących (Jaworski, 2010: 355). Prowadzenie takiej strategii determinuje występowanie istotnego ryzyka utraty wypłacalności oraz zwiększenie krańcowego kosztu kapitału obcego (Sierpińska, Wędzki, 1997: 102), powodujące malejący przyrost korzyści z każdego nowego długu. W literaturze występują rozbieżności w zakresie sposobu pojmowania strategii agresywnej, która bywa interpretowana jako strategia, w której:

- całość aktywów obrotowych i część aktywów trwałych jest finansowana zobowiązaniami krótkoterminowymi (Krzemińska, 2005: 102; Franc-Dąbrowska, 2008: 27–28),
- dług bieżący finansuje przeważającą część aktywów obrotowych (Kołosowska i in., 2006: 34–35),
- dłużny kapitał krótkoterminowy finansuje zmienne aktywa obrotowe oraz część stale występujących aktywów bieżących (Fedorowicz, 1993: 163; Michalak, 2011: 151),
- zobowiązania krótkoterminowe finansują aktywa obrotowe (Bień, 2008b: 195; Dębski, 2005: 276; Franc-Dąbrowska, 2008: 27–28).

Zwolennicy podejścia, zgodnie z którym strategia zarządzania kapitałem obrotowym obejmuje także aspekty związane z finansowaniem działalności bieżącej przedsiębiorstwa (czyli jest tożsama względem strategii kapitału obrotowego) wskazują najczęściej, że strategia zarządzania kapitałem obrotowym to kompilacja strategii: zarządzania aktywami obrotowymi, finansowania aktywów obrotowych i majątkowo-finansowej (Śpiewak, 2008: 35; Wędzki, 2003: 126; Franc-Dąbrowska, 2008: 36).

W tabeli 3.7 ujęto cechy strategii podrzędnych wyszczególnianych przy założeniu, że strategia zarządzania kapitałem obrotowym stanowi częstkową strategii kapitału obrotowego. Zestawienie ze sobą strategii zarządzania aktywami obrotowymi i strategii zarządzania pasywami bieżącymi umożliwia wyznaczenie łącznej strategii zarządzania kapitałem obrotowym.

W podejściu równoważącym strategię zarządzania kapitałem obrotowym ze strategią kapitału obrotowego, trzecią strategią, obok strategii zarządzania majątkiem bieżącym i finansowania majątku obrotowego, jest strategia majątkowo-finansowa. Przy prowadzeniu takiej strategii należy wykorzystywać analizę związku pomiędzy relacją operacyjnych aktywów obrotowych do aktywów trwałych (nazywaną „wskaźnikiem operacyjnego majątku bieżącego”) a miarą wyrażającą pokrycie majątku trwałego zobowiązaniami operacyjnymi (tzw. „wskaźnik zobowiązań operacyjnych”) (Wędzki, 2003: 156–157).

Tabela 3.7. Cechy strategii podrzędnych strategii zarządzania kapitałem obrotowym

Strategie zarządzania kapitałem obrotowym		
Strategia zarządzania aktywami bieżącymi	Strategia finansowania aktywów obrotowych	Strategia majątkowo-finansowa
Charakter tożsamy ze strategią zarządzania aktywami bieżącymi wskazaną w ujęciu strategii zarządzania kapitałem obrotowym jako częstkowej kapitału obrotowego.	Charakter tożsamy ze strategią finansowania kapitału obrotowego wskazaną w ujęciu strategii zarządzania kapitałem obrotowym jako częstkowe kapitału obrotowego.	Strategia kapitałowo-majątkowa winna być ostatnim etapem procesu tworzenia strategii zarządzania kapitałem obrotowym, uwzględniającym zależności pomiędzy strategiami zarządzania i finansowania aktywów obrotowych. Nie prowadzi ona bezpośrednio do identyfikacji strategii kapitału obrotowego. Daje ona wartość dopiero przy kompleksowym zestawieniu wszystkich strategii podrzędnych.

Źródło: opracowanie własne.

W literaturze można często spotkać *inne podejścia do klasyfikacji strategii kapitału obrotowego*. Jedno z nich prezentuje A. Duliniec, która sprowadza strategię kapitału obrotowego do długookresowego kształtowania pokrycia dla aktywów obrotowych netto (aktywów bieżących pomniejszonych o zobowiązania operacyjne), zakładając, że agresywna strategia zarządzania kapitałem obrotowym jest prowadzona, gdy aktywa obrotowe netto są finansowane krótkoterminowymi zobowiązaniami o charakterze kredytowym, a konserwatywna, gdy pokrywane są kapitałem stałym. Strategia umiarkowana jest pośrednią pomiędzy skrajnymi typami strategii i zakłada finansowanie aktywów obrotowych netto w określonych częściach kapitałem stałym i długiem krótkoterminowym (Duliniec, 2011a: 29–30). Przekładając prezentowane podejście na dotychczasowe rozważania, należy zauważyć, że poziom KON w ujęciu A. Duliniec mógłby być wysoce dodatni także przy strategii umiarkowanej, stąd podejście jest bardziej konserwatywne od wcześniej prezentowanych.

Każde ze stosowanych podejść ma racjonalne uzasadnienie. Analizując prezentowane podejścia można zauważyć pewne obszary, w których możliwe są usprawnienia, jako że:

- gdy strategia zarządzania kapitałem obrotowym jest częstkową kapitału obrotowego:
 - nie ma możliwości jednoznacznego określenia rodzaju strategii kapitału obrotowego,
 - zależność pomiędzy strategią zarządzania kapitałem obrotowym a finansowaniem aktywów obrotowych nie jest wyznaczana w sposób mierzalny,
 - marginalne znaczenie ma zarządzanie zapotrzebowaniem na kapitał obrotowy,
 - nazewnictwo sugeruje, że decyzje z zakresu finansowania aktywów obrotowych nie stanowią przedmiotu zarządzania kapitałem obrotowym;

- gdy strategia zarządzania kapitałem obrotowym jest strategią kapitału obrotowego:
 - nie ma możliwości jednoznacznego określenia rodzaju strategii kapitału obrotowego,
 - zależności pomiędzy poszczególnymi rodzajami strategii częściowych kapitału obrotowego nie są wyznaczane w sposób mierzalny,
 - marginalne znaczenie ma zarządzanie zapotrzebowaniem na kapitał obrotowy,
 - strategia finansowania aktywów obrotowych, uwzględniająca aspekty związane z kształtowaniem struktury kapitałowej jest ważniejsza niż inne strategie częściowe;
- w podejściu A. Duliniac:
 - nieistotne są aspekty związane ze strategią zarządzania aktywami obrotowymi,
 - marginalne znaczenie ma zarządzanie zapotrzebowaniem na kapitał obrotowy.

Mając na uwadze zaprezentowane aspekty, jak również fakt, że podejmowanie decyzji w zakresie finansowania powinno być uznawane za integralną część procesu zarządzania, niezależnie od tego, jakiego obszaru finansów przedsiębiorstwa ono dotyczy, w *monografii za właściwe przyjęto utożsamianie strategii zarządzania kapitałem obrotowym ze strategią kapitału obrotowego*. Jednocześnie z uwagi na możliwość lepszego przełożenia istoty strategicznego zarządzania kapitałem obrotowym na długookresowy cel finansowy przedsiębiorstwa, *strategie zarządzania kapitałem obrotowym osadzono w koncepcji dochód-ryzyko* zgodnie z przeważającym podejściem w literaturze. Zważając na rolę i znaczenie strategii zarządzania kapitałem obrotowym w opracowaniu przyjęto, że właściwe jest jej rozpatrywanie w dwóch płaszczyznach: według kryterium utrzymywania wypłacalności przedsiębiorstwa oraz zapotrzebowania na kapitał obrotowy.

3.2. Metodyka identyfikacji taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym

Przy opracowaniu metodyki założono, że poszczególne sposoby identyfikacji strategii zarządzania kapitałem obrotowym świadczą o jej rodzaju dopiero w perspektywie kilkuletniej, nie zaś w jednym roku obrotowym. Uznano więc jednoroczne wykonania za przejaw *taktyki zarządzania kapitałem obrotowym*, a zagregowane w ujęciu długookresowym taktyki za *strategie zarządzania kapitałem obrotowym*.

Jeden z głównych problemów przy identyfikacji taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym stanowi istnienie często pomijanych niemierzalnych czynników jakościowych, takich jak kwalifikacje i preferencje zarządzających czy aspekty prawno-polityczne (wpływ na zarządzanie głównie w zakresie struktury pasywów i zapotrzebowania na kapitał obrotowy) (Tokarski, 2007: 106–107). Osoby spoza bezpośredniego otoczenia napotykać też istotne bariery dla identyfikowania taktyk i strategii zarządzania, jak np.: ograniczone możliwości poznawcze oraz zawężoną sposobność do gromadzenia i przetwarzania informacji (Włodarczyk, 2008: 80).

Pierwszym etapem do zidentyfikowania taktyk i strategii kapitału obrotowego powinno być wyznaczenie właściwych metod analizy. Analizę należy przeprowadzać, stosując metody rozbioru strukturalnego (analiza składowych taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym według kryterium rodzajowego i czasowego), porównań (odniesienie prowadzonej strategii do wielkości normatywnych i branżowych) oraz badania zjawisk (ocena wpływu taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym na inne obszary zarządzania finansami przedsiębiorstw). Rdzeń analizy ekonomiczno-finansowej stanowi właściwa interpretacja wskaźników (Zaleska, 2005: 63). Przeprowadzając ocenę należy włączyć się także w specyfikę badanego podmiotu (Janik, Paździor, 2011: 58), w tym także i w metodykę sporządzanych sprawozdań finansowych (Zaleska, 2005: 10). Analiza powinna być tak przeprowadzona, by na podstawie badań dla przedsiębiorstw możliwe było wyprowadzenie wniosków ze zróżnicowaniem na poszczególne branże (Mazurkiewicz, 2016: 216, 225) i odnoszących się do całych krajowych gospodarek (Vijaya, Rama, 2013: 16).

W trakcie interpretacji wskaźników w ramach poszczególnych obszarów, często dochodzi się do wniosków o charakterze przeciwnym (np. gdy występuje jednocześnie wysoki poziom aktywów obrotowych oraz niski środków pieniężnych), co jest kolejnym utrudnieniem przy identyfikacji taktyk i strategii kapitału obrotowego. Jednym ze sposobów na ominięcie tego problemu jest ustalenie tylko jednego wskaźnika przypadającego na daną strategię cząstkową lub nawet ogólną (Polaczek, 2004: 132–144; Czapniewski, Kubiak, 2008: 27). Im więcej wyznaczników bierze się pod uwagę przy jej identyfikacji, tym bardziej jednak precyzyjna może być analiza sposobu zarządzania kapitałem obrotowym (Serrasqueiro, 2014: 34). W celu uniknięcia błędnej identyfikacji powstającej wskutek sprzecznych wniosków wysuwanych z analizy poszczególnych wskaźników, konieczne jest wówczas odpowiednie ich oznaczenie lub przypisanie im właściwych rang (Czapniewski, Kubiak, 2008: 27–28). W monografii wybrano pierwszą metodę, mając za cel takie oznaczenie wskaźników, by umożliwiły niezależną interpretację taktyk i strategii zarządzania kapitałem.

3.2.1. Metodyka identyfikacji taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym według kryterium wypłacalności

Jedną z podstawowych funkcji kapitału obrotowego jest zabezpieczenie trwałości egzystencji przedsiębiorstw. Brak odpowiedniego zaplecza kapitałowego przeznaczonego na finansowanie działalności bieżącej zagraża wypłacalności przedsiębiorstwa, co może prowadzić do sytuacji, w której podmiot jest zmuszony do wyprzedazy swojego majątku trwałego, bez którego nie jest w stanie działać w dłuższej perspektywie. W związku z tym przyjęto, że aby realizowaną taktykę i strategię zarządzania kapitałem obrotowym można było uznać za zachowawczą, kapitał stały musi finansować co najmniej 1/3 aktywów bieżących (Wypych, 2011: 271). Przedsiębiorstwa, w których nie ma żadnego marginesu bezpieczeństwa na spadek wartości aktywów obrotowych uznano za agresywnie zarządzające kapitałem obrotowym (Bień, 2008b: 195; Dębski, 2005: 276; Franc-Dąbrowska, 2008: 27–28; Kiziukiewicz, 1995: 9; Wawryszuk-Misztal, 2007: 79; Czekaj, Dresler, 2001: 190; Pluta, 1999: 46). Przełożenie realizacji wybranych reguł na rodzaj strategii zarządzania kapitałem obrotowym przedstawia tabela 3.8.

Tabela 3.8. Wyznaczanie taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym według kryterium wypłacalności przedsiębiorstwa

Kryteria identyfikacji	Rodzaj strategii zarządzania kapitałem obrotowym
Kapitał stały/majątek trwały < 1	strategia agresywna
(Kapitał stały – aktywa trwałe)/aktywa obrotowe < 1/3	
Kapitał stały/majątek trwały ≥ 1	strategia umiarkowana
(Kapitał stały – aktywa trwałe)/aktywa obrotowe < 1/3	
Kapitał stały/majątek trwały ≥ 1	strategia zachowawcza
(Kapitał stały – aktywa trwałe)/aktywa obrotowe ≥ 1/3	

Źródło: opracowanie własne.

3.2.2. Ustalanie taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym według zapotrzebowania na kapitał obrotowy

Istotne miejsce w każdej taktyce i strategii zarządzania kapitałem obrotowym powinna zajmować analiza występującego zapotrzebowania na stałe środki kapitałowe. Właściwe zaplanowanie potrzeb kapitałowych umożliwi uniknięcie zatorów płatniczych, których skutkiem w najmniej niebezpiecznym dla podmiotu

wariancie jest utrata marż. Tym samym, taktyki i strategie zarządzania kapitałem obrotowym powinny być według kryterium:

- potrzeb operacyjnych i pieniężnych,
- prowadzonej działalności operacyjnej,
- realizowanej sprzedaży.

Pierwsze podejście pozwala określić prawidłowość dotychczas podejmowanych działań z zakresu wielkości kapitału obrotowego oraz jego struktury. Ponadto wskazuje też na bieżące zapotrzebowanie na stałe źródła finansowania oraz określa ich przeznaczenie. Identyfikowanie taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym według kryterium prowadzonej działalności operacyjnej wyznacza potrzeby kapitałowe wynikające z poziomu posiadanych operacyjnych aktywów obrotowych. Określanie taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym z perspektywy realizowanej sprzedaży umożliwia zaś wskazanie potrzeb kapitałowych stosownie do przewidywanego wolumenu i rentowności sprzedaży.

3.2.2.1. Rozpoznawanie taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym według potrzeb operacyjnych i pieniężnych

Objęcie planowaniem strategicznym elementów struktury KON, a więc SPN i OKON proponowane jest przez wielu badaczy (Wawryszuk-Miształ, 2007: 81). Z uwagi na to, że ocena SPN i OKON zależy od ich przełożenia na wartość KON, uznano, że występują trzy warianty, w których zarządzanie kapitałem obrotowym netto można uznać za zachowawczą (tj. takie, gdy $KON \geq 0$), jeden wariant, w którym jest umiarkowane (gdy $KON < 0$, ale $OKON \geq 0$) oraz dwa warianty, w których jest agresywne (gdy KON i $OKON$ są < 0).

Tabela 3.9. Wyznaczanie taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym według kryterium potrzeb operacyjnych i pieniężnych

Wariant struktury kapitału obrotowego	Rodzaj strategii zarządzania kapitałem obrotowym
Wariant 1: $KON \geq 0$, $OKON \geq 0$, $SPN \geq 0$	strategia zachowawcza
Wariant 2: $KON \geq 0$, $OKON < 0$, $SPN \geq 0$	
Wariant 3: $KON \geq 0$, $OKON \geq 0$, $SPN < 0$	
Wariant 4: $KON < 0$, $OKON \geq 0$, $SPN < 0$	strategia umiarkowana
Wariant 5: $KON < 0$, $OKON < 0$, $SPN \geq 0$	strategia agresywna
Wariant 6: $KON < 0$, $OKON < 0$, $SPN < 0$	

Źródło: opracowanie własne.

W opracowaniu przyjęto, że dodatni KON jest korzystny z punktu widzenia minimalizacji ryzyka wystąpienia zatorów płatniczych. Gdy z kolei OKON wskazuje, że pomimo nadwyżki środków pieniężnych nad długiem pozaoperacyjnym, przedsiębiorstwo nie jest w stanie zgromadzić wystarczających środków na pokrycie zobowiązań operacyjnych, to wówczas realizowane zarządzanie kapitałem obrotowym jest ryzykowne, a w konsekwencji agresywne. Wariant niekorzystny, ale rokujący pewne nadzieje, zachodzi natomiast, gdy spłata zobowiązań operacyjnych z aktywów operacyjnych nie jest zagrożona. Sytuacja taka ma miejsce, gdy $KON < 0$, $OKON \geq 0$, zaś $SPN < 0$. Zależności pomiędzy wariantami struktury kapitału obrotowego a rodzajem zarządzania kapitałem obrotowym prezentuje tabela 3.9.

3.2.2.2. Metodyka identyfikacji taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym a potrzeby kapitałowe wynikające z prowadzonej działalności operacyjnej

Wykorzystywanie relacji kapitału stałego pomniejszonego o majątek trwały do aktywów obrotowych ma tę zaletę, że umożliwia identyfikację sposobu zarządzania kapitałem obrotowym niezależnie od tego, jaką strukturę mają aktywa obrotowe. Patrząc jednak z perspektywy zapotrzebowania na kapitał obrotowy, występuje potrzeba wyodrębnienia relacji pomiędzy pomniejszonym o majątek trwały kapitałem stałym a aktywami operacyjnymi, w skład których wchodzi należności i zapasy. Chcąc minimalizować ryzyko wystąpienia zatorów płatniczych oraz maksymalizować bieżące korzyści dochodowe, istnieje konieczność precyzyjnego określenia źródła ich finansowania. Jeżeli zbyt mała część kapitału stałego finansuje należności i zapasy, to wówczas w przypadku nagłego odcięcia od kapitału, może być problem ze sfinansowaniem kolejnej fazy cyklu. Dlatego też poziom kapitału stałego, który przeznaczony jest na finansowanie należności i zapasów nie może być zbyt niski. Gdy pokrycie aktywów operacyjnych kapitałem stałym jest natomiast za wysokie, przedsiębiorstwo często niepotrzebnie wstrzymuje swoje moce produkcyjne w obawie przed zaciągnięciem długu krótkoterminowego, który przełożyłby się na wzrost sprzedaży.

Jako właściwą miarę do identyfikacji strategii zarządzania kapitałem obrotowym według opisywanego kryterium uznano relację KON do sumy należności i zapasów (KON_{NIZ}). W literaturze brak jest jednolitej wykładni w zakresie charakterystycznych poziomów tego wskaźnika dla strategii agresywnej, umiarkowanej i zachowawczej. Można je wyprowadzić przyjmując za punkt odniesienia wskaźnik płynności bieżącej (CR) (Kusak, 2006: 67). Najczęściej ekonomiści przyjmują, że CR powinien przyjmować wielkości z przedziału $<1,2-2,0>$ (Pomykalska, Pomykalski,

2007: 70; Sierpińska, Jachna, 2009: 247; Lepczyński, 2005: 42), choć można spotkać też i stanowiska, że optymalny poziom wskaźnika mieści się w granicach $<1,6-1,9>$ (Ostaszewski, 1991: 54). Wobec takich rekomendacji, można przyjąć, iż bezpieczna wartość CR znajduje się pośrodku pierwszego (rozległego) przedziału lub na początku (krótkiego) drugiego, tj. w punkcie 1,6. Ramy umiarkowanej taktyki i strategii wyznacza z kolei znak KON. Reasumując, przyjmuje się następujące CR:

- $CR < 1$ – wartości agresywne (ofensywne) wskaźnika,
- $1 \leq CR < 1,6$ – wartości umiarkowane wskaźnika,
- $1,6 \leq CR$ – wartości zachowawcze wskaźnika (konserwatywne lub defensywne).

Korzystając z takiego przyporządkowania wskaźników płynności bieżącej, można wyznaczyć wartości graniczne do identyfikacji ilorazu kapitału obrotowego do aktywów bieżących $UKON_{AB}$ w drodze następujących przekształceń:

$$CR = \frac{AB}{ZB}$$

$$CR_x = \frac{AB}{AB - KON}$$

$$CR_x \times AB - CR_x \times KON = AB$$

$$AB \times (CR_x - 1) = CR_x \times KON$$

$$UKON_{AB} = \frac{KON}{AB} = \frac{CR_x - 1}{CR_x}$$

$$\text{przy } CR_{KONS} = 1,6 \quad UKON_{AB \text{ KONS}} = \frac{1,6 - 1}{1,6} = 0,375$$

$$\text{przy } CR_{OFENS} = 1 \quad UKON_{AB \text{ OFENS}} = \frac{1 - 1}{1} = 0$$

gdzie:

AB – aktywa bieżące,

CR_x – wskaźnik płynności bieżącej o danym charakterze (gdy konserwatywny $x = \text{kons}$; gdy ofensywny $x = \text{ofens}$),

$UKON_{AB \text{ KONS}}$ – minimalna zachowawcza wartość ilorazu KON do aktywów bieżących,

$UKON_{AB \text{ OFENS}}$ – maksymalna agresywna wartość ilorazu KON do aktywów bieżących.

Dokonane przeobrażenia umożliwiają wyznaczenie przedziałów wartości $UKON_{AB}$:

- $UKON_{AB} < 0$ – wartości agresywne (ofensywne) wskaźnika,
- $0 \leq UKON_{AB} < 0,375$ – wartości umiarkowane wskaźnika,
- $0,375 \leq UKON_{AB}$ – wartości zachowawcze (konserwatywne lub defensywne) wskaźnika.

Wymienione przedziały wartości $UKON_{AB}$ można wykorzystać do identyfikacji wskaźnika KON_{NIZ} . W tym celu przyjęto dwa założenia:

- aktywa obrotowe składają się jedynie z zapasów, należności i środków pieniężnych (zerowy poziom rozliczeń międzyokresowych),
- udział środków pieniężnych w aktywach bieżących wynoszący ponad 10% świadczy o bezpiecznym, zaś poniżej 5% o niezachowawczym poziomie najbardziej płynnego majątku – założenie to wynika z faktu, że bezpieczeństwo strategii zarządzania kapitałem obrotowym zwiększa się wraz ze wzrostem udziału środków pieniężnych w strukturze aktywów obrotowych (Wędzki, 2003: 135).

Wprowadzając wartości KON_{NIZ} dokonano następujących przekształceń:

$$NIZ = AB - \acute{S}P$$

$$KON_{NIZ} = \frac{KON}{AB \times (1 - x_1)}$$

$$KON_{NIZ} = \frac{KON}{AB} : (1 - x_1)$$

$$\text{przy } x_{KONS} = 0,1 \text{ i } UKON_{AB\ KONS} = 0,38 \quad KON_{NIZ\ KONS} = -0,38 : 0,9 = 0,42$$

$$\text{przy } x_{OFENS} = 0,5 \text{ i } UKON_{AB\ OFENS} = 0 \quad KON_{NIZ\ OFENS} = 0 : 0,95 = 0$$

gdzie:

$\acute{S}P$ – środki pieniężne,

x_1 – wartość od 0% do 100% w zależności od udziału środków pieniężnych w sumie aktywów obrotowych (gdy konserwatywna i = kons; gdy ofensywna i = ofens),

$KON_{NIZ\ KONS}$ – minimalna zachowawcza wartość ilorazu KON do sumy należności i zapasów,

$KON_{NIZ\ OFENS}$ – maksymalna agresywna wartość ilorazu KON do sumy należności i zapasów.

Powyższe działania umożliwiają wyznaczenie następujących ram strategii zarządzania kapitałem obrotowym, mierzonej wskaźnikiem KON_{NIZ} :

- $KON_{NIZ} < 0$ – agresywna strategia zarządzania kapitałem obrotowym,
- $0 \leq KON_{NIZ} < 0,42$ – umiarkowana strategia zarządzania kapitałem obrotowym,
- $0,42 \leq KON_{NIZ}$ – zachowawcza strategia zarządzania kapitałem obrotowym.

3.2.2.3. Metodyka identyfikacji taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym a potrzeby kapitałowe wynikające z realizowanej sprzedaży

Identyfikacja taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym według kryterium prowadzonej działalności operacyjnej oraz pieniężnego i operacyjnego zapotrzebowania na kapitał obrotowy, umożliwia określenie potrzeb kapitałowych według stanu na dany dzień. Przedsiębiorstwa mogą jednak także wykorzystywać progresywne miary szacowania zapotrzebowania na kapitał obrotowy. Z uwagi na brak informacji spoza bezpośredniego otoczenia podmiotu, ekonomiści oceniający zarządzanie kapitałem obrotowym, zmuszeni są do ograniczenia się do wyznaczania zapotrzebowania na kapitał obrotowy (ZKON) metodą dynamiczną w ujęciu retrospektywnym. Do tego wykorzystać można rozwiniętą przez P. Szymańskiego formułę A. Rutkowskiego, która ma postać:

$$ZKON = \frac{OAB}{S} \times \Delta S - \frac{OZB}{S} \times \Delta S - ROS \times S_1 \times (1 - DYW)$$

Przedstawiona formuła umożliwia określanie potrzeb kapitałowych na bazie poczynionej prognozy poziomu sprzedaży wykorzystującej dane historyczne. Zastosowanie jej ma swoje rozliczne zalety, gdyż w przypadku przedsiębiorstw, w których występuje dający się zidentyfikować trend spadkowy/wzrostowy realizowanej sprzedaży, faktyczne zapotrzebowanie na kapitał obrotowy może znacznie odbiegać od wyznaczonego miarami statycznymi. Celem uzyskania możliwych do porównywania wyników, wyliczoną miarę należy odnieść do wielkości posiadanego kapitału obrotowego netto ($WZKON = ZKON/KON$), który musi być dodatni, aby taktyki i strategii były inne niż agresywna. Przedsiębiorstwa, które chcą prowadzić bardziej zachowawcze zarządzanie kapitałem obrotowym, muszą nie tylko mieć zapotrzebowanie na kapitał obrotowy wynikające z prowadzonej działalności operacyjnej, ale i posiadać źródło jego wypełnienia.

Tabela 3.10. Wyznaczanie taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym według kryterium potrzeb kapitałowych wynikających z realizowanej sprzedaży

Zapotrzebowanie na kapitał obrotowy wynikające z realizowanej sprzedaży	Rodzaj strategii zarządzania kapitałem obrotowym
Wariant 1 przy $KON \geq 0$, $WZKON < 1,0$	Strategia zachowawcza
Wariant 2 przy $KON \geq 0$, $1,5 > WZKON \geq 1,0$	Strategia umiarkowana
Wariant 3 przy $KON \geq 0$, $WZKON > 1,5$	Strategia agresywna
Wariant 4 przy $KON < 0$, $WZKON \geq 1,5$ lub $1,5 > WZKON \geq 0$ lub $WZKON < 0$	

Źródło: opracowanie własne.

Stosownie do innych miar określających wystarczalność posiadanego kapitału lub realizowanych przepływów, przyjęto, że wartości WZKON poniżej jedności świadczą o dużym stopniu bezpieczeństwa działalności. Z kolei, gdy zapotrzebowanie na kapitał obrotowy przewyższa 50% dysponowanego KON (relacja ZKON do $KON > 1,5$), to wówczas istnieje podwyższone ryzyko funkcjonowania przedsiębiorstwa. Proponowane odniesienia determinowanego przez sprzedaż zapotrzebowania na kapitał obrotowy na rodzaj taktyki i strategii zarządzania kapitałem obrotowym zostały ukazane w tabeli 3.10.

3.3. Determinanty wyboru i realizacji taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym

Determinanty taktyki i strategii zarządzania kapitałem obrotowym nie są w literaturze jednoznacznie określone. Wynika to z różnych podejść, które są stosowane przez ekonomistów. Jedną z częściej przytaczanych klasyfikacji determinant jest podział proponowany przez A. Rutkowskiego, który uważa, że przy wyborze strategii zarządzania kapitałem obrotowym przedsiębiorstwa, powinny brać pod uwagę w szczególności: dostęp do kapitału, poziom ryzyka związany z poszczególnymi źródłami finansowania majątku, efektywny koszt wykorzystywanych składników kapitału i elastyczność źródeł finansowania majątku (Wędzki, 2003: 135).

Jak łatwo zauważyć, oprócz dostępu do kapitału, A. Rutkowski uwzględnił jedynie te determinanty, które wpływają na podejmowane decyzje w zakresie struktury kapitałowej. Niektórzy autorzy wymieniają determinanty mające większy wpływ na strukturę majątkową niż kapitałową (Nowaczyk, 2008: 12). W istocie, wydaje się, że na uznanie za determinanty strategii kapitału obrotowego zasługują czynniki wpływające zarówno na strukturę kapitałową, jak i majątkową (tabela 3.11).

Tabela 3.11. Determinanty taktyki i strategii zarządzania kapitałem obrotowym

Determinanty struktury majątkowej	Determinanty struktury kapitałowej
<i>Determinanty poziomu aktywów obrotowych</i>	<i>Dostępność kapitału</i> , w tym: <ul style="list-style-type: none"> wielkość przedsiębiorstwa renoma przedsiębiorstwa notowania przedsiębiorstwa bieżące wyniki przedsiębiorstwa perspektywy przedsiębiorstwa uwarunkowania branżowe uwarunkowania makroekonomiczne
<i>Determinanty poziomu zapasów:</i> <ul style="list-style-type: none"> częstotliwość dostaw niepewność źródeł zaopatrzenia złożoność procesu produkcji długość procesu produkcji czas realizacji zamówienia dywersyfikacja oferty siła konkurencji wahania popytu koszty zakupu zapasów koszty magazynowania i zarządzania zapasami koszty alternatywnego przeznaczenia środków koszty niedoboru zapasów ograniczenia produkcyjne i handlowe 	<i>Ryzyko powstania kosztów bankructwa</i> , w tym: <ul style="list-style-type: none"> relacje z kontrahentami zapotrzebowanie na kapitał (w tym planowane wydatki inwestycyjne) wskaźniki poziomu i struktury zadłużenia możliwość zwiększenia poziomu kapitału sposób inwestowania kapitału w majątek
<i>Determinanty poziomu należności:</i> <ul style="list-style-type: none"> trwałość sprzedawanych dóbr rentowność sprzedawanych dóbr standaryzacja sprzedawanych dóbr koszty utrzymywania należności koszty monitoringu i windykacji należności korzyści ze sprzedaży na kredyt cena sprzedawanych dóbr sytuacja finansowa kontrahentów częstotliwość i poziom obrotów z odbiorcami dostępność kapitału dotychczasowa ściągalność należności ryzyko i koszty nieterminowych płatności 	<i>Elastyczność kapitału</i> , w tym <ul style="list-style-type: none"> sposób pozyskania kapitału możliwość konwersji kapitału możliwe sposoby przeznaczenia kapitału
<i>Determinanty poziomu środków pieniężnych:</i> <ul style="list-style-type: none"> koszty konwersji gotówki na poczet realizacji zamówień koszty braku gotówki koszty braku przeznaczenia gotówki do obrotu 	<i>Opłacalność długu</i> , w tym: <ul style="list-style-type: none"> wysokość kosztu kapitału wnioski z analizy dźwigni finansowej i operacyjnej wysokość możliwych kosztów bankructwa możliwe nieodsetkowe osłony podatkowe stopień asymetrii informacyjnej
	<i>Preferencje właścicieli i zarządzających</i> , w tym: <ul style="list-style-type: none"> polityka dywidendy awersja do ryzyka właścicieli i zarządzających wysokość świadczeń na rzecz zarządzających waga przywiązywana dostępności do kapitału podejście do sygnalizacji poprzez strukturę kapitału

Źródło: opracowanie własne.

Z wyszczególnionych determinant szczególnie znaczenie ma wolumen przychodów ze sprzedaży, gdyż kształtuje on zapotrzebowanie przedsiębiorstwa na środki finansowe. Znamienne jest, że w przypadku, gdy: przedsiębiorstwo nie ma możliwości wniesienia odpowiedniej wielkości kapitału stałego przeznaczonego na działalność obrotową, dysponuje ograniczonym dostępem do środków kredytowych oraz ma niewielkie pole manewru w zakresie zmiany polityki wobec dostawców i odbiorców, to jedyną możliwością uniknięcia kłopotów płynnościowych jest obniżenie poziomu realizowanej sprzedaży (Sierpińska, Jachna, 2007: 135), co przekłada się nierzadko na realizowany wynik netto. Stąd też, wobec zachodzącego

sprężenia zwrotnego, wymieniona determinanta jest uznawana jako kluczowa dla strategii zarządzania kapitałem obrotowym przez wielu ekonomistów (Nowaczyk, 2008: 12; Bień, 2008b: 194; Michalski, 2011: 173).

Istotnym czynnikiem, wpływającym zarówno na kształtowanie struktury majątkowej, jak i kapitałowej, jest dostępność do kapitału, która wynika głównie z faktu, że biorca kapitału często nie jest w stanie spełnić wymogów stawianych przez jego potencjalnego dawcę (Kubiak, 2004: 151). Wobec braku dostępu do kapitału, przedsiębiorstwo może być np. zmuszone do inwestowania w aktywa o wyższym stopniu płynności oraz zaciągania źródeł finansowania łatwiejszych do pozyskania niż byłoby to optymalne.

Determinantami taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym są też różnego rodzaju aspekty kosztowe. Najczęściej wymienia się tutaj koszt kapitału (Bień, 2008b: 194), który znajduje także swoje pośrednie lub bezpośrednie ujęcie w analizie opłacalności długu. W zakresie doboru struktury aktywów, istotny jest też charakter i wysokość kosztów przypadających na poszczególne składniki majątku.

Szczególnym aspektem, który należy brać pod uwagę przy wyznaczaniu taktyk i strategii kapitału obrotowego jest sytuacja, w jakiej znajduje się rynek oraz poszczególne branże (Czapniewski, Kubiak, 2008: 21). Determinanta ta, choć teoretycznie bezpośrednio wpływa tylko na kształt struktury kapitałowej, to w praktyce pośrednio odnosi się także i do decyzji w obszarze udziału poszczególnych składników aktywów obrotowych w sumie bilansowej. To od uwarunkowań rynkowych zależy w dużej mierze sytuacja finansowa kontrahentów i konkurencji, która istotnie przekłada się na poziom zapasów i należności. Dodatkowo, trzeba mieć na uwadze, iż przyczyny bankructw przedsiębiorstw często tkwią w specyficznych uwarunkowaniach rynkowych (Hamrol, 2008: 20), które mają większą siłę oddziaływania niż czynniki typowe dla podmiotu (Tokarski, 2007: 142).

Część ekonomistów przyporządkowuje determinanty rynkowe do czynników związanych z szeroko rozumianym makrootoczeniem. A. Tokarski wyróżnia wśród nich (Tokarski, 2007: 129–133):

- czynniki o charakterze ekonomicznym, tj. stopę wzrostu gospodarczego, stopę procentową, inflację, kursy walutowe, relacje importu do eksportu,
- czynniki prawne, tj. uwarunkowania legislacyjne,
- czynniki polityczne: rodzaj systemu politycznego i wsparcia ze strony rządu,
- czynniki technologiczne: efektywność pracy, utecnicznienie informacyjno-produkcyjne,
- czynniki międzynarodowe: konkurencję ogólnoświatową i kryzysy finansowe.

Z czynników o charakterze ekonomicznym, w literaturze uwypukla się szczególnie determinantę w postaci poziomu stóp procentowych (Nowaczyk, 2008: 12). Spośród wymienionych czynników, to właśnie fluktuacje na rynkach stóp pro-

centowych oraz walutowych należy uznać za najszybciej wpływające na sytuację finansową przedsiębiorstw.

Szczególną uwagę należy też poświęcić aspektom organizacyjnym przedsiębiorstwa, które zaliczane są do grupy determinant technologicznych, np. forma prawna przedsiębiorstwa, rodzaj i organizacja prowadzonej księgowości i sprawozdawczości (Tokarski, 2007: 133–134) czy też specyfika sprzedawanych dóbr i rodzaj stosowanej technologii (Jajuga, 2006: 7).

Ze względu na fakt, że głównym źródłem zwiększenia kapitału własnego są generowane zyski netto (pozostałe, np. agio, mają charakter incydentalny lub spekulacyjny), uznano, iż możliwość wypełniania zapotrzebowania własnymi zasobami zależy od perspektyw dla kształtowania się wolumenu sprzedaży i rentowności działalności określanych m.in. na podstawie historycznych wykonań.

Ważne jest tutaj, że będący najłatwiejszym sposobem zasilania kapitału własnego zysk netto bieżącego okresu oddziałuje pozytywnie na płynność przedsiębiorstwa, tylko jeżeli chociaż w jakiejś części jest w nim pozostawiany (Czekaj, Dresler, 2001: 124). Stąd też, niezwykle istotną determinantą taktyk i strategii kapitału obrotowego jest prowadzona przez przedsiębiorstwo polityka wypłat z zysku (dywidendy), która związana jest z koniecznością realizacji oczekiwań akcjonariuszy. Lekceważenie powyższego może prowadzić nie tylko do utraty inwestorów, ale też i do wzmocnienia konkurencji (Uchman, 2011: 231). Z uwagi na to, że akcjonariusze w różny sposób mogą chcieć być wynagradzani, niezwykle ważna jest ocena oczekiwań inwestorów. Według teorii efektu klienteli Modiglianego i Millera, akcjonariuszy można podzielić na (Pioch, 2005: 93):

- inwestujących krótkoterminowo, którzy konsumują wypłacane dywidendy,
- inwestujących długoterminowo, zorientowanych na zyski kapitałowe (dochód w momencie sprzedaży akcji), którzy przeznaczają dywidendy na nabycie kolejnych akcji.

Zagadnienie kształtowania polityki dywidend należy odbierać możliwie szeroko – nie tylko jako politykę podziału zysku wygenerowanego w danym roku. Zasadne wydaje się także uwzględnienie innych niż dywidenda sposobów wypłat kapitału na rzecz właścicieli. Jako alternatywa dla dywidendy najczęściej stosowany jest wykup akcji własnych celem ich umorzenia, noszący nazwę *buy-backu* (Wypych, 2005: 94). Działanie to polega na sprzedaży spółce przez akcjonariuszy udziałów po cenie, która jest wyższa niż cena nominalna, ale też i nie odbiega znacząco od ceny rynkowej. Prowadzi to do redukcji poziomu kapitału własnego organizacji (Uchman, 2011: 231). Nabywanie akcji z zamiarem ich umorzenia popularne jest zwłaszcza w czasie dekoniunktury (Bień, 2008b: 161) i praktykowane głównie przez chcące intensyfikować korzyści z lewarowania instytucje o wysokich nadwyżkach pieniężnych, które nie mają do realizacji opłacalnych projektów inwestycyjnych (Wrońska, 2006: 410–411).

Choć część badaczy dowodzi, że rozproszenie akcjonariatu nie wpływa zasadniczo na wysokość wypłacanych dywidend (Każmierska-Jóźwiak, Marszałek,

2011: 346–348), to wydaje się, że im większa liczba drobnych akcjonariuszy (Uchman, 2011: 236), tym bardziej agresywny model strategii kapitału obrotowego jest prowadzony przez przedsiębiorstwo. Powszechne jest przy tym przekonanie, że decyzje z zakresu zarządzania kapitałem obrotowym kształtowane są w znacznej mierze przez uwarunkowania o charakterze psychologicznym. Do wymienionych zaliczyć można np. awersję zarządzających do ryzyka (Bigos, 2007: 66–67).

Alternatywą dla dywidend w zakresie podziału zysku jest najczęściej alokacja zysku zatrzymanego w projekty inwestycyjne. Stąd też, determinantą strategii zarządzania kapitałem obrotowym jest także poziom realizowanych i zakładanych projektów inwestycyjnych. Odroczenie lub rezygnacja z wydatków inwestycyjnych jest, obok zaniechania wypłat dywidendy, najłatwiejszą i najszybszą nieoperacyjną metodą rozwiązywania problemów płynnościowych (Wawryszuk-Misztal, 2007: 85; Czekał, Dresler, 2001: 124). Realizowane inwestycje mogą odznaczać się długotrwałym i trudnym okresem rozruchu (weryfikacji założeń inwestycyjnych w zakresie prawidłowości funkcjonowania sprzętu i zdolności produkcyjnych w praktyce) (Walica, 1999: 55, 167). Brak uwzględnienia tego faktu może skutkować utratą płynności.

W zakresie możliwości pokrywania zapotrzebowania na kapitał obrotowy zobowiązaniami, kluczowe znaczenie mają determinanty struktury kapitałowej wymienione w rozdziale 1. Za weryfikator poziomu lewarowania posłużyć może wskaźnik zadłużenia, wyrażający relację między sumą zobowiązań a kapitałem ogółem. M. Sierpińska i T. Jachna oraz T. Kiziukiewicz stoją na stanowisku, że tak określony indyktor powinien mieścić się w przedziale 0,57–0,67 (Kiziukiewicz, 1995: 8). Zachowując pewną rezerwę, można więc określić przedział wartości konserwatywnych poniżej 0,50, zaś dynamicznych powyżej 0,75.

Spośród czynników wpływających na dostępność kapitału spółek notowanych na giełdzie, za najistotniejsze uznano bieżące wyniki przedsiębiorstwa oraz uwarunkowania branżowe i makroekonomiczne. Stosunkowo mniejszy wpływ mają one na dostępność do faktoringu i kredytu handlowego, co wynika z mniejszych wymagań dawców kapitału co do zdolności kredytowej przedsiębiorstwa oraz występowania nieformalnych kwotowych i czasowych ograniczeń dla współpracy z partnerami. Kontrahenci raczej rzadko akceptują np. przesunięcie spłaty wierzytelności na dłużej niż 90 dni. W przypadkach, gdy praktykowane terminy płatności stwarzają możliwość wydłużenia okresu spłaty długu o: co najmniej 50% (Dy-nus i in., 2005: 82; Sierpińska, Jachna, 2009: 157) (uznając za punkt swobodnego jej odroczenia 90 dni), a więc o 30 dni, to wówczas istnieją znaczne możliwości wzrostu finansowania się kredytem kupieckim; mniej niż 15 dni, to wtedy przedsiębiorstwo ma małe możliwości intensyfikacji zasilania kapitałowego w drodze kredytów handlowych.

Innym sposobem na wypełnienie zapotrzebowania na kapitał obrotowy jest skrócenie okresu konwersji należności na gotówkę, co przynosi efekt, gdy jest rozwiązaniem systemowym, a nie skutkiem jednorazowych zmian. Kluczem do oceny,

czy możliwa jest szybsza ściągальność należności, jest analiza poziomu przeterminowanych należności.

W literaturze wskazuje się, że przy identyfikacji strategii zarządzania kapitałem obrotowym nieodzowne jest porównywanie otrzymanych wyników ze średnimi dla branży, w której operuje przedsiębiorstwo (Czapniewski, Kubiak, 2008: 25). Porównywanie wartości finansowych jedynie do miar normatywnych ma tę wadę, że normy są z reguły takie same dla wszystkich branż i nie uwzględniają specyfiki rodzaju prowadzonej działalności i charakteru przedsiębiorstwa (Zaleska, 2005: 63). Stąd też, zaleca się wykorzystywanie wskaźników sektorowych (Janik, Paździor, 2011: 115), takich jak np. cyklicznie obliczane przez Stowarzyszenie Księgowych w Polsce w *Sektorowe wskaźniki finansowe* (Dudycz, Skoczylas, 2019). Przy korzystaniu ze średnich branżowych można napotkać na dwa istotne problemy. Pierwsza trudność występuje, gdy dane przedsiębiorstwo operuje w ramach dwóch różnych sektorów. Najczęściej zaleca się wówczas, by porównywać wyniki osiągnięte przez dany podmiot do sektora, w którym generowane jest co najmniej 50% (a według części badaczy nawet min. 75%) przychodów ze sprzedaży (Janik, Paździor, 2011: 117). Drugą niedogodnością jest niełatwy i wybiórczy (zestawienia sektorowe uwzględniają tylko część wskaźników) dostęp do średnich branżowych. Powoduje to, iż łatwiejszym i częściej stosowanym sposobem benchmarku jest porównanie do wyników z lat poprzednich (Wędzki, 2003: 190). W przypadku wyznaczenia odpowiednich poziomów branżowych, średnie dla branż można byłoby zastosować do określania determinant i identyfikatorów, poprzez zastosowanie następującego współczynnika korygującego:

$$W_K = \frac{SWK_S}{SWK_G} \times 100\%$$

gdzie:

W_K – współczynnik korygujący,

SWK_G – średnia wskaźnika korygującego dla całej gospodarki,

SWK_S – średnia wskaźnika korygującego dla danego sektora.

Przy analizie identyfikatorów i determinant strategii zarządzania kapitałem obrotowym, warto też zestawić ze sobą pola percepcji (zakres zdarzeń, które opisuje dany wskaźnik) i decyzji (spektrum zdarzeń, które kształtują się pod wpływem wskaźnika) strategii (Lepczyński, 2005: 35). W efekcie zachodzących współzależności, realizacja strategii zarządzania kapitałem obrotowym jest determinowana sprzężeniami zwrotnymi pomiędzy działaniami podejmowanymi w ramach różnych obszarów zarządzania finansami.

3.4. Taktyki i strategie zarządzania kapitałem obrotowym jako sygnalizator zagrożenia bankructwem

Jak wspomniano w podrozdziale 3.2, z uwagi na fakt, że strategia zarządzania kapitałem obrotowym wyraża jego długookresowy plan, a poszczególne miary finansowe, zwłaszcza te statyczne (tj. bilansowe) podlegać mogą okresowym wahaniom stosownie do panujących w danym momencie warunków rynkowych, w opracowaniu rozróżniono pojęcia:

- *Taktyka zarządzania kapitałem obrotowym*: działania realizowane w krótkim okresie z zakresu zarządzania kapitałem obrotowym, które znamionują wskaźniki wygenerowane na koniec rocznego okresu badawczego, wyznaczone z różnych ujęć.
- *Strategia zarządzania kapitałem obrotowym*: prowadzony plan działań z obszaru zarządzania kapitałem obrotowym oceniany w perspektywie kilkuletniej.

Zarówno rodzaj realizowanej taktyki, jak i strategii zarządzania kapitałem obrotowym istotnie wpływa na zagrożenie bankructwem przedsiębiorstwa. Realizacja taktyki zarządzania kapitałem obrotowym wpływa przede wszystkim na płynność finansową podmiotów gospodarczych w krótkim okresie. Dla odmiany, brak wykorzystywania możliwości, jakie w danym momencie stwarza rynek, może skutkować utratą pozycji rynkowej, a w konsekwencji – gwałtownym pogorszeniem dochodowości, skutkującym brakiem możliwości regulowania zobowiązań. W ostateczności może on prowadzić do upadłości przedsiębiorstwa.

Istotą formułowania strategii zarządzania kapitałem obrotowym jest natomiast opracowanie takiego planu funkcjonowania przedsiębiorstwa, przy którym maksymalizuje ono swoje korzyści dochodowe przy akceptowalnej ekspozycji na ryzyko utraty płynności (Teofil-Kaczmarek, 2007: 42). Chwilowe pogorszenie płynności nie zawsze jest przy tym niebezpieczne dla przedsiębiorstwa, niemniej powinno być zawsze dogłębnie analizowane w ramach zarządzania kapitałem obrotowym (Krzemińska, 1998: 182; Tokarski, 2007: 95). Problem pojawia się, gdy jest ono efektem narastających problemów płatniczych połączonych z brakiem dostępności do zewnętrznych źródeł finansowania (Śpiewak, 2008: 15), a zaburzenia skutkują brakiem zdolności do spłaty zobowiązań w wymagalnych terminach (Kubiak, Nowaczyk, 2011: 379). Długotrwałe występowanie takiego stanu może powodować obniżenie opłacalności warunków współpracy z kontrahentami, rezygnację z części planowanych zakupów, pogorszenie wyników i wizerunku przedsiębiorstwa, brak realizacji celów strategicznych, a w ostateczności bankructwo (Wawryszuk-Miształ, 2007: 94). Jest to o tyle ważne, że zgodnie ze stworzoną przez S. Slattera i D. Lovetta listą 13 najczęstszych przyczyn upadłości, niewypłacalność

nierzadko jest efektem nieumiejętnego zarządzania kapitałem obrotowym (Slatter, Lovett, 2001: cyt. za: Wawryszuk-Misztal, 2007: 96).

Identyfikacja zagrożeń płynnościowych jest dość trudnym zadaniem. Należy zwrócić uwagę, że płynność w tzw. „normalnych warunkach” ma stosunkowo niewielką wartość. Z chwilą ich pogorszenia wartość płynności istotnie wzrasta do poziomu, który uzasadnia utrzymywanie większych rezerw płynnościowych niż to wynika z bieżącego zapotrzebowania transakcyjnego (Brealey, Myers, 1999: 1388). Potwierdza to powszechnie uznawany fakt, że wzrost poziomu płynności zwiększa jej użyteczność całkowitą w przedsiębiorstwie, zaś każde kolejne podniesienie poziomu płynności powoduje coraz to mniejsze przyrosty użyteczności całkowitej. Opisana zależność nosi nazwę prawa użyteczności krańcowej płynności i jest jedną z przyczyn dużych fluktuacji w obszarze jej wartości w czasie oraz utrudnieniem w jej szacunku (Kritzman, 1999: 40–41). O utracie płynności mogą świadczyć zdarzenia, takie jak: odraczanie terminów spłat, usztywnienie warunków współpracy z kontrahentami, kłopoty z dostępnością organizacji do kapitału, uzależnienie od kapitałodawców w zarządzaniu finansami, wycofywanie się kredytodawców ze współpracy z podmiotem (w tym wypowiedanie umów), żądanie natychmiastowej zapłaty za dobra przez dostawców lub utrata wiarygodności przez przedsiębiorstwo (Gorczyńska, Znaniecka, 2006: 93). Mając na uwadze kwestię dostępności do informacji, rozległe zastosowanie może mieć klasyfikacja D. Dziawgo i A. Zawadzkiego (Dziawgo, Zawadzki, 2011: 148), którzy uważają, że brak płynności zwiastują:

- opóźnienia w spłacie zobowiązań,
- ujemne przepływy pieniężne,
- straty lub gwałtowny spadek zysków,
- renegocjacje terminów spłat zobowiązań,
- wypowiedanie umów kredytowych przez instytucje finansowe.

Listę sygnalizatorów podwyższonego ryzyka bankructwa winno się uzupełnić o takie sygnały, jak: gwałtowny spadek przychodów, sprzedaż majątku trwałego i bardzo wysoki poziom zadłużenia (Zaleska, 2005: 115–116). Prognoza zagrożenia upadłością może być sporządzana w oparciu o system: bazujący na danych sprawozdawczych (w tym uwzględniający analizę wskaźnikową), wykorzystujący modele dyskryminacyjne (Bartkowiak, 1997: 100). Najpopularniejszym modelem opartym na danych sprawozdawczych jest *model P.J. Fitzpatricka* (z 1932 r.), który bazując na próbie złożonej z 38 przedsiębiorstw dokonał analizy 20 najważniejszych, jego zdaniem, par wskaźników finansowych. Innym szeroko stosowanym modelem prognozy kłopotów płatniczych opartym na analizie wskaźnikowej był tzw. *Test Szybki Kralicka*. Zgodnie z tym modelem, problemy z wypłacalnością przedsiębiorstwa da się określić wykorzystując relacje: kapitału własnego do sumy bilansowej, wyniku finansowego brutto powiększonego o amortyzację do przychodów ogółem, wyniku finansowego brutto do sumy bilansowej i zobowiązań do sumy bilansowej. Charakterystyczne dla modelu było to, że do przewidywania

upadłości nie były brane pod uwagę wskaźniki odnoszące się *stricte* do płynności przedsiębiorstwa (Maciejczak, 2008: 276).

Modele dyskryminacyjne mają szczególne znaczenie dla prognozy zagrożenia upadłością przedsiębiorstw. Wynika to z tego, że mogą być stosowane w sposób prosty i dający obiektywne rezultaty (Hamrol, Chodakowski, 2008: 20). Istotną zaletą modeli jest także sprowadzenie analizy wielowymiarowej przestrzeni do pozbawionej subiektywizmu i stosunkowo skutecznej analizy zmiennej agregatywnej (Zaleska, 2005: 111, 145–146). Do podstawowych wad modeli dyskryminacyjnych zalicza się brak uwzględnienia sytuacji specyficznych, oparcie jedynie na danych historycznych oraz brak odniesienia do aspektów niefinansowych związanych z: przedsiębiorstwem (takich jak pozycja rynkowa, perspektywy rozwojowe czy kultura organizacyjna), czynnikami politycznymi i specyfiką funkcjonujących przepisów prawnych (Hamrol, Chodakowski, 2008: 20) (Tokarski, 2007: 107).

Za główne testy dyskryminacyjne w literaturze uchodzą modele E. Altmana, D. Appenzeller i K. Szarzec, D. Hadasik, A. Hołdy, J. Fulmera, J. Gajdki i D. Stosa, M. Hamrola, B. Czajki i M. Piechockiego (model „poznański”), E. Mączyńskiej, B. Prusaka, M. Pogodzińskiej i S. Sojaka oraz R. Wierzby. Na bazie wcześniej przeprowadzonych badań dla branży spożywczej w monografii zastosowano ww. testy oprócz modeli D. Appenzeller i K. Szarzec, B. Prusaka oraz M. Pogodzińskiej i S. Sojaka (Szemraj, 2015: 184).

Rozdział 4

Statystyczna analiza taktyk i strategii kapitału obrotowego przedsiębiorstw

4.1. Zarządzanie kapitałem obrotowym w spółkach notowanych na GPW – charakterystyka badań

W celu zbadania sposobu zarządzania kapitałem obrotowym dokonano podziału spółek notowanych na GPW na następujące branże, którym przypisano skróty: sektor budowlany – SBUD, sektor chemiczno-farmaceutyczny – SCHF, sektor elektromaszynowy – SE, sektor materiałów budowlanych – SMB, sektor odzieżowy – SO, sektor medialno-telekomunikacyjny – SMT, sektor metalowy – SMET, sektor motoryzacyjny – SMOT, sektor poszukiwawczo-wydobywczy – SPW, sektor wyrobów papierniczych i tworzyw sztucznych – SWPTSZ oraz sektor spożywczy – SSPOŻ. Przyporządkowania spółek do sektorów dokonywano na podstawie klasyfikacji na stronie www.gpw.pl zgodnie z tabelą 4.1.

Należy zauważyć, że w sektorze chemiczno-farmaceutycznym uwzględniono spółki, które działały zarówno w branży chemicznej, jak i farmaceutycznej. Zestawienie ich ze sobą w jednym sektorze wynika z faktu, że w efekcie prowadzonych prac badawczo-rozwojowych podmioty z tych branż wytwarzają produkty, jakimi są związki chemiczne, przy zbliżonych uwarunkowaniach i ograniczeniach rynkowych. Z kolei ze względu na niewielką liczbę przedsiębiorstw z sektora motoryzacyjnego, które są notowane na rynku głównym GPW, do tego sektora zaliczono spółki obecne na rynku NewConnect z sektorów „części samochodowe” oraz „motoryzacja pozostałe”. Do badań wykorzystywano skonsolidowane sprawozdania spółek, a gdy analizowany podmiot nie podlegał konsolidacji z innymi przedsiębiorstwami, wówczas opierano się na jednostkowych danych finansowych, które pozyskiwano ze stron internetowych poszczególnych spółek.

Tabela 4.1. Przeporządkowania spółek do sektorów w opracowaniu a klasyfikacja GPW

Sektory	Podsektory	Przynależność do sektorów bądź podsektorów GPW				
SBUD	sektor	budownictwo				
	podsektory	budownictwo ogólne	inżynieria lądowa i wodna	budownictwo pozostałe	budownictwo przemysłowe	instalacje budowlane i telekomunikacyjne
SCH	sektory	chemia		produkcja leków	biotechnologia	odzież i kosmetyki
	podsektory	chemia podstawowa	chemia specjalistyczna	–	–	kosmetyki i chemia
SE	sektory	przemysł elektromaszynowy			wyposażenie domu	
	podsektory	urządzenia mechaniczne		urządzenia elektryczne	sprzęt elektryczny i elektroniczny	
SMB	sektor	budownictwo				
	podsektor	materiały budowlane				
SO	sektor	odzież i kosmetyki				
	podsektor	odzież i obuwie		odzież i kosmetyki – pozostałe		
SMT	sektor	media				telekomunikacja
	podsektory	radio i telewizja	wydawnictwa	portale internetowe	reklama i marketing	media pozostałe
SMET	sektory	przemysł elektromaszynowy		hutnictwo		
	podsektor	wyroby metalowe		hutnictwo metali nieżelaznych		hutnictwo żelaza i stali
SMOT	sektory	przemysł elektromaszynowy			motoryzacja	
	podsektory	środki transportu		części samochodowe		motoryzacja pozostałe
SPW	sektory	paliwa i gaz			górnictwo	
	podsektory	wydobycie i produkcja	paliwa i gaz – pozostałe		górnictwo węgla	górnictwo metali
SWPTSZ	sektory	drewno i papier			guma i tworzywa sztuczne	
	podsektory	papier i opakowania			tworzywa sztuczne	
SPOŻ	sektor	artykuły spożywcze				
	podsektory	produkcja rolna i rybołówstwo		napoje	żywność	

Źródło: opracowanie własne.

Do wyznaczania sposobu zarządzania kapitałem obrotowym w opracowaniu wykorzystano opisane w rozdziale 3 podejścia w koncepcji dochód–ryzyko:

- wg kryterium wypłacalności,
- wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy z perspektyw: potrzeb operacyjnych i pieniężnych, prowadzonej działalności operacyjnej i realizowanej sprzedaży.

Dla określenia rodzaju prowadzonej taktyki, a w konsekwencji strategii zarządzania kapitałem, zastosowano system punktowy, zgodnie z którym spółkom nadawano za każdy rok:

- 0 punktów, gdy taktyka była zachowawcza,
- 1 punkt, gdy taktyka była umiarkowana,
- 2 punkty, gdy taktyka była agresywna.

Suma punktów stanowiła o rodzaju strategii zarządzania kapitałem – gdy spółka miała:

- nie więcej niż 33% maksymalnej l.p., to uznawano, że prowadzi ona ZSZKO,
- od 33% do nie więcej niż 66% maksymalnej l.p., to przyjmowano, iż prowadzi USZKO,
- więcej niż 66% maksymalnej l.p., to stwierdzano, że prowadzi ASZKO.

Przyjęto dalej, że 66% maksymalnej l.p. osiągnane jest przy średniej l.p. równej 1,32, a 33% poziomu maksymalnego przy średniej wynoszącej 0,66 zgodnie z tabelą 4.2.

Tabela 4.2. Średnie punktowe jako identyfikator SZKO

Liczba lat objętych analizą	Max l.p.	66% max l.p.	Średnia punktów przy założeniu osiągnięcia 66% max l.p.	33% max l.p.	Średnia punktów przy założeniu osiągnięcia 33% max l.p.
9 lat	18	11,88	1,32	5,94	0,66
8 lat	16	10,56	1,32	5,28	0,66
7 lat	14	9,24	1,32	4,62	0,66
6 lat	12	7,92	1,32	3,96	0,66
5 lat	10	6,60	1,32	3,30	0,66
4 lata	8	5,28	1,32	2,64	0,66
3 lata	6	3,96	1,32	1,98	0,66
2 lata	4	2,64	1,32	1,32	0,66
1 rok	2	1,32	1,32	0,66	0,66

Źródło: opracowanie własne.

Na podstawie tabeli 4.2 wyodrębniono następujące przedziały średnich punktowych:

- od 0,00 do 0,66 dla zachowawczej strategii zarządzania kapitałem obrotowym,
- od 0,67 do 1,32 dla umiarkowanej strategii zarządzania kapitałem obrotowym,
- od 1,33 do 2,00 dla agresywnej strategii zarządzania kapitałem obrotowym.

4.2. Taktyki, strategie oraz struktura kapitału obrotowego

4.2.1. Identyfikacja taktyk zarządzania kapitałem obrotowym

Identyfikację sposobów zarządzania kapitałem obrotowym przeprowadzono z czterech perspektyw opisanych w rozdziale 3 w ramach koncepcji dochód–ryzyko. Rozpoczęto ją od określenia taktyk stosowanych w poszczególnych sektorach (zob. tabela 4.3), by kolejno przejść do analizy strategii, a następnie do zbadania zbieżności pomiędzy nimi.

Tabela 4.3. Liczba spółek stosujących TZKO wg kryterium: (1) wypłacalności; zapotrzebowania na kapitał obrotowy z perspektywy: (2) potrzeb operacyjnych i pieniężnych, (3) prowadzonej działalności operacyjnej, (4) realizowanej sprzedaży w latach 2007–2015

Sektory	Lata	(1)			(2)			(3)			(4)		
		TA	TU	TZ	TA	TU	TZ	TA	TU	TZ	TA	TU	TZ
SBUD	2007	3	17	11	3	0	28	3	16	12	4	0	27
	2008	3	13	15	3	0	28	3	11	17	3	0	28
	2009	3	11	17	1	2	28	3	10	18	3	0	28
	2010	4	9	19	1	3	28	4	9	19	4	0	28
	2011	3	16	13	1	2	29	3	13	16	5	1	26
	2012	8	12	14	6	2	26	8	11	15	9	1	24
	2013	7	13	14	5	2	27	7	12	15	7	1	26
	2014	3	16	13	3	0	29	3	14	15	4	0	28
	2015	5	12	15	4	1	27	5	8	19	6	0	26
SCHF	2007	2	7	9	1	1	16	2	7	9	4	0	14
	2008	3	5	10	1	2	15	3	7	8	3	0	15
	2009	5	6	8	3	2	14	5	6	8	8	0	11
	2010	5	5	10	1	4	15	5	6	9	6	0	14
	2011	3	9	10	0	3	19	3	10	9	5	0	17
	2012	2	8	13	1	1	21	2	11	10	5	1	17
	2013	3	10	9	2	1	19	3	9	10	3	1	18
	2014	4	8	11	3	1	19	4	9	10	7	0	16
	2015	6	7	10	6	0	17	6	9	8	7	0	16

Sektory	Lata	(1)			(2)			(3)			(4)		
		TA	TU	TZ	TA	TU	TZ	TA	TU	TZ	TA	TU	TZ
SE	2007	2	5	15	0	2	20	2	3	17	2	0	20
	2008	0	7	15	0	0	22	0	6	16	0	0	22
	2009	0	6	17	0	0	23	0	4	19	0	0	23
	2010	1	9	15	1	0	24	1	8	16	1	0	24
	2011	0	12	15	0	0	27	0	13	14	0	0	27
	2012	1	9	19	0	1	28	1	9	19	3	0	26
	2013	3	12	14	1	2	26	3	11	15	3	0	26
	2014	3	12	14	0	3	26	3	10	16	3	1	25
	2015	3	12	14	1	2	26	3	14	12	3	0	26
SMB	2007	0	3	11	0	0	14	0	5	9	0	0	14
	2008	0	7	7	0	0	14	0	7	7	0	1	13
	2009	2	7	5	1	1	12	2	6	6	2	0	12
	2010	1	4	9	0	1	13	1	6	7	1	0	13
	2011	2	5	8	0	2	13	2	7	6	2	1	12
	2012	2	5	8	1	1	13	2	7	6	2	0	13
	2013	0	4	11	0	0	15	0	4	11	0	0	15
	2014	2	5	7	1	1	12	2	5	7	3	0	11
	2015	1	5	8	1	0	13	1	5	8	1	0	13
SMET	2007	1	6	10	0	1	16	1	7	9	1	0	16
	2008	4	6	9	1	3	15	4	6	9	4	0	15
	2009	2	8	9	1	1	17	2	9	8	3	0	16
	2010	0	12	7	0	0	19	0	13	6	1	0	18
	2011	1	11	8	0	1	19	1	13	6	4	0	16
	2012	1	8	11	0	1	19	1	10	9	2	0	18
	2013	4	8	8	1	3	16	4	10	6	4	0	16
	2014	4	4	12	0	4	16	4	5	11	5	0	15
	2015	4	7	9	1	3	16	4	8	8	4	0	16
SMT	2007	2	6	7	2	0	13	2	6	7	3	0	12
	2008	3	8	7	3	0	15	3	6	9	4	0	14
	2009	3	9	7	3	0	16	3	6	10	3	1	15
	2010	6	4	9	6	0	13	6	3	10	6	0	13
	2011	7	3	10	5	2	13	7	3	10	7	0	13
	2012	11	4	7	6	5	11	11	4	7	11	0	11
	2013	7	7	9	5	2	16	7	6	10	7	0	16
	2014	8	7	8	7	2	14	9	5	9	9	0	14
	2015	11	3	9	11	0	12	11	5	7	11	0	12

Tabela 4.3 (cd.)

Sektory	Lata	(1)			(2)			(3)			(4)		
		TA	TU	TZ	TA	TU	TZ	TA	TU	TZ	TA	TU	TZ
SO	2007	0	4	11	0	0	15	0	6	9	0	0	15
	2008	3	5	7	0	3	12	3	5	7	3	0	12
	2009	3	5	8	1	2	13	3	5	8	3	1	12
	2010	1	5	10	1	0	15	1	5	10	1	1	14
	2011	1	8	8	0	1	16	1	9	7	2	0	15
	2012	0	8	10	0	0	18	0	9	9	1	1	16
	2013	0	6	13	0	0	19	0	8	11	1	0	18
	2014	1	6	12	1	0	18	1	8	10	2	0	17
	2015	1	5	13	1	0	18	1	6	12	1	0	18
SMOT	2007	0	5	7	0	0	12	0	6	6	1	0	11
	2008	1	8	3	0	1	11	1	8	3	1	0	11
	2009	2	4	9	1	1	13	2	5	8	2	0	13
	2010	3	7	7	1	2	14	3	8	6	4	0	13
	2011	3	6	10	1	2	16	3	7	9	4	0	15
	2012	5	6	9	3	2	15	5	7	8	7	1	12
	2013	6	6	8	3	3	14	6	7	7	6	1	13
	2014	5	8	7	5	0	15	5	8	7	5	2	13
	2015	5	6	9	4	1	15	5	5	10	6	0	14
SPW	2007	3	1	7	3	0	8	3	2	6	5	0	6
	2008	3	3	5	2	1	8	3	3	5	3	0	8
	2009	3	4	6	3	0	10	3	4	6	4	1	8
	2010	1	5	8	1	0	13	1	5	8	2	0	12
	2011	3	4	7	2	1	11	3	3	8	4	0	10
	2012	1	4	10	1	0	14	1	5	9	2	0	13
	2013	4	4	7	3	1	11	4	4	7	5	0	10
	2014	7	2	6	5	2	8	7	2	6	9	0	6
	2015	6	3	6	4	2	9	6	4	5	8	0	7
SWPTSZ	2007	3	4	5	1	2	9	3	4	5	3	0	9
	2008	3	5	4	1	2	9	3	5	4	3	0	9
	2009	1	5	6	1	0	11	1	5	6	1	0	11
	2010	2	7	3	2	0	10	2	7	3	3	0	9
	2011	1	5	6	1	0	11	1	4	7	1	0	11
	2012	4	4	3	1	3	7	4	4	3	4	0	7
	2013	3	6	3	1	2	9	3	6	3	4	1	7
	2014	3	5	4	0	3	9	3	5	4	3	0	9
	2015	3	6	3	1	2	9	3	6	3	3	0	9

Sektory	Lata	(1)			(2)			(3)			(4)		
		TA	TU	TZ	TA	TU	TZ	TA	TU	TZ	TA	TU	TZ
SSPOŻ	2007	6	14	6	2	4	20	6	14	6	8	0	18
	2008	13	8	7	2	11	15	13	9	6	14	0	14
	2009	7	13	10	3	4	23	7	12	11	8	0	22
	2010	8	7	15	1	7	22	8	9	13	8	1	21
	2011	8	7	15	1	7	22	8	11	11	8	1	21
	2012	10	9	12	5	5	21	10	9	12	10	1	20
	2013	9	8	13	2	7	21	9	10	11	9	0	21
	2014	6	10	13	3	3	23	6	12	11	6	0	23
2015	6	8	15	2	4	23	6	9	14	6	0	23	

Źródło: opracowanie własne.

TZKO wg kryterium wypłacalności podkreśla wpływ zmian koniunkturalnych na bezpieczeństwo i kondycję finansową spółek. Dla przykładu, w podatnym na zmiany w koniunkturze sektorze budowlanym już od 2011 r. (a szczególnie w latach 2012–2013) widać wzrost tendencji ofensywnych w obszarze zarządzania kapitałem obrotowym. Wynikał on nie tyle ze zmiany nastawienia menedżerów przedsiębiorstw, ile z kłopotów finansowych, jakie dotknęły spółki działające w branży tuż przed oraz po zakończeniu organizowanych w Polsce Mistrzostw Europy w piłce nożnej EURO 2012 (*Kryzys w budownictwie*, 2012). Większość zawartych w tym okresie kontraktów zrealizowana została ze stratą wobec zbyt niskich cen oferowanych w przetargach i braku kalkulacji waloryzacji cen materiałów budowlanych. Jednocześnie po EURO 2012 spadło zapotrzebowanie na prace budowlane, zwłaszcza te z zakresu budownictwa infrastrukturalnego, co ograniczyło realizację zadowalającego dochodu na pracach budowlanych w kolejnych latach. W konsekwencji, obniżeniu uległy płynne składniki majątku przedsiębiorstw, co znalazło swój wyraz w TZKO – w sektorze budowlanym w latach 2011–2014 udział spółek z TZ uległ zmniejszeniu o ponad 20% (z blisko 60 do 40%) w porównaniu do 2010 r., przy jednoczesnym zwiększeniu udziału przedsiębiorstw z TA w latach 2012–2013. Dla przeciwwagi, w uchodzącym za jeden z najmniej podatnych na zmiany cyklu sektorze spożywczym, którego kłopoty finansowe dotknęły jedynie w pierwszym roku kryzysu zapoczątkowanego upadkiem Lehman Brothers (Departament, 2013: 5), jedynie w 2008 r. przeważającą taktyką zarządzania była TA, podczas gdy w kolejnych latach dominowały TU i TZ. Najczęstszą taktyką zarządzania wg kryterium wypłacalności była TZ, która w większości sektorów występowała u ponad 40% spółek. Sektorami o najbardziej konserwatywnym profilu były: odzieżowy, elektromaszynowy i materiałów budowlanych, zaś o najbardziej agresywnym: medialno-telekomunikacyjny, wyrobów papierniczych i tworzyw sztucznych oraz spożywczy.

Identyfikacja *TZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy z perspektywy potrzeb operacyjnych i pieniężnych* wskazuje na duży konserwatywizm wśród badanych spółek. Zdecydowanie najczęściej stosowaną taktyką realizowaną z tej perspektywy była TZ, która przeważała we wszystkich sektorach w każdym z badanych lat. Najmniejsza dominacja występowała w sektorze medialno-telekomunikacyjnym. W sektorze tym na przestrzeni lat znacznie zwiększył się udział spółek z TA – w 2007 r. wynosił on jedynie 13%, podczas gdy w 2015 r. aż 48%. Świadczy to o systematycznym wzroście potrzeb kapitałowych, których brak spełnienia może przekładać się na kłopoty z utrzymaniem płynności finansowej. Oprócz wymienionego sektora, stosunkowo największymi udziałami spółek o TA odznaczały się też sektory poszukiwawczo-wydobywczy i spożywczy. Występowanie sektora poszukiwawczo-wydobywczego wśród sektorów o najbardziej agresywnym profilu zarządzania kapitałem obrotowym świadczy o tym, że podmiotom z tego sektora mógł doskwierać niedobór operacyjnego kapitału obrotowego, wynikający z nieregularnego charakteru przychodów – negatywna tendencja w tym zakresie jest obserwowana od 2012 r. W przypadku sektora spożywczego, trend był natomiast odwrotny. W najbardziej newralgicznym dla tego sektora roku 2008 aż 46% podmiotów realizowało inną taktykę niż TZ. Po uporaniu się z problemami wynikającymi ze złej koniunktury w sektorze udział ten uległ zmniejszeniu do 21% w 2015 r. Z kolei najbardziej konserwatywne taktyki były prowadzone w sektorach: elektromaszynowym, odzieżowym, metalowym i materiałów budowlanych.

Rozpatrując *TZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy z perspektywy prowadzonej działalności operacyjnej*, zauważalny jest przeważający udział w sektorach spółek z TZ. Dominacja nie była przy tym tak wyraźna jak z ujęcia potrzeb operacyjnych i pieniężnych – w każdym z sektorów zdarzał się co najmniej jeden rok, w którym TZ nie była najczęstszą metodą zarządzania kapitałem obrotowym. Możliwe było przy tym zauważenie podobnych zjawisk, co przy taktykach wg kryterium wypłacalności, tj.:

- na przestrzeni lat znacznie zwiększyła się ofensywność zarządzania kapitałem obrotowym w sektorze medialno-telekomunikacyjnym – w 2015 r. TA była dominująca w sektorze,
- nieregularny charakter przychodów spowodował niedobory kapitału obrotowego w sektorze poszukiwawczo-wydobywczym po 2012 r.,
- w wyniku złej koniunktury wystąpiły problemy w zgromadzeniu odpowiedniego kapitału obrotowego w sektorze spożywczym w 2008 r. oraz budowlanym w latach 2012–2013.

Największe udziały spółek z TA były w sektorach: medialno-telekomunikacyjnym, poszukiwawczo-wydobywczym i spożywczym. Najbardziej zachowawcze taktyki realizowano w sektorach: elektromaszynowym, odzieżowym i materiałów budowlanych.

W ujęciu *TZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy z perspektywy realizowanej sprzedaży* charakterystyczny był bardzo niski udział spółek z TU –

nie zdarzyło się, aby w którymkolwiek z lat, niezależnie od sektora, liczba podmiotów o UTZKO była wyższa niż dwa. Dominująca była TZ, która najczęściej była prowadzona przez więcej niż 65% podmiotów z sektora. Zależność ta nie miała zastosowania, zwłaszcza przy najbardziej agresywnych pod względem realizowanych taktyk sektorach: medialno-telekomunikacyjnym oraz poszukiwawczo-wydobyczym. Wskazuje się przy tym, że uwypuklenie agresywności prowadzonych TZKO w drugim z wymienionych sektorów wyróżniało metodę wyznaczania taktyk z perspektywy realizowanej sprzedaży. Największy konserwatyzm w zarządzaniu kapitałem obrotowym obserwowany był w sektorach: elektromaszynowym, odzieżowym, metalowym i materiałów budowlanych. Trudno jednoznacznie określić, który z sektorów miał najbardziej zachowawczy profil, gdyż podmioty znamionowała duża wrażliwość na zmiany rodzajów TZKO. Najlepiej to widać na przykładzie sektora metalowego, w którym to w części lat udział spółek z TZKO sięgał 95%, a w niektórych jedynie 25%. Analiza TZKO z perspektywy realizowanej sprzedaży potwierdza też wpływ niekorzystnej koniunktury na sytuację spółek w sektorze spożywczym w 2008 r. oraz budowlanym w latach 2012–2013.

4.2.2. Identyfikacja strategii zarządzania kapitałem obrotowym

Średnie punktowe identyfikujące SZKO w spółkach i sektorach przedstawia tabela 4.4.

Określając *średnie punktowe jako SZKO wg kryterium wypłacalności* można zauważyć, że: siedem sektorów miało umiarkowany (sektory: budowlany, chemiczno-farmaceutyczny, medialno-telekomunikacyjny, motoryzacyjny, poszukiwawczo-wydobyczy, wyrobów papierniczych i tworzyw sztucznych oraz spożywczy), a cztery zachowawczy (sektory: elektromaszynowy, materiałów budowlanych, metalowy oraz odzieżowy) profil pod względem SZKO; żaden z sektorów nie miał ASZKO.

Średnie punktowe identyfikujące SZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy z perspektywy potrzeb operacyjnych i pieniężnych wskazują, że każdy z sektorów miał zachowawczy profil prowadzonej SZKO, przy czym sektorami o najbardziej defensywnym profilu były sektory: odzieżowy, elektromaszynowy i materiałów budowlanych, zaś o najbardziej agresywnym sektory: medialno-telekomunikacyjny, wyrobów papierniczych i tworzyw sztucznych oraz spożywczy.

Średnie punktowe stanowiące podstawę identyfikacji realizowanych SZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy z perspektywy prowadzonej działalności operacyjnej wskazują na: umiarkowane profile SZKO w siedmiu sektorach (chemiczno-farmaceutycznym, metalowym, medialno-telekomunikacyjnym, motoryzacyjnym, poszukiwawczo-wydobyczym, wyrobów papierniczych

i tworzyw sztucznych oraz spożywczym) oraz zachowawcze w czterech sektorach (budowlanym, elektromaszynowym, materiałów budowlanych oraz odzieżowym). Rozkład sektorów o najbardziej i najmniej konserwatywnych SZKO był analogiczny jak przy TZKO.

Tabela 4.4. Średnia jako podstawa identyfikacji SZKO w sektorach w latach 2007–2015

Sektory	Nazwa spółki	Średnia jako podstawa identyfikacji SZKO wg kryterium							
		wypłacalności		zapotrzebowania na kapitał obrotowy i perspektywy				realizowanej sprzedaży	
		Średnia spółki	ŚWS	Średnia spółki	ŚWS	Średnia spółki	ŚWS	Średnia spółki	ŚWS
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
SBUD	ABM Solid	1,44 A		1,11 U		1,44 A		1,11 U	
	Awbud	1,33 A		0,89 U		1,33 A		1,11 U	
	Budimex	1,00 U		0,00 Z		1,00 U		0,00 Z	
	Elektrotim	0,00 Z		0,00 Z		0,00 Z		0,22 Z	
	Elektrobudowa	0,44 Z		0,00 Z		0,11 Z		0,00 Z	
	CNT	0,00 Z		0,00 Z		0,00 Z		0,00 Z	
	CFI Holding	0,89 U		0,33 Z		0,89 U		0,56 Z	
	Erbud	0,44 Z		0,00 Z		0,00 Z		0,00 Z	
	Elkop	0,22 Z		0,22 Z		0,22 Z		0,22 Z	
	Energoparatura	0,33 Z		0,00 Z		0,44 Z		0,00 Z	
	Herkules	1,22 U		0,33 Z		1,22 U		0,67 U	
	Instal Kraków	0,00 Z		0,00 Z		0,22 Z		0,00 Z	
	Mirbud	0,56 Z		0,00 Z		0,67 U		0,00 Z	
	Interbud-Lublin	0,89 U		0,11 Z		0,89 U		0,22 Z	
	Pelabex	0,67 U		0,00 Z		0,67 U		0,00 Z	
	Budopol-Wrocław	0,71 U		0,57 Z		0,71 U		0,57 Z	
	Dekpol	0,00 Z		0,00 Z		0,25 Z		0,00 Z	
	Torpol	1,00 U		0,00 Z		0,75 U		0,00 Z	
	Vistal-Gdynia	1,50 A		0,50 Z		1,50 A		1,00 U	
	Pol-Aqua	1,00 U	0,69 U	0,33 Z	0,23 Z	0,83 U	0,64 Z	0,83 U	0,32 Z
	Mostostal Płock	0,00 Z		0,00 Z		0,00 Z		0,00 Z	
	Mostostal Warszawa	1,22 U		0,44 Z		0,89 U		0,44 Z	
	Mostostal Zabrze	0,78 U		0,22 Z		0,78 U		0,22 Z	
	PBG	1,22 U		0,67 U		1,22 U		0,89 U	
	Pemug	0,86 U		0,86 U		0,86 U		0,86 U	
	ZUE	0,56 Z		0,00 Z		0,44 Z		0,00 Z	
	Polimex-Mostostal	1,11 U		0,22 Z		1,11 U		0,44 Z	
	Unibep	0,78 U		0,00 Z		0,44 Z		0,00 Z	
	ULMA Construcion	0,89 U		0,22 Z		0,78 U		0,44 Z	
	Tesgas	0,33 Z		0,00 Z		0,22 Z		0,00 Z	
	Prochem	0,56 Z		0,00 Z		0,44 Z		0,00 Z	
	Projprzem-Makrum	0,00 Z		0,00 Z		0,00 Z		0,00 Z	
Trakcja PRKII	0,78 U		0,22 Z		0,67 U		0,22 Z		
Resbud	0,44 Z		0,00 Z		0,56 Z		0,56 Z		
PA Nova	0,89 U		0,67 U		0,78 U		0,67 U		

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
SCHF	Azoty	0,56 Z	0,69 U	0,00 Z	0,29 Z	0,56 Z	0,74 U	0,00 Z	0,58 Z
	Bioton	1,22 U		0,33 Z		1,22 U		0,89 U	
	Ciech	1,56 A		0,67 U		1,56 A		1,11 U	
	BIOMED-LUBLIN	0,44 Z		0,22 Z		0,44 Z		0,22 Z	
	Cormay	0,00 Z		0,00 Z		0,00 Z		0,00 Z	
	Global Cosmed	0,22 Z		0,00 Z		0,44 Z		0,00 Z	
	Kerdos	0,89 U		0,22 Z		0,89 U		0,78 U	
	Harper Hygienics	1,33 A		0,67 U		1,33 A		1,11 U	
	Police	0,89 U		0,33 Z		1,00 U		0,44 Z	
	Rokita	1,56 A		1,00 U		1,56 A		1,33 A	
	Miraculum	1,67 A		1,00 U		1,78 A		1,56 A	
	Puławy	0,00 Z		0,00 Z		0,00 Z		0,22 Z	
	Synthos	0,11 Z		0,00 Z		0,11 Z		0,00 Z	
	Selena	0,11 Z		0,00 Z		0,22 Z		0,00 Z	
	KRKA	0,00 Z		0,00 Z		0,00 Z		0,00 Z	
	Sopharma	0,67 U		0,00 Z		0,89 U		0,00 Z	
	Śnieżka	1,00 U		0,00 Z		1,00 U		0,44 Z	
	Permedia	0,00 Z		0,00 Z		0,00 Z		0,00 Z	
	Mabion	0,57 Z		0,57 Z		0,57 Z		1,00 U	
	Exol	1,17 U		0,50 Z		1,33 A		0,67 U	
Selvita	0,80 U	0,40 Z	0,80 U	1,60 A					
Synektik	0,60 Z	0,00 Z	0,40 Z	0,00 Z					
Polwax	0,25 Z	0,00 Z	0,75 U	0,50 Z					
Adiuvo	1,00 U	1,00 U	1,00 U	2,00 A					
SE	Zamet Industry	0,57 Z	0,46 Z	0,00 Z	0,07 Z	0,57 Z	0,46 Z	0,00 Z	0,13 Z
	Sunex	1,67 A		0,67 U		1,67 A		1,33 A	
	Gorenje	1,00 U		0,00 Z		0,83 U		0,00 Z	
	APS Energia	0,20 Z		0,00 Z		0,20 Z		0,00 Z	
	Peixin	0,00 Z		0,00 Z		0,00 Z		0,00 Z	
	AAT Holding	0,00 Z		0,00 Z		0,00 Z		0,00 Z	
	VIGO System	0,00 Z		0,00 Z		0,00 Z		0,00 Z	
	Bumech	1,00 U		0,22 Z		1,00 U		0,44 Z	
	Rafamet	0,33 Z		0,00 Z		0,78 U		0,00 Z	
	Famur	0,44 Z		0,00 Z		0,44 Z		0,00 Z	
	Hydrotor	0,00 Z		0,00 Z		0,00 Z		0,00 Z	
	Introl	0,33 Z		0,00 Z		0,11 Z		0,00 Z	
	Kopex	0,78 U		0,00 Z		0,67 U		0,00 Z	
	Lena Lighting	0,00 Z		0,00 Z		0,00 Z		0,00 Z	
	MÓJ	0,44 Z		0,11 Z		0,44 Z		0,33 Z	
	Patentus	0,33 Z		0,00 Z		0,44 Z		0,00 Z	
	Relpol	0,22 Z		0,11 Z		0,22 Z		0,22 Z	
	Seco Warwick	0,22 Z		0,00 Z		0,11 Z		0,00 Z	
	Sonel	0,11 Z		0,00 Z		0,00 Z		0,00 Z	
	ZPUE	1,00 U		0,00 Z		1,00 U		0,00 Z	
	Zremb Chojnice	1,00 U		0,22 Z		1,00 U		0,22 Z	
	ZA Polna	0,00 Z		0,00 Z		0,00 Z		0,22 Z	
	Amica	1,11 U		0,11 Z		1,11 U		0,22 Z	
	Energoinstal	0,33 Z		0,00 Z		0,00 Z		0,00 Z	
	ES System	0,00 Z		0,00 Z		0,00 Z		0,00 Z	
	Remak	1,22 U		0,56 Z		1,11 U		0,89 U	
	Rafako	1,00 U		0,00 Z		0,56 Z		0,00 Z	
Apator	0,00 Z	0,00 Z	0,33 Z	0,00 Z					
Aplisens	0,00 Z	0,00 Z	0,00 Z	0,00 Z					

Tabela 4.4 (cd.)

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
SMB	MFO	1,00 U	0,51 Z	0,20 Z	0,11 Z	1,00 U	0,57 Z	0,40 Z	0,19 Z
	Ceramika Nowa Gala	0,11 Z		0,00 Z		0,22 Z		0,00 Z	
	Decora	0,67 U		0,00 Z		0,78 U		0,00 Z	
	Ferro	0,33 Z		0,00 Z		0,78 U		0,00 Z	
	Izostal	0,44 Z		0,11 Z		0,56 Z		0,22 Z	
	KB Dom	1,44 A		1,11 U		1,44 A		1,44 A	
	Mercor	0,89 U		0,11 Z		0,78 U		0,44 Z	
	Izolacja-Jarocin	0,11 Z		0,00 Z		0,11 Z		0,00 Z	
	Megaron	0,33 Z		0,00 Z		0,44 Z		0,11 Z	
	Investment Friends	0,00 Z		0,00 Z		0,14 Z		0,00 Z	
	Libet	0,44 Z		0,00 Z		0,44 Z		0,00 Z	
	Polcolorit	0,56 Z		0,11 Z		0,67 U		0,22 Z	
	Pozbud	0,56 Z		0,00 Z		0,11 Z		0,00 Z	
	Rovese	0,33 Z		0,00 Z		0,44 Z		0,00 Z	
ZM ROPCZYCE	0,44 Z	0,00 Z	0,56 Z	0,00 Z					
SO	CDRL	0,20 Z	0,43 Z	0,00 Z	0,08 Z	0,40 Z	0,50 Z	0,00 Z	0,18 Z
	Esotiq	0,25 Z		0,00 Z		0,75 U		0,00 Z	
	Solar	0,00 Z		0,00 Z		0,00 Z		0,00 Z	
	Wittchen	0,00 Z		0,00 Z		0,00 Z		0,00 Z	
	Silvano	0,00 Z		0,00 Z		0,00 Z		0,00 Z	
	Bytom	1,00 U		0,33 Z		1,00 U		0,67 U	
	CCC	0,00 Z		0,00 Z		0,11 Z		0,00 Z	
	Gino Rossi	1,11 U		0,11 Z		1,11 U		0,22 Z	
	LPP	0,44 Z		0,00 Z		0,44 Z		0,00 Z	
	Lubawa	0,44 Z		0,00 Z		0,56 Z		0,00 Z	
	Monnari	0,44 Z		0,33 Z		0,44 Z		0,44 Z	
	Prima Moda	1,00 U		0,44 Z		1,00 U		0,89 U	
	Protektor	0,00 Z		0,00 Z		0,11 Z		0,00 Z	
	Próchnik	0,33 Z		0,00 Z		0,44 Z		0,22 Z	
	Redan	0,67 U		0,00 Z		0,67 U		0,00 Z	
	Sanwil	0,11 Z		0,00 Z		0,11 Z		0,00 Z	
Wistil	0,89 U	0,22 Z	1,11 U	0,78 U					
Wojas	0,67 U	0,00 Z	0,67 U	0,00 Z					
Vistula	0,67 U	0,11 Z	0,67 U	0,22 Z					
SMT	4 FUN	0,25 Z	0,88 U	0,25 Z	0,54 Z	0,25 Z	0,86 U	0,38 Z	0,63 U
	ASM GROUP	1,00 U		0,25 Z		1,25 U		0,50 Z	
	Comperia	0,40 Z		0,40 Z		0,40 Z		0,40 Z	
	HubStyle	0,14 Z		0,00 Z		0,00 Z		0,00 Z	
	Kino Polska	0,50 Z		0,25 Z		0,38 Z		0,25 Z	
	IMS	0,50 Z		0,25 Z		0,50 Z		0,50 Z	
	Tele-Polska Holding	0,88 U		0,00 Z		0,75 U		0,00 Z	

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	Wirtualna Polska	0,67 U		0,00 Z		0,67 U		0,00 Z	
	iAlbatros	0,00 Z		0,00 Z		0,11 Z		0,00 Z	
	Agora	0,11 Z		0,00 Z		0,11 Z		0,00 Z	
	ATM	1,56 A		1,00 U		1,56 A		1,33 A	
	ATM Grupa	0,00 Z		0,00 Z		0,00 Z		0,00 Z	
	K2 Internet	0,44 Z		0,00 Z		0,56 Z		0,00 Z	
	Lark	1,00 U		0,56 Z		1,11 U		0,67 U	
	Muza	0,22 Z		0,00 Z		0,22 Z		0,00 Z	
	PMPG	1,33 A		1,00 U		1,33 A		1,11 U	
	Cyfrowy Polsat	1,33A		0,67 U		1,11 U		0,67 U	
	Hawe	1,22 U		0,56 Z		0,89 U		0,67 U	
	Hyperion	1,89 A		1,78 A		1,89 A		1,78 A	
	Mediatel	1,67 A		1,33 A		1,67 A		1,56 A	
	MNI	1,67 A		1,00 U		1,67 A		1,33 A	
	Netia	1,44 A		1,11 U		1,33 A		1,33 A	
Orange	2,00 A	2,00 A	2,00 A	2,00 A					
SMET	Cognor	0,33 Z	0,63 Z	0,11 Z	0,14 Z	0,33 Z	0,70 U	0,44 Z	0,32 Z
	Mennica	0,33 Z		0,11 Z		0,33 Z		0,44 Z	
	FAM	1,33 A		0,44 Z		1,33 A		0,67 U	
	Redwood	1,11 U		0,56 Z		1,11 U		0,89 U	
	FERRUM	1,56 A		0,56 Z		1,56 A		1,56 A	
	Hutmen	1,00 U		0,11 Z		1,00 U		0,22 Z	
	Wadex	0,11 Z		0,00 Z		0,11 Z		0,22 Z	
	Rawlplug	0,67 U		0,00 Z		1,00 U		0,00 Z	
	Stalprodukt	0,00 Z		0,00 Z		0,00 Z		0,00 Z	
	Odlownie Polskie	1,00 U		0,22 Z		1,00 U		0,44 Z	
	Boryszew	1,11 U		0,11 Z		1,11 U		0,22 Z	
	FASING	0,33 Z		0,00 Z		0,56 Z		0,00 Z	
	Impexmetal	0,89 U		0,00 Z		0,89 U		0,00 Z	
	Alchemia	0,11 Z		0,00 Z		0,22 Z		0,22 Z	
	Zetkama	0,56 Z		0,00 Z		0,56 Z		0,00 Z	
	ZUK Stąporków	0,22 Z		0,00 Z		0,22 Z		0,00 Z	
	Kęty	0,67 U		0,00 Z		1,00 U		0,00 Z	
	PGO	1,13 U		0,63 Z		1,13 U		1,00 U	
Feerum	0,00 Z	0,00 Z	0,00 Z	0,00 Z					
Alumetal	0,20 Z	0,00 Z	0,60 Z	0,00 Z					
SMOT	AC	0,00 Z	0,83 U	0,00 Z	0,39 Z	0,00 Z	0,86 U	0,22 Z	0,59 Z
	Auto Partner	0,44 Z		0,00 Z		0,44 Z		0,00 Z	
	Automotive Components	0,44 Z		0,00 Z		0,44 Z		0,11 Z	
	CSY	0,11 Z		0,00 Z		0,11 Z		0,00 Z	
	Dębica	1,00 U		0,00 Z		0,89 U		0,00 Z	
	Inter Cars	0,33 Z		0,00 Z		0,33 Z		0,00 Z	
	Groclin	1,44 A		0,44 Z		1,44 A		1,22 U	

Tabela 4.4 (cd.)

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	Auto-Spa	1,20 U		0,60 Z		1,20 U		1,00 U	
	Newag	0,83 U		0,00 Z		1,00 U		0,00 Z	
	Tableo	0,60 Z		0,40 Z		0,60 Z		0,40 Z	
	Arrinera	1,00 U		1,00 U		1,00 U		1,00 U	
	Orzeł	2,00 A		2,00 A		2,00 A		2,00 A	
	Motoricus	1,50 A		1,00 U		1,50 A		1,67 A	
	Uniwheels	1,25 U		0,50 Z		1,25 U		1,00 U	
	Westa	2,00 A		1,20 U		2,00 A		2,00 A	
	Rajdy 4x4	0,57 Z		0,57 Z		0,57 Z		0,57 Z	
	Sanok Rubber	0,22 Z		0,00 Z		0,44 Z		0,00 Z	
	Wielton	0,67 U		0,00 Z		0,78 U		0,00 Z	
	Marvipol	0,11 Z		0,00 Z		0,33 Z		0,00 Z	
	Ursus	1,11 U		0,11 Z		1,11 U		0,56 Z	
RSY	0,56 Z	0,44 Z	0,56 Z	0,67 U					
SPW	MOL Rt.	1,22 U	0,72 U	0,44 Z	0,43 Z	1,22 U	0,74 U	0,44 Z	0,69 U
	Bogdanka	1,11 U		0,89 U		1,11 U		0,89 U	
	KGHM	0,22 Z		0,00 Z		0,22 Z		0,00 Z	
	Serinus Energy Inc.	1,11 U		0,89 U		1,00 U		1,78 A	
	Sadovaya	1,00 U		0,50 Z		1,00 U		1,00 U	
	Skotan	0,11 Z		0,00 Z		0,00 Z		0,78 U	
	JSW	1,11 U		0,89 U		1,00 U		0,89 U	
	Petrolinvest	2,00 A		2,00 A		2,00 A		2,00 A	
	New World Resources	0,11 Z		0,00 Z		0,11 Z		0,44 Z	
	PGNIG	0,78 U		0,11 Z		0,78 U		0,22 Z	
	PKN Orlen	0,44 Z		0,11 Z		0,78 U		0,22 Z	
	LOTOS	0,44 Z		0,00 Z		0,67 U		0,00 Z	
	Prairie Mining	0,00 Z		0,00 Z		0,00 Z		0,50 Z	
Exillon Energy	0,00 Z	0,00 Z	0,00 Z	0,29 Z					
Coal Energy	1,14 U	0,57 Z	1,14 U	0,86 U					
SWPTSZ	ERG	1,11 U	0,84 U	0,11 Z	0,28 Z	1,11 U	0,83 U	0,22 Z	0,45 Z
	Ergis	1,22 U		0,22 Z		1,22 U		0,44 Z	
	Invico	1,44 A		0,67 U		1,44 A		1,11 U	
	Kompap	1,44 A		1,00 U		1,44 A		1,33 A	
	Lentex	0,00 Z		0,00 Z		0,00 Z		0,00 Z	
	Arctic Paper	0,89 U		0,22 Z		0,89 U		0,56 Z	
	Plast-Box	0,89 U		0,00 Z		0,89 U		0,22 Z	
	SCO-PAK	1,78 A		1,22 U		1,67 A		1,56 A	
	Suwary	0,67 U		0,00 Z		0,67 U		0,00 Z	
	Radpol	0,33 Z		0,00 Z		0,33 Z		0,00 Z	
	Mondi Świecie	0,80 U		0,20 Z		0,80 U		0,40 Z	
	BSC Drukarnia	0,00 Z		0,00 Z		0,00 Z		0,00 Z	
IZOBLOK	0,33 Z	0,00 Z	0,33 Z	0,00 Z					
SSPOŻ	Elstar Oils	1,25 U	0,89 U	0,25 Z	0,35 Z	1,25 U	0,88 U	1,00 U	0,61 Z
	Mispol	1,67 A		0,67 U		1,67 A		1,33 A	
	ZPC Mieszko	1,00 U		0,29 Z		1,29 U		0,57 Z	
	Agroton	0,38 Z		0,13 Z		0,25 Z		0,25 Z	
	IMC	0,75 U		0,13 Z		0,75 U		0,25 Z	
	KSG	1,43 A		0,71 U		1,43 A		1,14 U	

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	Ovostar Union	0,00 Z		0,00 Z		0,00 Z		0,00 Z	
	ZM Henryk Kania	0,50 Z		0,00 Z		1,00 U		0,00 Z	
	Tarczyński	1,80 A		0,80 U		1,80 A		1,60 A	
	Grupa Żywiec	2,00 A		2,00 A		2,00 A		2,00 A	
	Wawel	0,11 Z		0,00 Z		0,22 Z		0,00 Z	
	PKM Duda	1,56 A		0,56 Z		1,56 A		1,11 U	
	Makarony Polskie	1,33 A		0,44 Z		1,33 A		1,00 U	
	ZPC Otmuchów	1,22 U		0,33 Z		1,22 U		0,67 U	
	Indykpol	0,56 Z		0,00 Z		0,78 U		0,00 Z	
	Colian	0,78 U		0,22 Z		0,89 U		0,44 Z	
	Agrowill	1,89 A		1,00 U		1,89 A		1,78 A	
	Ambra	0,25 Z		0,00 Z		0,75 U		0,00 Z	
	Astarta Holding	0,33 Z		0,11 Z		0,56 Z		0,22 Z	
	Belvedere	1,00 U		0,56 Z		1,00 U		0,89 U	
	Graal	1,33 A		0,33 Z		1,33 A		0,78 U	
	Wilbo	0,56 Z		0,22 Z		0,56 Z		0,22 Z	
	PBS Finanse	0,67 U		0,67 U		0,67 U		0,67 U	
	Kernel Holding	0,22 Z		0,00 Z		0,00 Z		0,00 Z	
	ZT Kruszwica	0,78 U		0,00 Z		0,78 U		0,33 Z	
	Kofola	2,00 A		1,44 A		2,00 A		2,00 A	
	Milkiland	1,00 U		0,33 Z		1,00 U		0,67 U	
	Pamapol	1,11 U		0,11 Z		1,11 U		0,67 U	
	PEPEES	0,44 Z		0,00 Z		0,44 Z		0,00 Z	
	Helio	0,00 Z		0,00 Z		0,00 Z		0,00 Z	
	Atlanta Poland	0,33 Z		0,00 Z		0,33 Z		0,00 Z	
	SEKO	0,33 Z		0,00 Z		0,33 Z		0,00 Z	

gdzie:

- A – średnia wskazująca na agresywny profil zarządzania kapitałem obrotowym w sektorze,
- U – średnia wskazująca na umiarkowany profil zarządzania kapitałem obrotowym w sektorze,
- Z – średnia wskazująca na zachowawczy profil zarządzania kapitałem obrotowym w sektorze.

Źródło: opracowanie własne.

Średnie punktowe identyfikujące SZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy z perspektywy realizowanej sprzedaży ukazują zachowawcze profile SZKO we wszystkich sektorach oprócz poszukiwawczo-wydobywczego oraz medialno-telekomunikacyjnego, dla których zidentyfikowane zostały najwyższe średnie punktowe. Uwagę zwracają także dość wysokie, w porównaniu do innych sektorów, średnie w sektorach motoryzacyjnym oraz chemiczno-farmaceutycznym. Sektory te odznaczały się sporą niejednorodnością – pomimo dużej liczby spółek, które w całym badanym okresie prowadziły ZTZKO, występowała też znaczna ilość podmiotów z bardzo wysokimi średnimi.

Zbiorcze zestawienie liczby spółek z danymi typami strategii w poszczególnych sektorach w zależności od przyjętego kryterium zostało zaprezentowane w tabeli 4.5.

Tabela 4.5. SZKO wg kryterium: (1) wypłacalności; zapotrzebowania na kapitał obrotowy z perspektywy; (2) potrzeb operacyjnych i pieniężnych, (3) prowadzonej działalności operacyjnej, (4) realizowanej sprzedaży w latach 2007–2015

Sektor	(1)			(2)			(3)			(4)		
	SA	SU	SZ	SA	SU	SZ	SA	SU	SZ	SA	SU	SZ
SBUD [liczba/%]	3	17	15	0	5	30	3	17	15	0	8	27
	9	49	43	0	14	86	9	49	43	0	23	77
SCHF [liczba/%]	4	8	12	0	5	19	5	8	11	4	6	14
	17	33	50	0	21	79	21	33	46	17	25	58
SE [liczba/%]	1	8	20	0	1	28	1	8	20	1	1	27
	3	28	69	0	3	97	3	28	69	3	3	93
SMB [liczba/%]	1	3	11	0	1	14	1	5	9	1	0	14
	7	20	73	0	7	93	7	33	60	7	0	93
SO [liczba/%]	0	7	12	0	0	19	0	8	11	0	3	16
	0	37	63	0	0	100	0	42	58	0	16	84
SMT [liczba/%]	8	5	10	3	5	15	7	6	10	6	4	13
	35	22	43	13	22	65	30	26	43	26	17	57
SMET [liczba/%]	2	8	10	0	0	20	2	8	10	1	3	16
	10	40	50	0	0	100	10	40	50	5	15	80
SMOT [liczba/%]	4	7	10	1	3	17	4	7	10	3	5	13
	19	33	48	5	14	81	19	33	48	14	24	62
SPW [liczba/%]	1	7	7	1	3	11	1	9	5	2	5	8
	7	47	47	7	20	73	7	60	33	13	33	53
SWPTSZ [liczba/%]	3	6	4	0	3	10	3	6	4	2	1	10
	23	46	31	0	23	77	23	46	31	15	8	77
SSPOŻ [liczba/%]	9	10	13	2	5	25	9	13	10	5	10	17
	28	31	41	6	16	78	28	40	32	16	31	53

Źródło: opracowanie własne.

Analizując SZKO wg kryterium wypłacalności, można zauważyć dość wysoki udział spółek z USZKO, który w przypadku aż ośmiu sektorów przekraczał 30%, zaś w przypadku czterech wynosił min. 40%. Nie zawsze było to konsekwencją prowadzenia zrównoważonych działań w obszarze sterowania kapitałem obrotowym. Niejednokrotnie SU była wypadkową prowadzenia dwóch skrajnych TZKO w różnych okresach – np. PBG S.A. z sektora budowlanego do 2011 r. zachowawczo zarządzało kapitałem obrotowym, a od 2012 r. wobec kłopotów płynnościowych już agresywnie, zaś odwrotnie Wistil S.A. z sektora odzieżowego. W sektorach najbardziej konserwatywnych, tj. odzieżowym, elektromaszynowym i materiałów budowlanych, najmniej było spółek z ASZKO (mniej niż 10%), a najwięcej z ZSZKO (ponad 60%).

Czwarty z najbardziej zachowawczych sektorów pod kątem realizowanych SZKO, tj. metalowy, miał niższy udział spółek o konserwatywnym profilu strategii, ale też niewielki z ASZKO – jedynie dwie (10%), z czego tylko jedna z nich miała średnią wyższą niż 1,50. Dla porównania, w sektorze chemiczno-farmaceutycznym, w którym również 50% spółek prowadziło ZSZKO, aż 17% realizowało SA, przy czym aż 75% z nich (3 z 4) miało bardzo wysokie średnie (powyżej 1,50). Sektorami z najwyższymi udziałami spółek o ASZKO były sektory medialno-telekomunikacyjny, spożywczy oraz wyrobów papierniczych i tworzyw sztucznych. Udział podmiotów z SZ pozostawał przy tym często dość wysoki. W sektorze medialno-telekomunikacyjnym wynosił on aż 43%, ale przy niewielkiej liczbie spółek z SU (22%) i dużej z SA (35%), co może świadczyć o tym, że w tej branży niedobór kapitału obrotowego skutkuje od razu kłopotami płynnościowymi.

Ocena SZKO wg kryterium zapotrzebowania ma kapitał obrotowy z perspektywy potrzeb operacyjnych i pieniężnych wykazała, że w sektorach odzieżowym i metalowym wszystkie badane spółki prowadziły ZSZKO. Również w pozostałych sektorach o najbardziej konserwatywnych profilach taktyk, tj. elektromaszynowym i materiałów budowlanych, występował bardzo duży (ponad 90%) udział podmiotów o strategiach defensywnych. Sektorami o najbardziej agresywnych profilach SZKO okazały się sektory: medialno-telekomunikacyjny, wyrobów papierniczych i tworzyw sztucznych oraz spożywczy. Pomimo że w pierwszym z wymienionych sektorów taktyki były w początkowym okresie badawczym konserwatywne, to skala agresywności zarządzania w kolejnych latach spowodowała, że w podsumowaniu całego okresu aż 35% spółek miało strategię inną niż SZ. Tak wysoki udział wyróżnia ten sektor spośród innych – łącznie jedynie 15% podmiotów ze wszystkich sektorów prezentowało w tym podejściu SZKO odmienną niż konserwatywna.

Badanie SZKO wg kryterium zapotrzebowania ma kapitał obrotowy z perspektywy prowadzonej działalności operacyjnej wykazało, że w każdym z sektorów udział spółek z ZSZKO przekraczał 30% (najwyższy dla sektora elektromaszynowego – aż 69%). Udział podmiotów o takich strategiach był przeważający dla sześciu sektorów, w tym medialno-telekomunikacyjnego, który pod koniec okresu badawczego charakteryzował się najbardziej agresywnym profilem pod względem realizowanych TZKO i miał drugą najwyższą średnią identyfikującą rodzaj strategii. Przyczyną takiego stanu rzeczy był wysoki udział spółek z ASZKO (ponad 30% – najwyższy wśród sektorów). Świadczy to o dużym zróżnicowaniu realizowanych SZKO w obrębie sektora. Oprócz sektora medialno-telekomunikacyjnego, do sektorów o najbardziej ofensywnych SZKO należały sektory: spożywczy oraz wyrobów papierniczych i tworzyw sztucznych, w których występowały dość niskie udziały spółek z SZ (nie więcej niż 35%) oraz znaczne z SA (ponad 20%) przy wysokich średnich punktowych. Najbardziej defensywne były trzy sektory o najniższych średnich, tj. elektromaszynowy, materiałów budowlanych i odzieżowy, w których najwięcej było spółek SZ, a najmniej z SA.

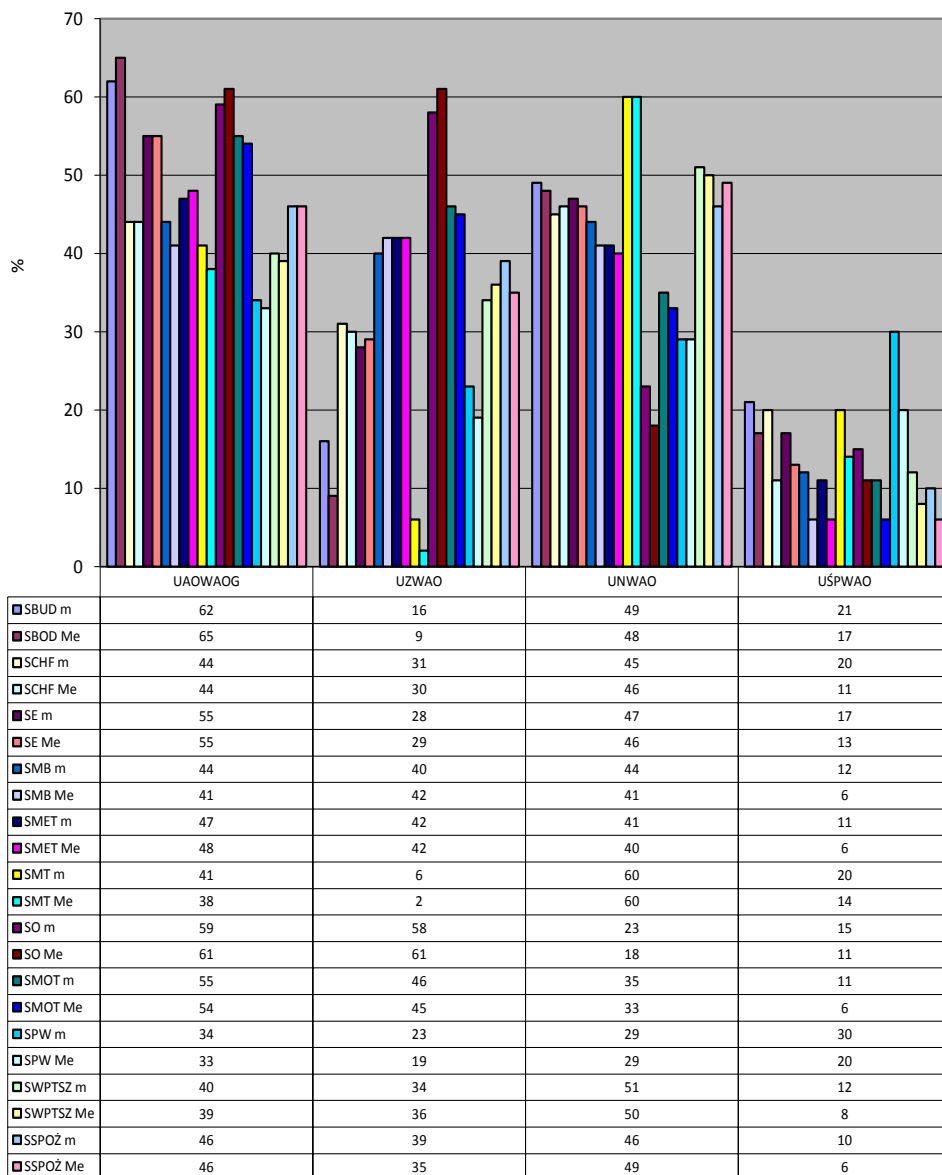
Badanie SZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy z perspektywy realizowanej sprzedaży wykazało, że najbardziej defensywnymi sektorami są sektory elektromaszynowy i materiałów budowlanych, w których były najwyższe udziały spółek z ZSZKO, przy jednoczesnym braku lub śladowej liczbie podmiotów z ASZKO. Strategie defensywne dominowały także w sektorze odzieżowym, metalowym i budowlanym, przy którym można dojść do wniosku, że problemem dla spółek było nie tyle zgromadzenie kapitału obrotowego na poczet realizacji przyszłych kontraktów, ile zagwarantowanie sobie wypłacalności na wypadek takich zdarzeń jak brak terminowej ściągalsności należności czy wzrost cen materiałów budowlanych. Sektorami z największą liczbą spółek o ASZKO były sektory: medialno-telekomunikacyjny, poszukiwawczo-wydobywczy oraz chemiczno-farmaceutyczny. Na uwagę zasługuje wysoki udział spółek z ASZKO w sektorze chemiczno-farmaceutycznym, o czym zaważyła duża niejednorodność sektora.

Zestawiając ze sobą typy prowadzonych SZKO w poszczególnych sektorach, z danych perspektyw zauważalna jest ich znaczna zbieżność, szczególnie pomiędzy:

- SZKO wg kryterium wypłacalności a SZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy z perspektywy prowadzonej działalności operacyjnej oraz
- SZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy z perspektywy potrzeb operacyjnych i pieniężnych a SZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy z perspektywy realizowanej sprzedaży.

4.2.3. Struktura aktywów przedsiębiorstw a zarządzanie kapitałem obrotowym w układzie branżowym

Badanie zależności pomiędzy elementami struktury a sposobami sterowania kapitałem obrotowym przeprowadzono w odniesieniu do przyjmowanych TZKO. Takie podejście wynikało z założenia, że SZKO stanowi sumaryczne połączenie przyjmowanych taktyk. Składniki struktury podzielono przy tym na aktywne i pasywne. Spośród elementów struktury aktywów, szczegółowej eksploracji poddano relacje pomiędzy TZKO a wskaźnikami udziału aktywów obrotowych w aktywach ogółem, zapasów w aktywach obrotowych, należności krótkoterminowych w aktywach obrotowych i środków pieniężnych w aktywach obrotowych. W pierwszej kolejności zidentyfikowano, jak przedsiębiorstwa kształtowały wymienione powyżej indeksy struktury aktywów. Zgodnie z danymi zaprezentowanymi na wykresie 4.1 w poszczególnych sektorach utrzymywano najczęściej dość wysoki udział aktywów obrotowych w aktywach ogółem, który w przypadku czterech sektorów przekraczał 50%.



gdzie: m – średnia, Me – mediana.

Wykres 4.1. Struktura aktywów przedsiębiorstw w poszczególnych sektorach
Źródło: opracowanie własne.

Sektorem z największym średnim udziałem aktywów obrotowych w sumie bilansowej był budowlany, co spowodowane było wysokimi stanami należności, związanymi ze specyfiką fakturowania, jak również koniecznością przedkładania kaucji gwarancyjnych dobrego wykonania zamówienia oraz rękojmi, wykazywanych w pozycji „inne należności”. Inna przyczyna posiadania znacznych poziomów aktywów obrotowych była natomiast w sektorach odzieżowym i motoryzacyjnym, w których to prowadzona działalność produkcyjna i handlowa wymaga utrzymywania wysokich zapasów handlowych, które w znaczący sposób stanowią o konkurencyjności przedsiębiorstw.

Najniższe wskaźniki udziałów aktywów obrotowych w aktywach ogółem (w granicach 30–40%) występowały w sektorach medialno-telekomunikacyjnym, poszukiwawczo-wydobywczym oraz wyrobów papierniczych i tworzyw sztucznych, a więc tych, które wymagają wysokich nakładów na specjalistyczny majątek trwały w postaci maszyn bądź zakładów produkcyjnych. W zakresie wskaźnika udziału zapasów w sumie bilansowej zauważalne są natomiast zdecydowanie niższe poziomy w sektorze medialno-telekomunikacyjnym oraz budowlanym w porównaniu do innych sektorów (mniej niż 20%). Wobec usługowego charakteru działalności, w pierwszym z wymienionych sektorów nie występowało zapotrzebowanie na utrzymywanie zapasów magazynowych, zaś w drugim ograniczone było jedynie do zapasów materiałowych. Poza sektorem odzieżowym i poszukiwawczo-wydobywczym zauważalny był też istotny udział należności w aktywach obrotowych. W obu przypadkach jest to uzasadnione znacznym udziałem sprzedaży detalicznej. Dla większości sektorów typowe były też niskie wartości wskaźnika udziału środków pieniężnych w aktywach obrotowych (poniżej 20%). Taki stan rzeczy wynika z chęci maksymalizacji wykorzystania posiadanego majątku przez spółki.

Badanie istotności pomiędzy wskaźnikami struktury aktywów przedsiębiorstw a TZKO przeprowadzono z wykorzystaniem testów dla porównań grup niezależnych, które stanowiły spółki z danymi TZKO (zob. tabela 4.6). Stosowano alternatywnie:

- parametryczne jednoczynnikowe testy analizy wariancji ANOVA wraz z testem post-hoc Tukeya dla potwierdzenia istotności związku, gdy występowały trzy grupy TZKO oraz spełniane były założenia o parametryczności rozkładu,
- nieparametryczne testy Kruskala-Wallisa wraz z testem post-hoc Conovera z poprawką Hochberga, gdy występowały trzy TZKO i nie były spełniane założenia o parametryczności rozkładu,
- parametryczne testy t-Studenta dla porównań dwóch grup niezależnych, gdy występowały jedynie dwie grupy TZKO oraz były spełniane założenia o parametryczności rozkładu,

- nieparametryczne testy U-Manna Whitneya dla porównań dwóch grup niezależnych, gdy występowały jedynie dwie grupy TZKO oraz nie były spełniane założenia o parametryczności rozkładu.

Z wymienionych testów najczęściej wykorzystywano test Kruskala-Wallisa, który jest zaliczany do grupy testów rangowych. Za jego pomocą bada się równość dystrybuant w danych populacjach. Weryfikacji poddano następujące hipotezy:

H₀ – istnieje równość rozkładów w porównywanych grupach (tj. niezależnie od wartości wskaźnika struktury aktywów taktyka zarządzania nie ulega zmianie),

H₁ – nie istnieje równość rozkładów w porównywanych grupach (tj. w zależności od wartości wskaźnika struktury aktywów taktyka zarządzania może ulec zmianie).

Wartość statystyki testowej wyznaczana jest według następującego wzoru:

$$t = \frac{12}{n \times (n + 1)} \sum_{j=1}^k \times \left(R'_j - \frac{n + 1}{2} \right)^2$$

$$R'_j = \frac{1}{n_j} \sum_{i=1}^k R_{ij}$$

gdzie:

n – liczebność wszystkich grup,

R_{ij} – suma rang w i-tej grupie,

n_i – liczebność i-tej grupy.

Hipotezę zerową odrzucano każdorazowo, gdy wartość p była niższa od 0,05. Z uwagi na to, że sama analiza wariancji nie określa pomiędzy którymi grupami występują różnice w przypadku ich stwierdzenia, stąd też wykonywano dodatkowe badanie testami post-hoc. Wyboru testu post-hoc dokonano tak, aby jego moc była największa. W sytuacji, gdy otrzymane wyniki wskazywały na zasadność odrzucenia H₀, to wówczas celem określenia siły związku wyliczono współczynniki rang Spearmana, traktując TZKO jako zmienne na skali porządkowej.

Badanie *struktury aktywów względem TZKO wg kryterium wypłacalności* wykazało, że najsilniej wpływającą zmienną na TZKO był wskaźnik struktury udziału aktywów obrotowych w aktywach ogółem. Związek pomiędzy wskaźnikiem a rodzajem TZKO był istotny aż dla 10 z 11 sektorów. Siła związku różniła się znacząco w zależności od sektora (od 20 do 50%), przy czym była ona największa w przypadku sektorów, których średni udział aktywów obrotowych w sumie bilansowej był najniższy. Korelacja była ujemna, co oznacza, że im wyższy był udział aktywów obrotowych w sumie aktywów, tym bardziej zachowawczy był rodzaj prowadzonej TZKO. Niewielki był natomiast wpływ poziomu wskaźników

udziału zapasów w aktywach obrotowych na TZKO – istotność relacji odnotowana była dla pięciu sektorów, ale korelacja była najczęściej nieznaczna z niejednoznacznym kierunkiem. Wskaźniki udziału należności i środków pieniężnych tworzyły natomiast najczęściej istotne relacje z miarami TZKO, ale ze słabą siłą związku.

Ocena struktury aktywów względem TZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy z perspektywy potrzeb operacyjnych i pieniężnych potwierdziła istotność relacji pomiędzy wskaźnikiem udziału zapasów w sumie aktywów obrotowych a taktyką zarządzania kapitałem obrotowym, która jednak była bardzo niewielka (odnotowana jedynie w przypadku pięciu sektorów, przy każdorazowej wartości bezwzględnej siły związku poniżej 0,3).

W odróżnieniu od relacji z TZKO wg kryterium wypłacalności, znacznie mniejsza była w tym podejściu zależność pomiędzy rodzajem TZKO a wskaźnikami udziału należności oraz środków pieniężnych w aktywach obrotowych. Związek pomiędzy TZKO a udziałem należności w aktywach bieżących ogółem był istotny jedynie w sześciu sektorach. Współczynnik korelacji tylko dla dwóch sektorów przekroczył poziom $|0,2|$. Podobnie jak i przy poprzedniej perspektywie, siła związku była dodatnia, co oznaczało, że wzrost udziału należności w sumie aktywów obrotowych przekładał się na bardziej ofensywną TZKO. W przypadku relacji pomiędzy wskaźnikiem udziału środków pieniężnych w aktywach obrotowych a TZKO, istotność związku została zidentyfikowana tylko w pięciu sektorach, ale współczynnik korelacji aż czterokrotnie przekraczał $|0,2|$.

Relacje *wskaźników struktury aktywów z TZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy z perspektywy prowadzonej działalności operacyjnej* nie odbiegały znacząco od zależności pomiędzy analogicznymi wyznaczonymi z innych perspektyw TZKO. Silny charakter zależności był pomiędzy TZKO a wskaźnikami udziału aktywów obrotowych w aktywach ogółem. W odróżnieniu od poprzednich podejść, aż dla dwóch sektorów (elektromaszynowego i odzieżowego) zidentyfikowany został brak istotności związku. Mierzone współczynnikiem korelacji siły relacji w pozostałych sektorach były znaczące, z zachowanymi głównymi charakterystykami w zakresie sektorów o największej sile związku (do takich sektorów dołączył sektor chemiczno-farmaceutyczny). Uwagę zwraca jeszcze mniejsza istotność związku pomiędzy wskaźnikiem udziału zapasów w aktywach obrotowych a rodzajem TZKO – w przypadku aż dziewięciu sektorów zastosowane testy nie potwierdziły istotności relacji. Jednocześnie w sektorach, w których wystąpiła istotność relacji, zależność była niewielka, ale zauważalna (współczynnik korelacji z przedziału $|0,2| - |0,4|$). Podobnie jak we wcześniejszych podejściach, związek pomiędzy wskaźnikiem udziału należności w sumie aktywów obrotowych a TZKO był stosunkowo niewielki – istotność relacji wystąpiła jedynie w pięciu sektorach, zaś współczynnik korelacji rang Spearmana wskazywał na niską, ale wyraźną zależność o dodatnim charakterze. Podobny kształt miało oddziaływanie na rodzaj TZKO wskaźnika udziału środków

pieniężnych w aktywach obrotowych. Istotność relacji wystąpiła w przypadku czterech sektorów. Były to te same sektory, dla których istotność związku występowała także i przy innych perspektywach, z których wyznaczano TZKO. W każdym przypadku korelacja była ujemna, co należy interpretować w ten sposób, że wzrost udziału środków pieniężnych w sumie aktywów obrotowych przekładał się na bardziej konserwatywny rodzaj prowadzonej TZKO. Wartość współczynnika korelacji tylko w jednym sektorze była umiarkowana, zaś w pozostałych sektorach – niska.

Współzależności pomiędzy *strukturą aktywów a TZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy z perspektywy realizowanej sprzedaży* również były zbliżone do relacji przy zastosowaniu innych podejść TZKO. Przeprowadzone testy potwierdziły, że nie istnieje równość rozkładu rodzajów TZKO z rozkładem wskaźników udziału aktywów obrotowych w aktywach ogółem w 10 z 11 sektorów (z wyjątkiem sektora elektromaszynowego). W aż sześciu sektorach, wartość bezwzględna WKR Spearmana mieściła się w przedziale $<|0,4| - |0,6|>$, co świadczy o umiarkowanej sile związku. Rozkład sektorów w zależności od siły oddziaływań nie różnił się istotnie od zidentyfikowanego przy wykorzystaniu innych podejść.

Bardzo słaba pozostawała także istotność oraz siła związku wskaźnika udziału zapasów w aktywach obrotowych względem TZKO. WKR Spearmana dały pozytywne wyniki jedynie dla pięciu sektorów, przy czym tylko w jednym siła relacji była większa niż słaba. W poszczególnych sektorach różny był kierunek oddziaływania. Dodatni znak współczynnika korelacji w sektorze odzieżowym może oznaczać, że spółki z tego sektora miały problemy ze zbytem towarów, co generowało dodatkowe zapotrzebowanie na kapitał obrotowy. Ujemna wartość wskaźnika w sektorze motoryzacyjnym mogła oznaczać, że wzrost zapasów idzie w parze ze wzrostem płynności przedsiębiorstw. Dodatni współczynnik korelacji był otrzymywany w każdym przypadku dla relacji pomiędzy wskaźnikiem udziału należności w aktywach obrotowych a rodzajem TZKO. W przypadku czterech sektorów, siła związku była umiarkowana (sektory: wyrobów papierniczych i tworzyw sztucznych, motoryzacyjny, medialno-telekomunikacyjny i elektromaszynowy), zaś w sześciu sektorach była słaba. Tylko w jednym sektorze związek okazał się być nieistotny statystycznie. Istotność relacji we wszystkich sektorach została natomiast potwierdzona dla relacji pomiędzy wskaźnikiem udziału środków pieniężnych w aktywach obrotowych a rodzajem TZKO. Korelacja była najczęściej dość słaba – jedynie w dwóch sektorach miała ona umiarkowany charakter (elektromaszynowym i odzieżowym), zaś w przypadku jednego (wyrobów papierniczych i tworzyw sztucznych) była nawet wysoka.

Tabela 4.6. Struktura aktywów a TZKO wg kryterium: (1) wypłacalności; (2) potrzebowania na kapitał obrotowy z perspektywy; (3) potrzeb operacyjnych i pieniężnych, (4) prowadzonej działalności operacyjnej, (5) realizowanej sprzedaży w latach 2007–2015

Sektory	(1)			(2)			(3)			(4)						
	UAOWAOG	UZWAO	UNWAO	UAOWAOG	UZWAO	UNWAO	UAOWAOG	UZWAO	UNWAO	UAOWAOG	UZWAO	UNWAO	USPWAO			
SBUD	WT Kruskala-Wallis	0,00	0,51	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00	0,27	0,00	0,00	0,12	0,00	0,00	
	PZI post-hoc	tak	n/a	tak	tak	tak	tak	tak	tak	n/a	tak	tak	tak	n/a	tak	tak
SCHF	wartość WKR Spearmana	-0,29	n/a	0,27	-0,21	-0,32	-0,05	0,19	-0,18	-0,23	0,23	-0,33	n/a	0,32	-0,29	0,00
	WT Kruskala-Wallis	0,00	0,09	0,01	0,00	0,00	0,87	0,12	0,15	0,00	0,10	0,29	0,78	0,00	0,03	0,00
SE	PZI post-hoc	tak	n/a	tak	tak	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	tak	tak	tak	tak
	wartość WKR Spearmana	-0,50	n/a	0,18	-0,23	-0,45	n/a	n/a	n/a	0,14	0,20	0,97	0,00	0,13	0,13	0,00
SMB	WT Kruskala-Wallis	0,11	0,00	0,00	0,00	0,11	0,00	0,00	0,00	0,43	0,20	0,97	0,00	0,13	0,13	0,00
	PZI post-hoc	n/a	tak	tak	tak	n/a	tak	tak	tak	n/a	n/a	n/a	tak	n/a	n/a	tak
SMET	wartość WKR Spearmana	n/a	-0,17	0,32	-0,43	n/a	0,08	0,17	0,62	0,00	0,11	0,00	0,36	0,01	0,03	0,01
	WT Kruskala-Wallis	0,01	0,26	0,01	0,05	0,00	0,13	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0,44
SMT	PZI post-hoc	tak	n/a	tak	nie	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	nie	n/a	tak	nie	tak
	wartość WKR Spearmana	-0,21	n/a	0,26	n/a	-0,26	n/a	n/a	n/a	-0,25	n/a	n/a	n/a	-0,19	n/a	0,28
SMOT	WT Kruskala-Wallis/ANOVA	0,00	0,6	0,02	0,00	0,00	0,48	0,54	0,16	0,00	0,44	0,64	0,16	0,00	0,51	0,00
	PZI post-hoc	tak	n/a	tak	tak	tak	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	tak	n/a	tak
SPW	wartość WKR Spearmana	-0,29	n/a	0,19	-0,29	-0,31	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	-0,27	n/a	n/a	n/a	0,27
	WT Kruskala-Wallis/ANOVA	0,00	0,44	0,00	0,00	0,00	0,30	0,00	0,00	0,00	0,34	0,00	0,01	0,00	0,33	0,00
SSPOZ	PZI post-hoc	tak	n/a	tak	tak	tak	n/a	tak	tak	n/a	tak	tak	tak	n/a	tak	tak
	wartość WKR Spearmana	-0,50	n/a	0,41	-0,33	-0,52	n/a	0,31	-0,22	-0,52	n/a	0,33	-0,24	-0,52	n/a	0,48
SO	WT Kruskala-Wallis	0,01	0,00	0,38	0,00	0,01	0,80	0,08	0,10	0,07	0,48	0,58	0,19	0,00	0,00	0,94
	PZI post-hoc	tak	tak	n/a	tak	tak	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	tak	tak	n/a
SMOT	wartość WKR Spearmana	-0,25	0,37	n/a	-0,38	-0,16	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	-0,30	0,35	n/a
	WT Kruskala-Wallis/ANOVA	0,00	0,00	0,00	0,03	0,00	0,00	0,01	0,80	0,00	0,02	0,00	0,44	0,00	0,00	0,00
SPW	PZI post-hoc	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak
	wartość WKR Spearmana	-0,46	-0,23	0,45	-0,10	-0,38	-0,25	0,20	0,00	-0,36	-0,23	0,24	n/a	-0,43	-0,17	0,44
SWPTSZ	WT Kruskala-Wallis	0,00	0,01	0,00	0,00	0,14	0,07	0,00	0,00	0,00	0,00	0,24	0,18	0,00	0,00	0,00
	PZI post-hoc	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak
SSPOZ	wartość WKR Spearmana	-0,47	0,07	0,34	-0,31	-0,47	-0,13	n/a	-0,22	-0,37	-0,29	n/a	n/a	-0,41	0,18	0,36
	WT Kruskala-Wallis/ANOVA	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00	0,11	0,00	0,00	0,00	0,45	0,00	0,00	0,00	0,01	0,00
SSPOZ	PZI post-hoc	tak	tak	tak	tak	tak	n/a	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak
	wartość WKR Spearmana	-0,53	0,13	0,5	-0,68	-0,55	n/a	0,37	-0,49	-0,53	n/a	tak	tak	-0,45	-0,51	0,13
SSPOZ	WT Kruskala-Wallis/ANOVA	0,00	0,06	0,00	0,00	0,00	0,01	0,01	0,66	0,00	0,12	0,01	0,37	0,00	0,33	0,00
	PZI post-hoc	tak	n/a	tak	tak	tak	tak	tak	n/a	tak	n/a	tak	n/a	tak	n/a	tak
SSPOZ	wartość WKR Spearmana	-0,50	n/a	0,26	-0,16	-0,48	-0,17	0,18	n/a	n/a	0,19	n/a	n/a	-0,43	n/a	0,31

Źródło: opracowanie własne.

4.2.4. Struktura kapitałowa przedsiębiorstw a zarządzanie kapitałem obrotowym w układzie branżowym

W celu określenia zależności pomiędzy strukturą kapitału obrotowego od strony pasywnej a sposobami zarządzania nim, zbadano relacje pomiędzy poszczególnymi wskaźnikami struktury kapitałowej a TZKO, analogicznie jak to miało miejsce przy eksploracji wpływu wskaźników struktury aktywów na TZKO. Badaniem objęto relacje TZKO ze wskaźnikami udziału: kapitału własnego w pasywach ogółem, kapitału stałego w pasywach ogółem i zobowiązań krótkoterminowych w zobowiązaniach ogółem.

Analizę współzależności rozpoczęto od zdefiniowania średnich wartości wymienionych wskaźników w sektorach (zob. wykres 4.2). Na podstawie badania można zauważyć, że spółki utrzymywały względnie stabilny udział kapitału własnego w sumie bilansowej z przedziału <40–60%>. Najwyższe udziały własnych źródeł finansowania występowały w sektorach medialno-telekomunikacyjnym, elektromaszynowym oraz materiałów budowlanych, zaś najniższe w sektorach: budowlanym, motoryzacyjnym oraz spożywczym.

Sektorem z największym udziałem kapitału stałego w strukturze kapitałowej był sektor poszukiwawczo-wydobywczy. Powyższe obrazuje, jak w tym sektorze ważne jest posiadanie dostępu do zewnętrznej długoterminowej bazy kapitałowej, mając na uwadze ograniczone – w stosunku do potrzeb – zasoby kapitałowe. Jednocześnie, właśnie w tym sektorze udział zobowiązań krótkoterminowych w zobowiązaniach ogółem był najniższy (średnio 50%). Może to świadczyć o trudnościach, jakie miały spółki z tego sektora w pozyskiwaniu krótkoterminowych źródeł finansowania. Innym sektorem, w którym utrzymywane były dość wysokie udziały kapitału stałego w strukturze pasywów, pomimo relatywnie niewielkiego kapitału własnego, był sektor chemiczno-farmaceutyczny. Zdecydowanie najniższy udział kapitału stałego w pasywach ogółem odnotowany został w sektorze budowlanym, który był jedynym sektorem z udziałem niższym niż 60%. W dużej mierze jest to konsekwencją krótszego niż rok okresu realizacji wielu kontraktów podejmowanych przez spółki budowlane, co powoduje krótkoterminowe potrzeby kapitałowe pod tzw. „kontrakt”. Z tego m.in. względu właśnie w tym sektorze występowała najwyższa mediana udziału zobowiązań krótkoterminowych w zobowiązaniach ogółem (85%). Wysokie udziały zobowiązań bieżących w sumie zobowiązań miały miejsce także w sektorach elektromaszynowym oraz odzieżowym, a więc w tych sektorach, w których przedsiębiorstwa, utrzymywały najwyższe relacje aktywów obrotowych do aktywów ogółem.

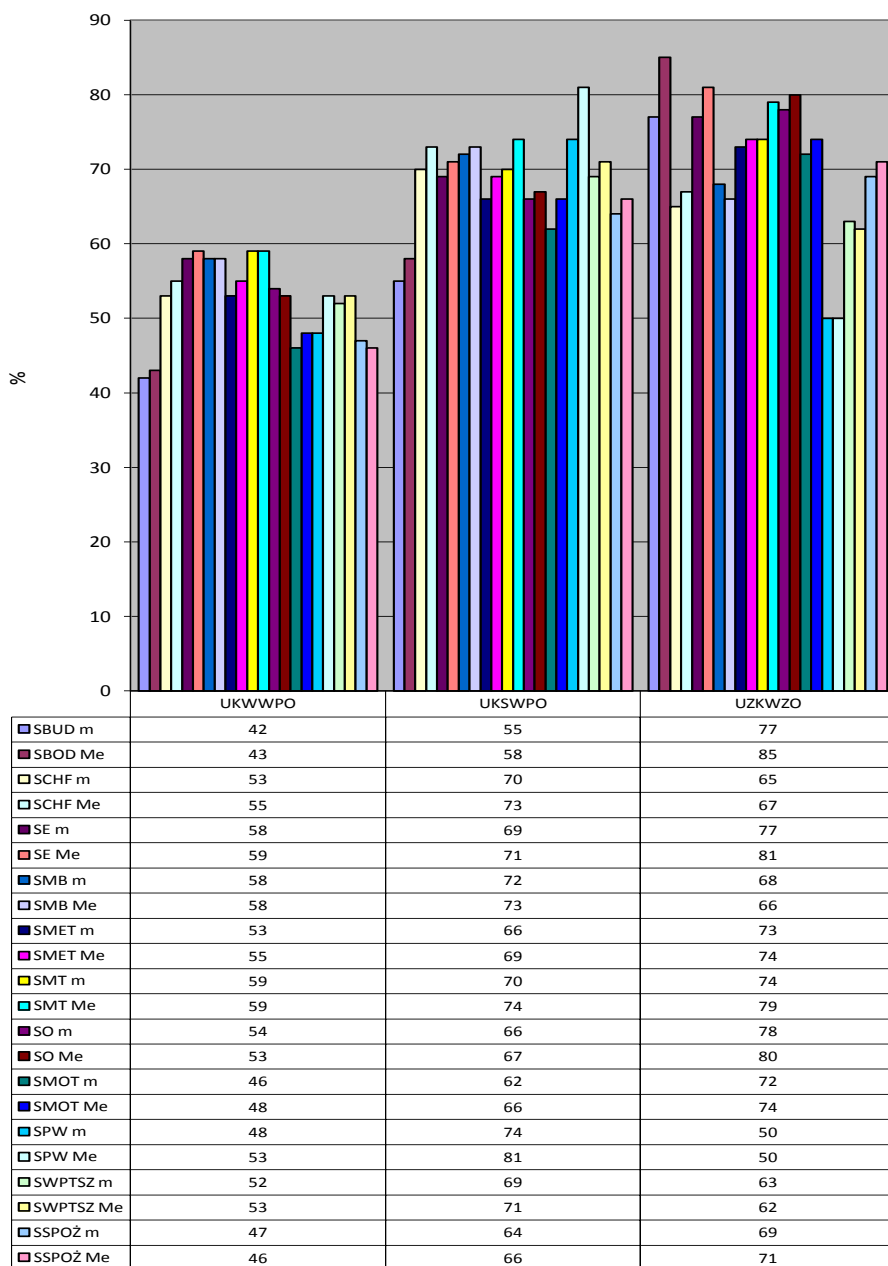
Relacje pomiędzy wskaźnikami struktury pasywów a poszczególnymi rodzajami TZKO w latach 2007–2015 przedstawia tabela 4.7.

TZKO wg kryterium wypłacalności we wszystkich sektorach utworzyły istotne statystycznie związki ze wskaźnikami udziału kapitału własnego oraz kapitału stałego w pasywach ogółem. Korelacja dla obu zależności w wielu sektorów była znaczna, o czym świadczyły WKR Spearmana przekraczające wartość $|0,60|$. Kierunek oddziaływania był każdorazowo ujemny, co oznacza, że wzrost poziomu kapitału własnego lub stałego w sumie bilansowej przyczyniał się do mniej agresywnej TZKO. Znacznie słabszy był związek TZKO ze wskaźnikiem udziału zobowiązań krótkoterminowych w zobowiązaniach ogółem.

Relacje pomiędzy wskaźnikami struktury pasywów a TZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy z perspektywy potrzeb operacyjnych i pieniężnych były silne niemniej słabsze niż wtedy, gdy TZKO wyznaczano wg kryterium wypłacalności. Wymienione związki były istotne statystycznie dla wszystkich sektorów poza sektorem materiałów budowlanych, w którym nie wystąpiła istotność dla relacji TZKO z miarą udziału kapitału własnego w pasywach ogółem. Współczynniki korelacji przyjmowały niskie bądź umiarkowane poziomy. Wskaźniki udziału zobowiązań krótkoterminowych w zobowiązaniach ogółem tworzyły zaś istotne statystycznie relacje z TZKO tylko w przypadku czterech sektorów, dla których współczynniki korelacji były na śladowym poziomie.

Związki TZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy z perspektywy prowadzonej działalności operacyjnej ze wskaźnikami struktury kapitałowej miały bardzo zbliżony charakter do relacji, jakie miary struktury pasywów tworzyły z TZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy z potrzeb operacyjnych i pieniężnych. Poza sektorem materiałów budowlanych, wskaźniki udziału kapitału własnego i kapitału stałego w pasywach ogółem były istotne statystycznie dla rodzaju TZKO. Siła korelacji była niska lub umiarkowana. Wskaźniki udziału zobowiązań krótkoterminowych w zobowiązaniach ogółem tylko dla dwóch sektorów tworzyły istotne statystycznie relacje z TZKO, przy czym siła związków dla tych sektorów była słaba.

Relacje wskaźników struktury pasywów z TZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy z perspektywy realizowanej sprzedaży były porównywalne do utworzonych z TZKO wg kryterium wypłacalności. Wskaźniki udziału kapitału własnego i kapitału stałego w sumie pasywów wykazywały istotność statystyczną względem TZKO we wszystkich sektorach. Poziomy otrzymanych współczynników korelacji świadczyły o wysokiej lub co najmniej umiarkowanej zależności. Indeksy udziału zobowiązań krótkoterminowych w sumie zobowiązań jedynie w czterech sektorach były istotne statystycznie wobec TZKO, przy czym siła korelacji była mała.



Wykres 4.2. Struktura pasywów przedsiębiorstw w poszczególnych sektorach

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 4.7. Struktura pasywów a TZKO wg kryterium: (1) wyplacalności; (2) zapotrzebowania na kapitał obrotowy z perspektywy: (2) potrzeb operacyjnych i pieniężnych, (3) prowadzonej działalności operacyjnej, (4) realizowanej sprzedaży w latach 2007–2015

Sektory	Testy	(1)			(2)			(3)			(4)		
		UKWPO	UKSWPO	UZKZWO	UKWPO	UKSWPO	UZKZWO	UKWPO	UKSWPO	UZKZWO	UKWPO	UKSWPO	UZKZWO
SBUD	WT Kruskala-Wallis	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,21	0,00	0,00	0,00
	PZT post-hoc	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak
SCHF	WWKR Spearmana	-0,65	-0,49	-0,21	-0,36	-0,23	-0,09	-0,38	-0,26	n/a	-0,60	-0,43	-0,20
	WT Kruskala-Wallis	0,00	0,00	0,21	0,00	0,00	0,791	0,00	0,00	0,802	0,00	0,00	0,10
SE	PZT post-hoc	tak	tak	n/a	tak	tak	n/a	tak	tak	n/a	tak	tak	n/a
	WWKR Spearmana	-0,61	-0,54	n/a	-0,46	-0,35	n/a	-0,43	-0,336	n/a	-0,64	-0,57	n/a
SMB	WT Kruskala-Wallis	0,00	0,00	0,006	0,00	0,00	0,02	0,00	0,00	0,95	0,00	0,00	0,35
	PZT post-hoc	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak	n/a
SMET	WWKR Spearmana	-0,69	-0,73	0,19	-0,26	-0,23	0,01	-0,25	-0,22	n/a	-0,62	-0,63	n/a
	WT Kruskala-Wallis	0,00	0,00	0,00	0,06	0,02	0,22	0,45	0,03	0,17	0,00	0,00	0,00
SMT	PZT post-hoc	tak	tak	tak	n/a	tak	n/a	n/a	n/a	tak	tak	tak	tak
	WWKR Spearmana	-0,37	-0,54	0,29	n/a	-0,21	n/a	n/a	-0,22	n/a	-0,39	-0,54	0,30
SMT	WT Kruskala-Wallis lub WT U-Manna Whitney'a/T-STUDENTA	0,00	0,00	0,03	0,00	0,00	0,15	0,00	0,00	0,09	0,00	0,00	0,04
	PZT post-hoc	tak	tak	nie	tak	tak	n/a	n/a	n/a	n/a	tak	tak	nie
SO	WWKR Spearmana	-0,64	-0,69	n/a	-0,39	-0,36	n/a	-0,37	-0,35	n/a	-0,63	-0,69	n/a
	WT Kruskala-Wallis	0,00	0,00	0,12	0,00	0,01	0,19	0,00	0,01	0,25	0,00	0,00	0,10
SMOT	PZT post-hoc	tak	tak	n/a	tak	tak	n/a	tak	tak	n/a	tak	tak	n/a
	WWKR Spearmana	-0,47	-0,35	n/a	-0,34	-0,23	n/a	-0,33	-0,23	n/a	-0,48	-0,37	n/a
SPW	WT Kruskala-Wallis	0,00	0,00	0,43	0,00	0,00	0,03	0,00	0,00	0,20	0,00	0,00	0,49
	PZT post-hoc	tak	tak	n/a	tak	tak	tak	tak	tak	n/a	tak	tak	n/a
SWPTSZ	WWKR Spearmana	-0,67	-0,64	n/a	-0,38	-0,32	0,10	-0,42	-0,36	n/a	-0,68	-0,67	n/a
	WT Kruskala-Wallis/ANOVA	0,00	0,00	0,01	0,00	0,01	0,49	0,00	0,00	0,35	0,00	0,00	0,01
SSPOZ	PZT post-hoc	tak	tak	tak	tak	tak	n/a	tak	tak	n/a	tak	tak	n/a
	WWKR Spearmana	-0,52	-0,49	0,12	-0,46	-0,25	n/a	-0,45	-0,28	n/a	-0,56	-0,52	0,11
SWPTSZ	WT Kruskala-Wallis	0,00	0,00	0,22	0,00	0,00	0,10	0,01	0,00	0,02	0,00	0,00	0,17
	PZT post-hoc	tak	tak	n/a	tak	tak	n/a	tak	tak	tak	tak	tak	n/a
SSPOZ	WWKR Spearmana	-0,47	-0,51	n/a	-0,37	-0,37	n/a	-0,24	-0,30	0,21	-0,50	-0,55	n/a
	WT Kruskala-Wallis/ANOVA	0,00	0,00	0,18	0,00	0,00	0,33	0,00	0,00	0,63	0,00	0,00	0,08
SSPOZ	PZT post-hoc	tak	tak	n/a	tak	tak	n/a	tak	tak	n/a	tak	tak	n/a
	WWKR Spearmana	-0,68	-0,66	n/a	-0,42	-0,33	n/a	-0,45	-0,38	n/a	-0,66	-0,67	n/a
SSPOZ	WT Kruskala-Wallis/ANOVA	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00	0,02	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00	0,02
	PZT post-hoc	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak
WWKR Spearmana	-0,61	-0,76	0,202	-0,49	-0,53	0,16	-0,49	-0,55	0,163	-0,574	-0,68	0,17	

Źródło: opracowanie własne.

4.2.5. Rotacja majątku i zobowiązań przedsiębiorstw a zarządzanie kapitałem obrotowym

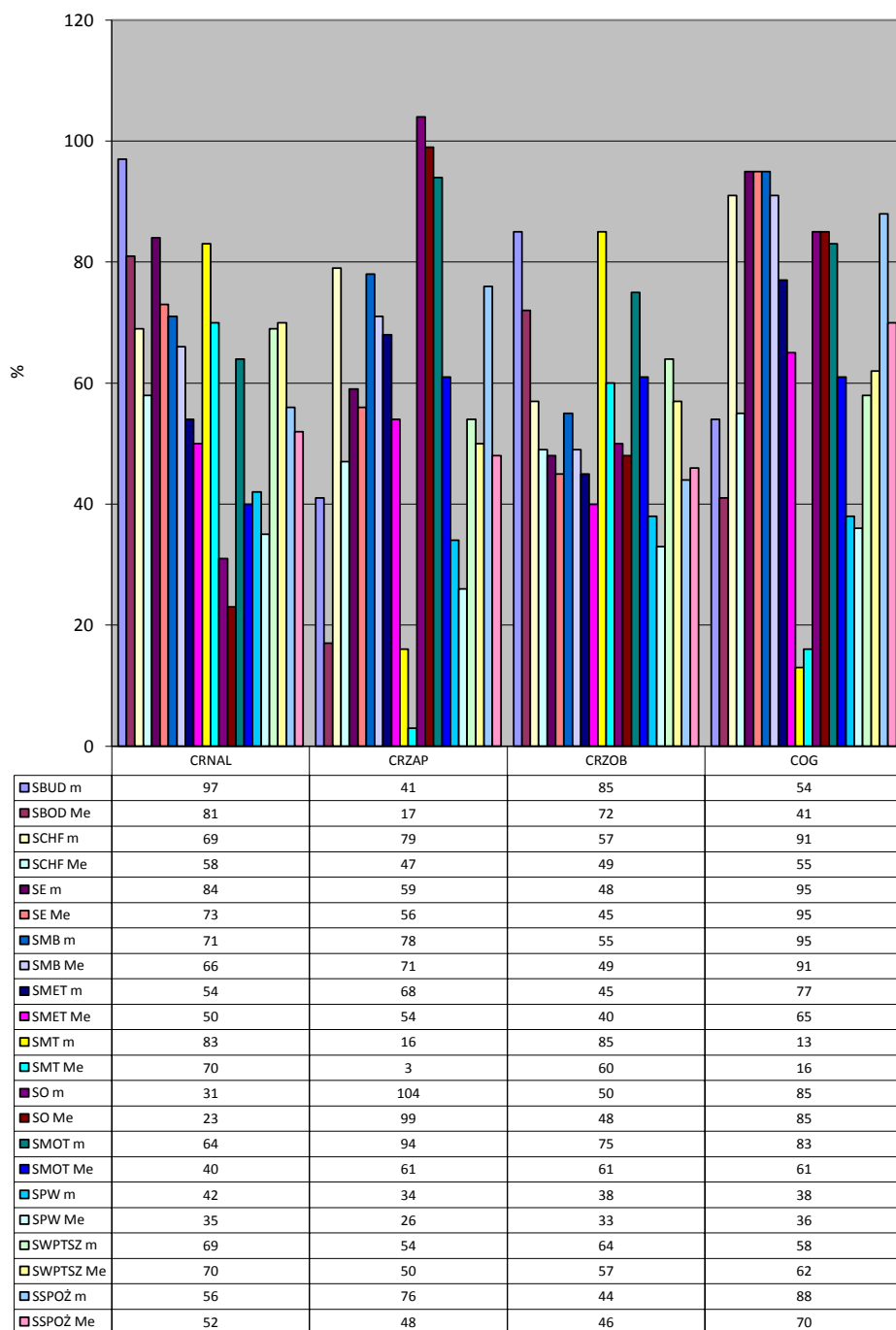
Ocena poszczególnych wskaźników struktury aktywów i pasywów oraz ich wpływu na TZKO nie powinna być dokonywana w oderwaniu od szybkości obrotu głównych operacyjnych składników aktywów obrotowych (zapasy oraz należności handlowe) oraz pasywów bieżących. W tym celu w pierwszej kolejności analizie poddano średnie poziomy cykli rotacji majątku oraz zobowiązań w każdym z analizowanych sektorów (zob. wykres 4.3).

W większości sektorów najwyższe wartości przyjmował cykl rotacji należności handlowych. Taka sytuacja miała miejsce w sektorach: budowlanym, elektromaszynowym, medialno-telekomunikacyjnym, poszukiwawczo-wydobywczym, wyrobów papierniczych i tworzyw sztucznych, chemiczno-farmaceutycznym i spożywczym. W przypadku znacznej części sektorów jest to uzasadnione, np. dla sektora budowlanego charakterystyczny jest wolny spływ należności, zaś w sektorze elektromaszynowym powszechnie stosowane są długie terminy płatności. Jednakże, długie cykle rotacji należności w sektorze medialno-telekomunikacyjnym oraz poszukiwawczo-wydobywczym mogły być pochodną dużych wahań po stronie realizowanego wolumenu przychodów ze sprzedaży. Pozytywnie należy ocenić, że w żadnym z sektorów mediana cyklu rotacji należności nie przekraczała 90 dni.

W sektorach, w których cykl rotacji należności nie był najdłuższy, najwyższe miary przyjmował cykl rotacji zapasów. Taka sytuacja dotyczyła sektorów: materiałów budowlanych, odzieżowego, motoryzacyjnego i metalowego, czyli tych, w których zapotrzebowanie na wysokie stany magazynowe jest największe i które odznaczały się najwyższymi udziałami zapasów w sumie aktywów obrotowych. Wskazuje się przy tym, że w sektorze odzieżowym średni cykl rotacji zapasów przekraczał 100 dni, co może wynikać też i z kłopotów z upłynnianiem zapasów pochodzących z poprzednich kolekcji.

Zastanawiający może być fakt, że cykl rotacji zobowiązań handlowych był najkrótszym spośród cykli. Świadczy to o występującym zapotrzebowaniu na pozaoperacyjne źródła finansowania, jak również o przyjmowanej przez spółki giełdowe pozycji dawcy kredytu kupieckiego. W wielu sektorach cykl rotacji zobowiązań handlowych nie był dopasowany do cyklu rotacji należności. Z kolei tam, gdzie występowała bliskość tych dwóch cykli oraz względnie krótki cykl rotacji zapasów, odnotowywany był wprawdzie krótki COG, ale towarzyszyły mu kłopoty przedsiębiorstw z bieżącym regulowaniem płatności (budowlanym czy medialno-telekomunikacyjnym). Z drugiej strony, w aż siedmiu sektorach mediana cyklu obrotu gotówki była dłuższa niż 60 dni, a w dwóch dłuższa niż 90 dni, co potwierdza wagę umiejętności pozyskiwania kapitału obrotowego.

Relacje pomiędzy cyklami rotacji a TZKO wg różnych kryteriów ujęto w tabeli 4.8.



Wykres 4.3. Cykle rotacji spółek w poszczególnych sektorach

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 4.8. Cykle rotacji a TZKO wg kryterium: (1) wypłacalności; zapotrzebowania na kapitał obrotowy z perspektywy; (2) potrzeb operacyjnych i pieniężnych, (3) prowadzonej działalności operacyjnej, (4) realizowanej sprzedaży w latach 2007–2015

Sektory	Testy	(1)				(2)				(3)				(4)			
		CRAP	CRZOB	COG	CRNAL	CRAP	CRZOB	COG	CRNAL	CRAP	CRZOB	COG	CRNAL	CRAP	CRZOB	COG	CRNAL
SBUD	WT Kruskala-Wallis	0,67	0,73	0,00	0,00	0,69	0,02	0,00	0,12	0,24	0,00	0,47	0,37	0,00	0,00	0,00	0,00
	PZT post-hoc	n/a	n/a	tak	tak	tak	tak	tak	n/a	n/a	tak	tak	tak	n/a	tak	tak	tak
SCHF	WWKR Spearmana	n/a	n/a	0,37	-0,32	n/a	-0,06	0,33	-0,27	n/a	0,34	-0,25	n/a	0,36	-0,18	0,00	-0,18
	WT Kruskala-Wallis	0,92	0,24	0,00	0,00	0,21	0,82	0,00	0,32	0,76	0,00	0,36	0,20	0,00	0,02	0,00	0,02
SE	PZT post-hoc	n/a	n/a	tak	tak	n/a	n/a	tak	n/a	n/a	tak	n/a	n/a	tak	tak	tak	tak
	WWKR Spearmana	n/a	n/a	0,32	-0,23	n/a	n/a	0,36	-0,22	n/a	0,32	n/a	n/a	n/a	0,27	-0,18	0,00
SMB	WT Kruskala-Wallis	0,63	0,00	0,00	0,00	0,61	0,01	0,38	0,27	0,33	0,70	0,28	0,03	0,00	0,00	0,03	0,00
	PZT post-hoc	n/a	tak	tak	tak	n/a	tak	n/a	n/a	n/a	n/a	tak	tak	tak	tak	tak	tak
SMET	WWKR Spearmana	n/a	-0,25	0,51	-0,37	n/a	0,02	n/a	n/a	n/a	n/a	-0,13	-0,14	0,49	-0,18	0,00	-0,18
	WT Kruskala-Wallis	0,17	0,73	0,00	0,30	0,15	0,35	0,00	0,01	0,28	0,29	0,01	0,37	0,16	0,37	0,00	0,41
SMT	PZT post-hoc	n/a	n/a	tak	n/a	n/a	Tak	tak	n/a	n/a	tak	n/a	n/a	tak	tak	tak	n/a
	WWKR Spearmana	n/a	n/a	0,35	n/a	n/a	n/a	0,29	-0,01	n/a	0,27	n/a	n/a	0,29	0,29	n/a	n/a
SO	WT Kruskala-Wallis	0,31	0,56	0,54	0,05	0,57	0,29	0,14	0,03	0,32	0,405	0,02	0,01	0,52	0,49	0,01	0,01
	PZT post-hoc	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	tak	n/a	n/a	tak	tak	n/a	n/a	n/a	tak
SMOT	WWKR Spearmana	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	-0,18	n/a	n/a	0,14	0,14	n/a	n/a	n/a	0,01
	WT Kruskala-Wallis	0,02	0,75	0,00	0,00	0,01	0,49	0,00	0,00	0,03	0,44	0,00	0,04	0,37	0,00	0,00	0,00
SPW	PZT post-hoc	tak	n/a	tak	tak	tak	n/a	tak	tak	tak	n/a	tak	nie	n/a	tak	tak	tak
	WWKR Spearmana	-0,19	n/a	0,36	-0,54	-0,2	n/a	0,28	-0,49	-0,19	n/a	0,26	-0,47	n/a	n/a	0,35	-0,49
SWPTSZ	WT Kruskala-Wallis	0,43	0,01	0,00	0,00	0,06	0,11	0,02	0,00	0,34	0,46	0,02	0,00	0,47	0,01	0,00	0,01
	PZT post-hoc	n/a	tak	tak	tak	n/a	n/a	tak	tak	n/a	n/a	tak	tak	n/a	tak	tak	tak
SSPOŻ	WWKR Spearmana	0,00	0,13	0,50	-0,24	n/a	n/a	0,19	-0,23	n/a	n/a	0,23	-0,26	n/a	0,13	0,48	-0,18
	WT Kruskala-Wallis	0,00	0,00	0,00	0,00	0,14	0,00	0,00	0,00	0,35	0,04	0,04	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
SPW	PZT post-hoc	tak	tak	tak	tak	n/a	tak	tak	tak	n/a	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak
	WWKR Spearmana	0,10	-0,20	0,44	-0,39	n/a	-0,27	0,27	-0,42	n/a	-0,20	0,32	-0,41	0,10	-0,14	0,45	-0,33
SSPOŻ	WT Kruskala-Wallis	0,15	0,11	0,02	0,96	0,03	0,22	0,00	0,25	0,00	0,00	0,33	0,17	0,01	0,05	0,57	0,00
	PZT post-hoc	n/a	n/a	tak	n/a	tak	n/a	tak	n/a	n/a	tak	n/a	n/a	n/a	tak	tak	n/a
SSPOŻ	WWKR Spearmana	0,02	0,02	0,00	0,00	0,38	0,01	0,00	0,00	0,25	0,09	0,00	0,02	0,01	0,21	0,00	0,00
	WT Kruskala-Wallis	tak	tak	tak	tak	n/a	tak	tak	tak	n/a	n/a	tak	tak	tak	tak	tak	tak
SSPOŻ	PZT post-hoc	-0,01	-0,29	0,57	-0,60	0,44	-0,25	0,45	-0,406	n/a	0,41	-0,43	-0,06	-0,30	0,56	-0,60	0,00
	WWKR Spearmana	0,54	0,01	0,00	0,00	0,44	0,00	0,00	0,67	0,02	0,00	0,00	0,09	0,04	0,00	0,00	0,00
SSPOŻ	PZT post-hoc	n/a	tak	tak	tak	n/a	tak	tak	tak	n/a	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak
	WWKR Spearmana	n/a	-0,20	0,50	-0,41	n/a	-0,22	0,34	-0,405	n/a	-0,18	0,36	-0,37	-0,15	0,43	-0,30	-0,30

Źródło: opracowanie własne.

Badanie związków *cykli rotacji z TZKO wg kryterium wypłacalności* wykazało słabe oddziaływanie cyklu rotacji należności oraz cyklu rotacji zapasów na TZKO – istotność statystyczną potwierdzono odpowiednio dla trzech oraz pięciu sektorów przy nieznacznej sile oraz niejednorodnym kierunku relacji. Dla przeciwwagi, cykl rotacji zobowiązań istotnie wpływał na rodzaj prowadzonej TZKO w 10 z 11 badanych sektorów, zaś w przypadku pięciu sektorów siła związku była umiarkowana. Jest to szczególnie interesujące, zwłaszcza jeśli weźmie się pod uwagę słabą zależność pomiędzy TZKO a wskaźnikiem udziału zobowiązań krótkoterminowych w zobowiązaniach ogółem, gdyż wskazuje, że nie tyle struktura zobowiązań, ile ich rotacja ma znaczenie dla TZKO. Z kolei cykl obrotu gotówki tworzył z TZKO istotny statystycznie związek w ośmiu sektorach, ale wartość współczynnika korelacji była zazwyczaj niższa niż przy relacjach TZKO z cyklem rotacji zobowiązań.

Badanie *cykli rotacji względem TZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy z perspektywy potrzeb operacyjnych i pieniężnych* udowodniło, że długość cykli rotacji należności nie wpływa znacząco na rodzaj prowadzonej TZKO (istotność statystyczna jedynie w dwóch przypadkach przy rozbieżnym kierunku korelacji). Podobnie cykl rotacji zapasów wpływał w niewielki sposób na rodzaj TZKO (istotność związku w sześciu sektorach). Warte odnotowania jest, że w sektorze elektromaszynowym korelacja miała charakter dodatni, co może świadczyć o tym, że w tym sektorze przekroczone zostały wartości progowe zapasów, które mogą znamionować ich utrudnioną zbywalność. TZKO tworzyły nasilniejsze relacje z cyklami rotacji zobowiązań. Zależność była istotna statystycznie w ośmiu sektorach. Korelacja była wyraźna, ale dość niewielka (współczynnik Spearmana przyjmował najczęściej poziomy z przedziału od $|0,20|$ do $|0,40|$). Wskaźniki korelacji były w każdym sektorze dodatnie, co oznacza, że wzrost długości cyklu rotacji zobowiązań przekładał się na zwiększenie agresywności TZKO. Przeciwny kierunek miały współczynniki korelacji dla zależności pomiędzy cyklami obrotu gotówki a TZKO. Poza trzema sektorami korelacja była dość słaba.

Związki *cykli rotacji z TZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy z perspektywy prowadzonej działalności operacyjnej* nie wykazują znacząco odmiennych relacji niż z TZKO identyfikowanymi z innych ujęć. Na uwagę zasługują znikome zależności pomiędzy cyklami rotacji należności i zapasów a TZKO (istotność relacji w nielicznych przypadkach) oraz dość duża liczba sektorów (cztery), w których relacja pomiędzy cyklem obrotu gotówki a TZKO była nieistona. Największa siła korelacji miała miejsce przy związku TZKO z cyklami rotacji zobowiązań. Istotność zależności była potwierdzona dla 10 z 11 sektorów, ale współczynnik korelacji tylko raz przekroczył 0,40.

Cykle rotacji tworzyły z TZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy z perspektywy realizowanej sprzedaży częściej istotne statystycznie związki niż z TZKO określanego wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy z perspektywy potrzeb operacyjnych i pieniężnych. Siła tych związków pozostawała słaba. Cykle rotacji zobowiązań i obrotu gotówki były z kolei istotne w aż 10 i 9 sekto-

rach względem TZKO. Korelacja w większości sektorów była co najmniej wyraźna. W przypadku relacji z cyklem rotacji zobowiązań aż w 5 sektorach współczynniki korelacji przekraczały poziom 0,40.

4.3. Zarządzanie kapitałem obrotowym w kontekście płynności

Kapitał obrotowy stanowi pewnego rodzaju bufor bezpieczeństwa na wypadek wystąpienia kłopotów z płynnością oraz wypłacalnością. Celem weryfikacji znaczenia sposobu sterowania kapitałem obrotowym dla zarządzania płynnością finansową, w niniejszym podrozdziale dokonano porównania wniosków płynących z analizy TZKO i SZKO ze wskazaniem płynącymi z badania częstotliwości występowania symptomów utraty płynności oraz negatywnych testów dyskryminacyjnych.

4.3.1. Symptomy utraty płynności przedsiębiorstw a sterowanie kapitałem obrotowym

Badanie zależności pomiędzy sposobem zarządzania kapitałem obrotowym a symptomami utraty płynności rozpoczęto od identyfikacji występowania oznak problemów płynnościowych w poszczególnych spółkach i sektorach. Kierując się przedstawioną w rozdziale 3 klasyfikacją D. Dziawgo i A. Zawadzkiego (Dziawgo, Zawadzki, 2011: 148), a także innymi kryteriami podziału, za symptomy utraty płynności finansowej uznano zaistnienie takich zdarzeń jak:

- generowanie ujemnych przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej,
- poniesienie straty na sprzedaży lub gwałtowne (o ponad 30%) zmniejszenie się poziomu wypracowywanych zysków na sprzedaży identyfikowane na podstawie wzoru:

dynamika wyniku na sprzedaży = $[(\text{wynik na sprzedaży rok bieżący} - \text{wynik na sprzedaży rok poprzedni}) / \text{wynik na sprzedaży o mniejszej wartości bezwzględnej}] \times 100\%$

- poniesienie straty netto lub gwałtowne (o ponad 30%) zmniejszenie się poziomu wypracowywanych zysków netto rozpoznawane na podstawie wzoru:

dynamika wyniku netto = $[(\text{wynik netto rok bieżący} - \text{wynik netto roku poprzedni}) / \text{wynik netto o mniejszej wartości bezwzględnej}] \times 100\%$

- istotny spadek sprzedaży (o ponad 30%),
- zmniejszenie wartości majątku trwałego o co najmniej 30%,
- wystąpienie wysokiego zadłużenia (tj. stanowiącego minimum 80% sumy bilansowej),
- opóźnienia w spłacie zobowiązań,
- renegegowanie terminów spłat zobowiązań wobec braku możliwości ich spłaty,
- wypowiedzanie umów kredytowych przez instytucje finansowe.

Występowanie trzech ostatnich symptomów identyfikowane było na podstawie sprawozdań spółek i komunikatów giełdowych. Przyjęto dodatkowo, że:

- jeśli w danym roku obrachunkowym dla danego przedsiębiorstwa wystąpiły nie więcej niż dwa symptomy, to wówczas ryzyko utraty płynności takiego podmiotu było niskie,
- jeżeli w roku obrotowym wystąpiły co najmniej trzy z wymienionych symptomów, to takie przedsiębiorstwo postrzegano jako obciążone wysokim ryzykiem utraty płynności.

Szczegółowa analiza symptomów utraty płynności w *sektorze budowlanym* potwierdza wcześniejsze dywagacje wysunięte na bazie analizy TZKO oraz podstawowych miar statystycznych w zakresie symptomów utraty płynności. W latach 2007–2010 względnie rzadkie były przypadki, w których przedsiębiorstwa działające w sektorze miały większą liczbę symptomów utraty płynności niż trzy. Gdy już one występowały, to wynikały najczęściej z kłopotów z wypłacalnością w latach wcześniejszych skutkujących koniecznością zawarcia układu (np. Mostostal Zabrze S.A. i Energoaparatura S.A.) lub przejściowego pogorszenia rentowności (Prochem S.A., Projprzem S.A., Elkop S.A.). W 2011 r. nastąpiło znaczne zwiększenie liczby przedsiębiorstw z istotną ekspozycją na ryzyko utraty płynności, zaś w kolejnym roku wręcz wystąpiła ich mnogość (14 przedsiębiorstw z co najmniej trzema symptomami, w tym dziewięć z m.in. pięcioma oznakami kłopotów płynnościowych). Dla dużej liczby przedsiębiorstw zatory płynnościowe w latach 2011–2012 przyniosły nieodwracalne skutki w postaci upadłości likwidacyjnej lub układowej bądź konieczności długotrwałej restrukturyzacji, co przekładało się na liczbę symptomów utraty płynności w kolejnych latach. Można się więc zastanowić, czy przy polityce niskich marż stosowanej w tym sektorze, utrzymywany bufor w postaci kapitału obrotowego nie powinien być większy.

Sektor chemiczno-farmaceutyczny charakteryzował się zupełnie innymi prawidłowościami pod względem sposobów zarządzania płynnością finansową. Problemy płynnościowe, jakich doświadczyły spółki z sektora miały charakter narastający, a nie tak jak w sektorze budowlanym skokowy. Dzięki temu oraz odpowiedzialnej SZKO jedynie część przedsiębiorstw zaznała bardzo poważnych kłopotów finansowych (Miraculum S.A., Kerdos Group S.A.), sygnalizowanych liczbą symptomów utraty płynności, zaś zdecydowana większość – pomimo zawirowań w obszarze realizowanej dochodowości – zdołała się z nimi uporać bez konieczności wdrażania długofalowego planu restrukturyzacyjnego.

W *sektorze elektromaszynowym* sporadycznie dochodziło do przypadków wzmoczonej ekspozycji na utratę płynności przez przedsiębiorstwa. Spośród analizowanych spółek największe kłopoty finansowe miała spółka Rafako (cztery symptomy utraty płynności w 2012 r. oraz pięć w 2013 r.), co powiązane było z problemami jej głównego akcjonariusza. Ze spółek z sektora elektromaszynowego bardzo duże trudności od 2015 r. miała Kopex S.A. Podmiot ten w całym badanym okresie utrzymywał wysokie poziomy kapitału stałego, co miało świadczyć o bezpieczeństwie finansowym Spółki. W praktyce okazało się, że znaczna jego część odnosiła się jedynie do w pewnym sensie wirtualnego majątku i w przypadku kłopotów z dochodowością zaplecze finansowe okazało się niewystarczające. Przy pozostałych spółkach długofalowe bezpieczne podejście do zarządzania kapitałem obrotowym umożliwiało najczęściej szybkie pokonywanie zagrożeń utraty płynności.

Podobnie *sektor materiałów budowlanych* odznaczał się względnie niewielką liczbą przedsiębiorstw z istotną ekspozycją na ryzyko utraty płynności. Ocenę nieco zniekształcają poważne problemy z wypłacalnością, jakich doświadczyło przedsiębiorstwo Korporacja Budowlana Dom S.A. w latach 2009–2012. Istotna ekspozycja na ryzyko utraty płynności tej Spółki przełożyła się w tym okresie na wystąpienie znaczących rozbieżności pomiędzy medianami a średnimi symptomów utraty płynności w ujęciu sektorowym. Pozostałe podmioty w sposób bezpieczny zarządzały posiadanym kapitałem obrotowym, dzięki czemu bardzo często zdarzały się sytuacje, że dla poszczególnych spółek w danych latach nie występował żaden symptom utraty płynności.

W *sektorze metalowym* występowanie symptomów utraty płynności często przekładało się na poważne kłopoty z wypłacalnością podmiotów. Przedsiębiorstwa te przed wystąpieniem problemów płynnościowych prowadziły inną niż zachowawcza taktykę zarządzania kapitałem obrotowym lub utrzymywały kapitał pracujący na poziomie nieadekwatnym do przyszłej skali działania. Można więc stwierdzić, że te Spółki, które nie praktykowały charakterystycznej dla sektora konserwatywnej TZKO były bardziej narażone na wystąpienie poważnych kłopotów z wypłacalnością.

Sektor medialno-telekomunikacyjny był bardzo niejednorodny pod względem liczby symptomów utraty płynności. Do 2013 r. włącznie bardzo niewiele przedsiębiorstw miało więcej niż dwa symptomy utraty płynności, a jeśli już się tak zdarzało, to miało to charakter tymczasowy. Wyjątek stanowiła jedynie Mediatel S.A., która była często narażona na wysokie ryzyko utraty płynności. Począwszy od 2014 r. w sektorze nastąpiła wyraźna zmiana tendencji, która przybrała na sile w 2015 r., w którym to wystąpiła ekspozycja aż ośmiu przedsiębiorstw na przedmiotowe ryzyko. Dla czterech z tych podmiotów wystąpiło aż pięć symptomów utraty płynności. Jednocześnie większość spółek, które doświadczyło problemów płynnościowych w roku poprzedzającym zmianę tendencji w sektorze prowadziło TZKO inną niż zachowawcza. Istnieje spore prawdopodobieństwo,

że w przypadku zachowania większego konserwatyzmu w sterowaniu kapitałem pracującym, przedsiębiorstwom udało się takich kłopotów uniknąć.

W sektorze odzieżowym było wiele przedsiębiorstw bardzo istotnie narażonych na ryzyko utraty płynności. Niektóre z podmiotów były bardzo bliskie upadłości likwidacyjnej, niemniej po przeprowadzanych procesach restrukturyzacji udawało im się najczęściej odbudowywać utraconą pozycję. W efekcie, z perspektywy dziesięcioletniej, prowadzone SZKO były niejednokrotnie zachowawcze. Jednakże, gdy weźmie się pod uwagę TZKO w poszczególnych latach, to odniesienie zwłaszcza do zarządzania według kryterium wypłacalności wskazuje, że problemy płynnościowe dotyczyły głównie podmiotów, które nie prowadziły zachowawczego sterowania kapitałem obrotowym.

Sektor motoryzacyjny w zakresie liczby występujących symptomów utraty płynności nie różnił się znacząco od sektora odzieżowego. W sektorze motoryzacyjnym było więcej przedsiębiorstw, które w całym analizowanym okresie były często narażone na wysokie ryzyko utraty płynności, jak i takich, które praktycznie takich kłopotów nie miały. Z wysokim prawdopodobieństwem można stwierdzić, że liczba symptomów utraty płynności była konsekwencją długofalowego sposobu zarządzania finansami przedsiębiorstw, w tym w obszarze sterowania kapitałem obrotowym. Tezę zdaje się potwierdzać fakt, że podmioty z sektora motoryzacyjnego o wysokim ryzyku utraty płynności były najczęściej tymi o agresywnej strategii zarządzania kapitałem pracującym (nie licząc spółki Rajdy 4x4 S.A.), zaś przedsiębiorstwa o niskim ryzyku utraty płynności zwyczajowo funkcjonowały w oparciu o zachowawczą strategię zarządzania kapitałem obrotowym.

W sektorze poszukiwawczo-wydobywczym była największa liczba przedsiębiorstw o bardzo wysokim ryzyku utraty płynności w świetle identyfikujących je symptomów. Potwierdzać to może fakt, że aż w 18 przypadkach (14%) liczba symptomów utraty płynności była wyższa niż cztery, przy czym groźba zatorów płatniczych w tak wzmoczonej skali dotyczyła aż 46% spółek z sektora. Wobec faktu, że aż 10 z takich sytuacji wystąpiło w ostatnich trzech badanych latach, nie znalazło to pełnego przełożenia na zidentyfikowane rodzaje prowadzonych SZKO. Przekładało się to na TZKO dla takich podmiotów, zwłaszcza wyznaczanego według kryterium wypłacalności oraz perspektywy realizowanej sprzedaży (w mniejszym stopniu przy perspektywie potrzeb operacyjnych i pieniężnych).

Sektor wyrobów papierniczych i tworzyw sztucznych, choć zawierał dużo spółek o ofensywnym sposobie zarządzania kapitałem obrotowym, to nie odznaczał się dużą liczbą symptomów utraty płynności. Patrząc z perspektywy możliwości występowania potencjalnych zatorów płatniczych w kontekście występujących oznak wskazujących na ten fakt, należy zauważyć, że na stałe ryzyko wystąpienia utraty płynności narażona była tylko Sco-Pak S.A. Mając dodatkowo na uwadze specyfikę branży (konieczność dokonywania bieżących inwestycji w park maszynowy i technologię wytwarzania), taka sytuacja determinuje konieczność przywiązywania jeszcze większej uwagi do krótkoterminowego sposobu zarządzania kapitałem

obrotowym. W przeciwnej sytuacji kłopoty płynnościowe mogą przytrafić się w sposób zupełnie niespodziewany. Jako przykład może tu posłużyć przypadek Invico S.A., która w latach 2011–2014 dążyła do utworzenia własnej innowacyjnej linii technologicznej do powlekania folii. Ograniczenie limitów ubezpieczeniowych przez ubezpieczyciela, które umożliwiły zakupy towarów z odroczonym terminem płatności oraz brak wystarczającego kapitału obrotowego, aby pozyskiwać materiały z natychmiastową płatnością, spowodowało, że w 2015 r. nastąpiło wycofanie się potencjalnych inwestorów, rezygnacja z planowanej emisji obligacji, wypowiedzenie umów kredytowych przez banki kredytujące oraz złożenie wniosku o ogłoszenie upadłości. To wszystko spotkało spółkę, która do 2014 r. nie miała żadnych symptomów utraty płynności, ale która prowadziła agresywne taktyki zarządzania w większości perspektyw.

Sektor spożywczy pod względem liczby symptomów utraty płynności przypominał w wielu aspektach sektor metalowy. Dla większości przedsiębiorstw z tego sektora nie pojawiało się wiele oznak możliwych problemów o charakterze płynnościowym, jednakże, gdy wysokie ryzyko utraty płynności było identyfikowane, to najczęściej związane było z podmiotem, do którego się odnosiło przez dłuższy okres. Potwierdzeniem tej tezy są przypadki spółek Belvedere S.A., PBS Finanse S.A., Wilbo S.A., Agrowill Group A.B. czy KSG AGRO S.A., które przez wiele lat zmagają się z różnorodnymi kłopotami finansowymi. W konsekwencji, choć tak jak w innych sektorach dominowały zachowawcze TZKO i SZKO, to występował dość duży odsetek podmiotów o agresywnych formach sterowania kapitałem pracującym, zwiastujących bliskie wystąpienie długofalowych problemów.

Szczegółowe dane w zakresie liczby symptomów utraty płynności w poszczególnych sektorach zostały przedstawione w tabeli 4.9.

Należy zwrócić uwagę na wysoki udział przedsiębiorstw, w których wystąpiło wysokie ryzyko utraty płynności w newralgicznych z uwagi na uwarunkowania koniunkturalne okresach, tj. w sektorze budowlanym w 2012 r. (41%), w sektorze spożywczym w 2008 r. (29%) oraz w sektorach medialno-telekomunikacyjnym i poszukiwawczo-wydobywczym w 2015 r. (odpowiednio 35 i 60%). Pokrywa się to z przyrostem udziału przedsiębiorstw stosujących ATZKO w wymienionych sektorach i latach.

Wartości przybierane przez mediany liczby symptomów utraty płynności wskazują, że większość badanych przedsiębiorstw w poszczególnych latach nie była silnie zagrożona wystąpieniem deficytów płynnościowych. Mediana liczby symptomów utraty płynności zaledwie czternaście razy osiągnęła poziom 2 (w tym pięć razy dla sektora poszukiwawczo-wydobywczego), a tylko raz go przekroczyła (miało to miejsce również dla sektora poszukiwawczo-wydobywczego – w 2015 r. osiągnięty poziom 4). Również procent spółek o wysokim prawdopodobieństwie wystąpienia kłopotów płynnościowych był relatywnie niewielki – jedynie w kilku latach dla trzech sektorów przekroczył on 40%. Jest to w zgodzie z wnioskami wyciągniętymi z analizy TZKO w zakresie dominującego ZTZKO.

Tabela 4.9. Symptomy utraty płynności w sektorach w latach 2007–2015

Sektory	Miary	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
SBUD	ŁLP	31	31	31	32	32	34	34	32	32
	Średnia/mediana liczba SUP na spółkę	1,29	1,03	1,74	1,41	1,88	2,88	2,06	1,69	1,28
		1,00	1,00	2,00	1,00	1,50	2,00	1,00	1,00	1,00
	Liczba/% spółek z niskim ryzykiem utraty płynności	26	28	20	25	21	20	24	26	26
		84	90	65	78	66	59	71	81	81
	Liczba/% spółek z wysokim ryzykiem utraty płynności	5	3	11	7	11	14	10	6	6
		16	10	35	22	34	41	29	19	19
Średnia na 1 spółkę	1,65									
SCHF	ŁLP	18	18	19	20	22	23	22	23	23
	Średnia/mediana liczba SUP na spółkę	0,56	1,28	2,11	1,40	1,64	1,35	1,32	1,00	1,57
		0,00	1,00	2,00	1,00	1,50	1,00	1,00	0,00	0,00
	Liczba/% spółek z niskim ryzykiem utraty płynności	16	16	12	14	15	19	16	19	17
		89	89	63	70	68	83	73	83	74
	Liczba/% spółek z wysokim ryzykiem utraty płynności	2	2	7	6	7	4	6	4	6
		11	11	37	30	32	17	27	17	26
Średnia na 1 spółkę	1,14									
SE	ŁLP	22	22	23	25	27	29	29	29	29
	Średnia/mediana liczba SUP na spółkę	0,55	0,50	1,22	1,04	0,41	0,48	1,10	0,69	1,07
		0,00	0,00	1,00	1,00	0,00	0,00	1,00	0,00	1,00
	Liczba/% spółek z niskim ryzykiem utraty płynności	21	22	20	21	27	28	27	27	27
		95	100	87	84	100	97	93	93	93
	Liczba/% spółek z wysokim ryzykiem utraty płynności	1	0	3	4	0	1	2	2	2
		5	0	13	16	0	3	7	7	7
Średnia na 1 spółkę	0,82									
SMB	ŁLP	14	14	14	14	15	15	15	14	14
	Średnia/mediana liczba SUP na spółkę	0,57	1,21	1,21	1,36	0,93	1,13	1,20	0,79	0,71
		0,00	1,00	1,00	1,00	0,00	0,00	1,00	0,00	1,00
	Liczba/% spółek z niskim ryzykiem utraty płynności	13	12	12	13	14	13	14	12	14
		93	86	86	93	93	87	93	86	100
	Liczba/% spółek z wysokim ryzykiem utraty płynności	1	2	2	1	1	2	1	2	0
		7	14	14	7	7	13	7	14	0
Średnia na 1 spółkę	0,96									

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
SMET	ŁLP	17	19	19	19	20	20	20	20	20
	Średnia/mediana liczba SUP na spółkę	0,76	1,63	1,79	1,58	0,45	1,35	1,25	0,65	1,15
		0,00	1,00	1,00	1,00	0,00	1,50	1,00	0,00	0,50
	Liczba/% spółek z niskim ryzykiem utraty płynności	15	14	14	13	20	17	15	20	16
		88	74	74	68	100	85	75	100	80
	Liczba/% spółek z wysokim ryzykiem utraty płynności	2	5	5	6	0	3	5	0	4
12		26	26	32	0	15	25	0	20	
	Średnia na 1 spółkę	1,15								
SMT	ŁLP	15	18	19	19	20	22	23	23	23
	Średnia/mediana liczba SUP na spółkę	0,80	0,94	1,26	0,68	1,05	1,50	0,91	1,52	2,00
		1,00	1,00	1,00	0,00	0,50	2,00	0,00	1,00	1,00
	Liczba/% spółek z niskim ryzykiem utraty płynności	14	16	16	17	18	18	20	18	15
		93	89	84	89	90	82	87	78	65
	Liczba/% spółek z wysokim ryzykiem utraty płynności	1	2	3	2	2	4	3	5	8
7		11	16	11	10	18	13	22	35	
	Średnia na 1 spółkę	1,14								
SO	ŁLP	15	15	16	16	17	18	19	19	19
	Średnia/mediana liczba SUP na spółkę	1,13	1,93	2,63	1,31	1,29	1,72	0,74	0,79	1,32
		1,00	2,00	2,00	0,50	1,00	2,00	0,00	1,00	1,00
	Liczba/% spółek z niskim ryzykiem utraty płynności	11	9	9	12	15	14	18	17	15
		73	60	56	75	88	78	95	89	79
	Liczba/% spółek z wysokim ryzykiem utraty płynności	4	6	7	4	2	4	1	2	4
27		40	44	25	12	22	5	11	21	
	Średnia na 1 spółkę	1,33								
SMOT	ŁLP	12	12	15	17	19	20	20	20	20
	Średnia/mediana liczba SUP na spółkę	1,42	1,58	1,40	1,53	1,00	1,45	1,55	1,60	1,95
		1,00	2,00	1,00	2,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,50
	Liczba/% spółek z niskim ryzykiem utraty płynności	8	9	12	13	17	16	15	16	13
		67	75	80	76	89	80	75	80	65
	Liczba/% spółek z wysokim ryzykiem utraty płynności	4	3	3	4	2	4	5	4	7
33		25	20	24	11	20	25	20	35	
	Średnia na 1 spółkę	1,64								

Tabela 4.9 (cd.)

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
SPW	ŁLP	11	11	13	14	14	15	15	15	15
	Średnia/mediana liczba SUP na spółkę	1,55	1,64	1,69	1,36	1,29	1,60	2,53	2,73	3,80
		2,00	2,00	1,00	0,00	1,00	2,00	2,00	2,00	4,00
	Liczba/% spółek z niskim ryzykiem utraty płynności	9	8	8	9	12	12	11	10	6
		82	73	62	64	86	80	73	67	40
	Liczba/% spółek z wysokim ryzykiem utraty płynności	2	3	5	5	2	3	4	5	9
18		27	38	36	14	20	27	33	60	
Średnia na 1 spółkę	2,15									
SWPTSZ	ŁLP	12	12	12	12	12	11	12	12	12
	Średnia/mediana liczba SUP na spółkę	0,58	0,75	1,00	1,67	0,92	1,18	1,08	1,00	1,75
		0,00	1,00	1,00	1,50	0,00	1,00	0,00	1,00	1,00
	Liczba/% spółek z niskim ryzykiem utraty płynności	12	12	12	9	10	10	10	11	10
		100	100	100	75	83	91	83	92	83
	Liczba/% spółek z wysokim ryzykiem utraty płynności	0	0	0	3	2	1	2	1	2
0		0	0	25	17	9	17	8	17	
Średnia na 1 spółkę	1,05									
SSPOŻ	ŁLP	26	28	30	30	30	31	30	29	29
	Średnia/mediana liczba SUP na spółkę	0,81	1,75	1,50	1,07	1,50	1,52	1,60	1,31	1,24
		0,50	1,50	0,00	0,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,00
	Liczba/% spółek z niskim ryzykiem utraty płynności	24	20	24	25	23	26	23	23	25
		92	71	80	83	77	84	77	79	86
	Liczba/% spółek z wysokim ryzykiem utraty płynności	2	8	6	5	7	5	7	6	4
8		29	20	17	23	16	23	21	14	
Średnia na 1 spółkę	1,36									

ŁLP – łączna liczba przedsiębiorstw,
 SUP – symptomy utraty płynności.

Źródło: opracowanie własne.

W większości przypadków średnie liczby SUP nie różniły się znacząco od median. Największe rozbieżności wystąpiły w sektorze materiałów budowlanych w latach 2011–2012 oraz w sektorze budowlanym w latach 2012–2013. Wskazuje to na możliwość zaistnienia sytuacji, w której kłopoty płynnościowe niektórych przedsiębiorstw były na tyle silne, że zniekształcały obraz całego sektora interpretowany na podstawie średniej liczby symptomów utraty płynności. W świetle przeprowadzonych badań, sektorami najmniej zagrożonymi wystąpieniem kłopotów płynnościowych były zdecydowanie sektory elektromaszynowy i materiałów budowlanych – zarówno w poszczególnych latach, jak i w perspektywie długookresowej, co potwierdzają najniższe sektorowe średnie liczby symptomów przypadające na jedno przedsiębiorstwo (odpowiednio 0,82 i 0,96). Sektory te były wśród trzech sektorów o najbardziej zachowawczych rodzajach TZKO i SZKO. Trzeci spośród sektorów o największym udziale spółek z TK i SK, czyli odzieżowy, był z kolei w grupie sektorów najbardziej narażonych na wysokie ryzyko utraty płynności. Powyższe potwierdza, że sektor ten z uwagi na swoją specyfikę, wymaga posiadania znacznie większych zasobów kapitałowych aniżeli inne sektory.

Zgodnie ze wskazaniem określonym na podstawie liczby SUP, dwoma sektorami o najwyższym prawdopodobieństwie wystąpienia poważnych zatorów płatniczych były sektory poszukiwawczo-wydobywczy oraz budowlany. Sektory te miały najwyższe średnie, mediany oraz udział przedsiębiorstw o wysokim ryzyku utraty płynności. O ile pierwszy z wymienionych, zwłaszcza w perspektywie potrzeb operacyjnych i pieniężnych, przy której stwierdzono możliwy niedobór operacyjnego kapitału obrotowego, zaliczał się do grupy sektorów, w którym stosowano najbardziej agresywne SZKO, o tyle drugi już nie (było to konsekwencją zmiany taktyk TZKO w tym sektorze począwszy od 2012 r., odkąd to sposoby sterowania kapitałem pracującym były znacznie bardziej agresywne).

Jeżeli natomiast chodzi o sektory, które zostały określone za najbardziej ofensywne pod względem sposobu zarządzania kapitałem obrotowym, tj. sektory medialno-telekomunikacyjny, wyrobów papierniczych i tworzyw sztucznych oraz spożywczy, a które nie wystąpiły wśród sektorów o najwyższym ryzyku utraty płynności, to powyższe charakterystyki należy odnieść do specyfiki tych sektorów oraz tendencji panujących na rynku. O ile w przypadku sektora wyrobów papierniczych i tworzyw sztucznych większe niż w innych sektorach wykorzystywanie efektów dźwigni finansowej jest uzasadnione, o tyle w przypadku pozostałych dwóch sektorów przekłada się to na duże ryzyko utraty płynności w krótkim okresie. W tym aspekcie identyfikacja TZKO i SZKO dawała wartość dodaną w postaci predykcji zagrożenia utraty płynności przedsiębiorstw z sektora medialno-telekomunikacyjnego w kontekście zwiększonej liczby SUP w 2015 r.

4.3.1.1. Symptomy utraty płynności a zarządzanie kapitałem obrotowym według kryterium wypłacalności

Kolejnym etapem badań była ocena zależności pomiędzy TZKO i SZKO a ekspozycją na wystąpienie deficytu płynności w kontekście sygnałów na to wskazujących. Testowanie relacji przeprowadzono w zakresie istotności oraz siły związku. Do zbadania korelacji pomiędzy SUP a TZKO wykorzystywano te same współczynniki korelacji liniowej oraz miary siły związków, co przy badaniu relacji pomiędzy strukturą aktywów i pasywów a TZKO. Zależność pomiędzy średnimi liczbami SUP w danych spółkach a średnimi identyfikującymi SZKO zbadano z wykorzystaniem WKL Pearsona (w przypadku, gdy zmienne spełniały założenie o normalności rozkładów zbadanej testem Shapiro-Wilka) lub WKR Spearmana (gdy rozkład zmiennych nie spełniał założeń o normalności). Współczynniki korelacji liniowej Pearsona i Spearmana badano też istotność relacji (za istotne statystycznie uznano wartości, dla których $p\text{-value} < 0,05$). *Zależności pomiędzy SUP a TZKO i SZKO wg kryterium wypłacalności* przedstawia tabela 4.10.

Istotność relacji udało się potwierdzić dla 10 z 11 badanych sektorów – wyjątek stanowił sektor materiałów budowlanych, w którym znaczące rozbieżności w zakresie TZKO a ekspozycją na ryzyko utraty płynności dotyczyły przede wszystkim spółki ZM ROPCZYCE S.A. W podmiocie tym doszło do znacznego pogoszenia dochodowości w latach 2008–2010, które było w dużej mierze konsekwencją silnie negatywnej wyceny transakcji opcyjnych w 2008 r., których Spółka nie była w stanie jednorazowo uregulować. Pomimo powyższego, dzięki dokonanemu dokapitalizowaniu w 2008 r., pozycja Spółki pod kątem wypłacalności była zachowana niezależnie od liczby występujących SUP. Przy 9 z pozostałych 10 sektorów siła związku była wyraźna (współczynnik korelacji przekraczał 0,20), w tym przy 2 dość silna (współczynnik powyżej 0,40).

Istotność związków SUP ze SZKO była o wiele rzadsza niż przy relacjach z jego taktykami sterowania – wystąpiła ona tylko w przypadku 3 z 11 badanych sektorów, pomimo że współczynniki korelacji znamionowały wyraźną lub nawet dość silną siłę związku (w tym przypadku aż 5 sektorów). Wpływ na to mogła mieć stosunkowo niewielka liczba spółek objętych badaniem w ramach poszczególnych sektorów – przy małych próbach związek musi być silniejszy ażeby mógł zostać uznany za istotny. Współczynnik korelacji najwyższy był dla sektora wyrobów papierniczych i tworzyw sztucznych oraz dla sektora motoryzacyjnego, podobnie jak miało to miejsce przy związkach SUP z TZKO. Najniższa wartość (ujemna – świadcząca o przeciwnej sile oddziaływania) odnotowana była z kolei w sektorze materiałów budowlanych, co mając na uwadze wcześniejsze wyniki w zakresie istotności związku i korelacji pomiędzy SUP a TZKO wskazuje na niezależność ekspozycji na utratę płynności względem sposobu sterowania kapitałem pracującym w tym sektorze.

Tabela 4.10. TZKO i SZKO wg kryterium wypłacalności a symptomy utraty płynności

Sektory	TZKO			SZKO			
	WT Kruskala- Wallisa	PZT post- hoc	Wartość WKR Spearmana	Normal- ność rozkładu	Istotność związku	Nazwa miary korelacji	Wartość współ- czynni- ka
SBUD	0	tak	0,218	nie	nie	WKR Spearmana*	0,273
SCHF	0	tak	0,230	tak	nie	WKL Pearsona**	0,362
SE	0,0001	tak	0,271	nie	tak	WKR Spearmana	0,502
SMB	0,102	n/a	n/a	nie	nie	WKR Spearmana	-0,051
SMET	0,0005	tak	0,231	tak	nie	WKL Pearsona	0,411
SMT	0,0415	tak	0,131	nie	nie	WKR Spearmana	0,247
SO	0	tak	0,288	tak	nie	WKL Pearsona	0,421
SMOT	0	tak	0,416	tak	tak	WKL Pearsona	0,57
SPW	0	tak	0,221	tak	nie	WKL Pearsona	0,289
SWPTSZ	0	tak	0,475	tak	tak	WKL Pearsona	0,836
SSPOŻ	0,0022	tak	0,209	nie	nie	WKR Spearmana	0,199

WKR – współczynnik korelacji rang Spearmana,
WKL – współczynnik korelacji liniowej Pearsona.

Źródło: opracowanie własne.

4.3.1.2. Symptomy utraty płynności a zarządzanie kapitałem obrotowym według kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy z perspektywy potrzeb operacyjnych i pieniężnych

Relacje pomiędzy TZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy oraz perspektywy potrzeb operacyjnych i pieniężnych a SUP (zob. tabela 4.11) były istotne statystycznie dla wszystkich sektorów, w tym dla sektora materiałów budowlanych, przy niskiej sile korelacji dla niego. Współczynniki korelacji były na zbliżonym poziomie, jak przy TZKO wg kryterium wypłacalności, z czego najwyższe wartości ustalone zostały także dla sektora motoryzacyjnego oraz wyrobów papierniczych i tworzyw sztucznych. Dość silna korelacja dla drugiego z wymienionych sektorów pokazuje, że pomimo faktu, iż ten sektor był jednym z najbardziej ofensywnych pod względem TZKO, a nie znajdował się w grupie sektorów o najwyższym ryzyku utraty płynności, to wnioski z identyfikacji pozycji płynnościowej dla wielu przypadków powinny być ze sobą zbieżne.

Tabela 4.11. TZKO i SZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy oraz perspektywy potrzeb operacyjnych i pieniężnych a symptomy utraty płynności

Sektory	TZKO			SZKO			
	WT Kruskala-Wallisa	PZT post-hoc	Wartość WKR Spearmana	Normalność rozkładu	Istotność związku	Nazwa miary korelacji	Wartość współczynnika
SBUD	0	tak	0,3	nie	tak	WKR Spearmana	0,512
SCHF	0	tak	0,327	nie	tak		0,573
SE	0,0073	tak	0,13	nie	tak		0,449
SMB	0,0171	tak	0,168	nie	nie		0,151
SMET	0,0006	tak	0,29	nie	tak		0,596
SMT	0,0263	tak	0,198	nie	nie		0,189
SO	0,0002	tak	0,336	nie	tak		0,475
SMOT	0	tak	0,463	nie	tak		0,779
SPW	0	tak	0,376	nie	nie		0,146
SWPTSZ	0,0001	tak	0,412	nie	tak		0,85
SSPOŻ	0,0024	tak	0,206	nie	nie		0,316

Źródło: opracowanie własne.

Zależności pomiędzy ekspozycjami spółek na ryzyko utraty płynności a średnimi obrazującymi ofensywność SZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy oraz perspektywy potrzeb operacyjnych i pieniężnych zostały przedstawione w tabeli 4.11. Relacje były istotne statystycznie dla ośmiu sektorów. Brak istotności został stwierdzony dla sektorów: materiałów budowlanych, medialno-telekomunikacyjnego i poszukiwawczo-wydobywczego. W przypadku pierwszych dwóch wymienionych sektorów zależność pomiędzy sposobem zarządzania kapitałem obrotowym a ekspozycją na ryzyko utratę płynności była niewielka już na płaszczyźnie krótkookresowej, stąd brak istotnych związków w ujęciu długookresowym był spodziewany. Z kolei w sektorze poszukiwawczo-wydobywczym wpływ na stwierdzony brak istotności związku mogła mieć relatywnie mała próba badawcza. Współczynniki korelacji aż dla siedmiu sektorów przekraczały poziom 0,40, co świadczy o dość wysokiej sile wzajemnego oddziaływania. Najwyższe wartości (powyżej 0,75) były dla sektora wyrobów papierniczych i tworzyw sztucznych oraz motoryzacyjnego – tak jak przy relacjach symptomów z taktykami.

4.3.1.3. Symptomy utraty płynności a zarządzanie kapitałem obrotowym według kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy z perspektywy prowadzonej działalności operacyjnej

Zależności SUP z TZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy i perspektywy realizowanej działalności operacyjnej (zob. tabela 4.12) były bardzo podobne do związków utworzonych z TZKO wg kryterium wypłacalności. Istotność relacji została potwierdzona dla 10 z 11 sektorów. Wyjątek stanowił sektor materiałów budowlanych, na co złożyły się analogiczne przesłanki jak przy korelacji z TZKO wg kryterium wypłacalności. Najsilniejsze korelacje (współczynniki rang Spearmana powyżej 0,40) były dla sektora poszukiwawczo-wydobywczego, motoryzacyjnego oraz wyrobów papierniczych i tworzyw sztucznych. Znaczna siła związku w sektorze poszukiwawczo-wydobywczym wynikała w dużej mierze z tego, że w latach 2014–2015 znacznie wzrosła liczba przedsiębiorstw stosujących ATZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy i perspektywy realizowanej działalności operacyjnej stosownie do przyrostu liczebności podmiotów z wysokim ryzykiem utraty płynności w świetle występujących symptomów.

Tabela 4.12. TZKO i SZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy i perspektywy działalności operacyjnej a symptomy utraty płynności

Sektory	TZKO			SZKO			
	WT Kruskala--Wallisa lub U-Manna Whitneya	PZT post--hoc	WWKR Spearmana	Normalność rozkładu	Istotność związku	Nazwa miary korelacji	Wartość współczynnika
SBUD	0	tak	0,346	nie	tak	WKR Spearmana	0,391
SCHF	0,0003	tak	0,345	tak	nie	WKL Pearsona	0,288
SE	0,0152	tak	0,189	nie	tak	WKR Spearmana	0,462
SMB	0,1707	n/a	n/a	nie	nie	WKR Spearmana	0,082
SMET	0,0125	tak	0,19	tak	nie	WKL Pearsona	0,268
SMT	0,0097	tak	0,209	nie	nie	WKR Spearmana	0,242
SO	0	tak	0,397	tak	nie	WKL Pearsona	0,379
SMOT	0	tak	0,474	tak	tak		0,567
SPW	0	tak	0,498	tak	nie		0,214
SWPTSZ	0,0001	tak	0,41	tak	tak		0,818
SSPOŻ	0,0011	tak	0,224	nie	nie	WKR Spearmana	0,085

Źródło: opracowanie własne.

Związki pomiędzy średnimi liczbami symptomów utraty płynności a średnimi identyfikującymi SZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy i perspektywy działalności operacyjnej zostały zilustrowane w tabeli 4.12. Relacje miały podobny charakter jak zależności pomiędzy SUP a SZKO wg kryterium wypłacalności. Istotność statystyczna związków potwierdzona została jedynie dla czterech sektorów. Oprócz sektorów, w których relacje były istotne, gdy SZKO wyznaczana była wg kryterium wypłacalności (sektory: elektromaszynowy, wyrobów papierniczych i tworzyw sztucznych oraz motoryzacyjny), istotność statystyczną udało się także wykazać dla sektora budowlanego. Poza sektorem spożywczym oraz materiałów budowlanych współczynniki korelacji świadczyły o wyraźnej zależności pomiędzy SUP a SZKO. Prawdopodobnie, w przypadku występowania większej liczby obserwacji udałoby się potwierdzić istotność związków. Najwyższe poziomy (powyżej 0,50) wystąpiły w sektorze wyrobów papierniczych i tworzyw sztucznych oraz motoryzacyjnym.

4.3.1.4. Symptomy utraty płynności a zarządzanie kapitałem obrotowym według kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy z perspektywy realizowanej sprzedaży

W przypadku związków *TZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy i perspektywy realizowanej sprzedaży z SUP* (zob. tabela 4.13) istotność statystyczna została stwierdzona we wszystkich sektorach poza sektorem materiałów budowlanych. Korelacja pozostawała w dalszym ciągu dodatnia, co oznaczało, że również i w tym podejściu wzrost agresywności zarządzania kapitałem obrotowym przekładał się na zwiększenie liczby symptomów utraty płynności. Najwyższe współczynniki korelacji (pow. 0,40) były ponownie dla sektorów wyrobów papierniczych i tworzyw sztucznych oraz motoryzacyjnego. W przeciwieństwie do sytuacji przy taktykach identyfikowanych z prowadzonej działalności operacyjnej, siła związku pomiędzy TZKO z perspektywy realizowanej sprzedaży a SUP w sektorze poszukiwawczo-wydobyczym była niewielka (mniej niż 0,20), co wynikało z uprzednich wskazań w zakresie ofensywnego sposobu sterowania kapitałem obrotowym w tym sektorze (w sektorze była najwyższa średnia punktów za TZKO).

Relacje pomiędzy symptomami utraty płynności a strategiami zarządzania kapitałem obrotowym wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy oraz perspektywy realizowanej sprzedaży zostały ujęte w tabeli 4.13. Związki były istotne w 8 sektorach. Istotności statystycznej nie udało się potwierdzić w sektorach: materiałów budowlanych, medialno-telekomunikacyjnym i spożywczym, w których siły związków już na poziomie relacji pomiędzy symptomami utraty płynno-

ści a taktykami zarządzania kapitałem obrotowym były niewielkie. W pozostałych sektorach siła związków była wyraźna, a w większości przypadków (7 sektorów, w których współczynniki korelacji były powyżej 0,40) umiarkowanie wysoka.

Tabela 4.13. TZKO i SZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy i perspektywy realizowanej sprzedaży a symptomy utraty płynności

Sektory	TZKO			SZKO			
	WT Kruskala- Wallisa	PZT post-hoc	Wartość WKR Spearmana	Normal- ność rozkładu	Istotność związku	Nazwa miary korelacji	Wartość współczyn- nika
SBUD	0	tak	0,281	nie	tak	WKR Spearma- na	0,498
SCHF	0	tak	0,213	nie	tak		0,51
SE	0	tak	0,313	nie	tak		0,394
SMB	0,0296	nie	n/a	nie	nie		0,169
SMET	0,0007	tak	0,21	nie	tak		0,658
SMT	0,0158	tak	0,137	nie	nie		0,2
SO	0,0001	tak	0,244	nie	tak		0,585
SMOT	0	tak	0,406	nie	tak		0,713
SPW	0	tak	0,193	tak	tak		0,703
SWPTSZ	0	tak	0,451	nie	tak		0,854
SSPOŻ	0,0002	tak	0,213	nie	nie		0,269

Źródło: opracowanie własne.

4.3.2. Płynność przedsiębiorstw w świetle modeli dyskryminacyjnych a operowanie kapitałem obrotowym

Istotną funkcję w predykcji potencjalnej upadłości mogą pełnić testy dyskryminacyjne. Stąd też, w celu zbadania funkcji, jaką pełni autorski model identyfikacji sposobu zarządzania kapitałem obrotowym, wyniki otrzymane z jego zastosowania porównano z ekspozycją na ryzyko niewypłacalności rozpoznaną na podstawie testów. W opracowaniu przyjęto, iż jeśli w roku obrotowym w przedsiębiorstwie wystąpił co najwyżej jeden test wskazujący na wysokie ryzyko bankructwa, to zagrożenie upadłością tego podmiotu jest niskie, zaś jeśli dwa, to umiarkowane, powyżej – wysokie.

Struktura negatywnych wyników testów dyskryminacyjnych w sektorach wykazywała się dużym podobieństwem do rozkładów SUP i TZKO. Rozłożenie zagrożeń bankructwem znamionowane wynikami testów w sektorze budowlanym wskazuje na niekorzystne zmiany w zakresie bezpieczeństwa funkcjonowania spółek. W latach 2007–2010 sporadycznie dochodziło do sytuacji, w których liczba testów ukazujących wysokie ryzyko upadłości przedsiębiorstwa była wyższa niż 2.

W zasadzie ograniczyły się one do dwóch spółek, przy których zidentyfikowano też w badanych okresach ATZKO. Większość przedsiębiorstw, które w tym czasie miało zdiagnozowane wysokie ryzyko utraty płynności na podstawie symptomów nie posiadało wdrożonej ATZKO ani też istotnej ekspozycji na ryzyko bankructwa w świetle testów dyskryminacyjnych. W 2011 r. znacznie wzrosła liczba przedsiębiorstw z wysokim ryzykiem upadłości określonym na podstawie testów, zaś w 2012 r. aż osiem podmiotów miało co najmniej sześć negatywnych testów (prawie 25% próby). Dotyczyły one spółek, które miały ATZKO bądź UTZKO oraz wysokie ryzyko utraty płynności zgodnie z jego symptomami.

Dla sektora *chemiczno-farmaceutycznego* testy dyskryminacyjne potwierdzają średniookresowy i narastający charakter problemów spółek z sektora. Należy przy tym zauważyć, iż dla dużej części sektora chemiczno-farmaceutycznego testy dyskryminacyjne dały bardziej rygorystyczne wskazania, co w połączeniu z wnioskami z analizy TZKO mogło umożliwić predykcję kłopotów finansowych, choćby Miraculum S.A. Jednoczesne występowanie w sektorze wielu przedsiębiorstw, dla których nie występowały negatywne testy dyskryminacyjne, wyjaśnia przyczyny robieżności pomiędzy średnią a medianą testów dyskryminacyjnych wskazujących na wysokie ryzyko upadłości.

W sektorze *elektromaszynowym* testy dyskryminacyjne niezwykle rzadko wskazywały na ryzyko niewypłacalności przedsiębiorstw. Z wyjątkiem 2013 r., testy nie ujawniały istotnych problemów finansowych w Rafako S.A. (u której występowało najwięcej SUP), która zachowywała bezpieczne poziomy stałego kapitału (o czym świadczą zachowawcze i umiarkowane TZKO), lecz przede wszystkim w Remak S.A., która zmuszona była zmienić sposób operowania kapitałem obrotowym. Spółka zaangażowała się w wykonawstwo bloków energetycznych z użyciem stali T-24 przy zagranicznych projektach. Ponieważ zastosowanie tego materiału spowodowało nieprzewidziane trudności technologiczne i odbiorowe, obniżając wydajność i efektywność prac, Spółka w latach 2012–2013 poniosła wysokie straty, które znacząco uszczupliły jej zasoby kapitału stałego (wcześniej dodatni KON zaczął przybierać wartości ujemne). W konsekwencji, Spółka do 2015 r. musiała agresywnie zarządzać kapitałem obrotowym (co potwierdza identyfikacja TKZA z większości perspektyw) i pomimo relatywnie niewielkiej liczby SUP musiała walczyć o możliwość kontynuacji działalności. Uwagę zwraca też wysoka liczba negatywnych testów dyskryminacyjnych dla Kopex S.A. w 2015 r., która w tym okresie miała też wysokie ryzyko utraty płynności, na co wskazywały występujące symptomy.

W sektorze *materiałów budowlanych* wysokie ryzyko bankructwa nie było zbyt często identyfikowane za pomocą testów dyskryminacyjnych. Ryzyko upadłości dotyczyło głównie Korporacji Budowlanej Dom S.A. aż do 2012 r., która dopiero po zawarciu ugód z wierzycielami i dopuszczeniu do obrotu akcji wyemitowanych w latach poprzednich oddaliła widmo upadłości. W przypadku 9 z 15 badanych spółek nie występował żaden test dyskryminacyjny wskazujący na wysokie ryzyko bankructwa. W połączeniu z dominacją konserwatywnych TZKO i SZKO oraz

brakiem wysokiego ryzyka utraty płynności identyfikowanego na podstawie SUP, świadczyło to o bezpiecznym obrazie sektora.

W *sektorze metalowym* wysokie zagrożenie bankructwem określane na podstawie testów dyskryminacyjnych występowało na większą skalę u tych samych podmiotów, które miały znaczące ryzyko utraty płynności oraz inne niż zachowawcze TKZO. Dodatkowo okresowe istotne zagrożenie upadłością występowało także dla spółek Cognor S.A. w 2009 r. i 2013 r. oraz Ferrum S.A. w 2013 r. i 2015 r. Poza pojedynczym wyjątkiem w jednym roku dla perspektywy potrzeb operacyjnych i pieniężnych, w latach zwiększonego zagrożenia niewypłacalnością następowała zmiana TZKO na bardziej ofensywną (najczęściej na agresywną). Z kolei tylko w 50% przypadków dochodziło w tym czasie też do zwiększenia liczby SUP. Podkreśla to znaczenie bieżącego obserwowania zmian w TKZO.

W *sektorze medialno-telekomunikacyjnym* występowała bardzo duża liczba przedsiębiorstw, które nie były obciążone wysokim ryzykiem upadłości. Te podmioty, które charakteryzowały się istotnym ryzykiem niewypłacalności, miały niejednokrotnie więcej niż 5 negatywnych testów dyskryminacyjnych. W sektorze wyraźny był wzrost przedsiębiorstw dotkniętych wysokim ryzykiem bankructwa począwszy od 2014 r. Był on słabszy niż następujący w tym samym czasie przyrost liczby przedsiębiorstw z istotną ekspozycją na utratę płynności oraz ofensywnymi TZKO. W przypadku części spółek (jak np. Hyperion S.A.), to właśnie identyfikacja potencjalnych problemów z wypłacalnością na ich podstawie była bardziej skuteczna niż z wykorzystaniem testów dyskryminacyjnych.

Dla *sektora odzieżowego* charakterystyczny był minimalny dwuletni okres ekspozycji na ryzyko niewypłacalności mierzonej testami dyskryminacyjnymi. Taki okres był potrzebny na eliminację oznak groźby upadłości spółkom: Monnari S.A., Bytom S.A., Prima Moda S.A., Próchnik S.A. oraz Wistil S.A. Testy dyskryminacyjne bardziej liberalnie identyfikowały przy tym ryzyko niż SUP, ale bardziej agresywnie niż TKZO i SZKO. Wymienione zależności wynikały z tego, że wobec uwarunkowań, w tym sektorze prowadzenie ZTZKO i ZSZKO było niemal warunkiem koniecznym do utrzymywania płynności.

Kondycja *sektora motoryzacyjnego*, zgodnie z przeprowadzonymi testami dyskryminacyjnymi, była znacznie gorsza niż wskazywały na to SUP. Wysokie zagrożenie niewypłacalnością występowało choćby przejściowo dla 11 z 21 badanych podmiotów. Znaczna część tych przedsiębiorstw prowadziła ATZKO wg kryterium wypłacalności. Na uwagę zasługuje duża liczba spółek, które dla przeciwwagi nie miały w całym okresie więcej niż jednego negatywnego testu dyskryminacyjnego. W tej grupie były przedsiębiorstwa, przy których nie były identyfikowane SUP, co zdaje się potwierdzać wcześniejsze dywagacje dotyczące sektora motoryzacyjnego.

W *sektorze poszukiwawczo-wydobywczym* odnotowano zdecydowanie największą liczbę spółek o wysokim zagrożeniu bankructwa. Aż w 28% przypadkach minimum 4 testy dyskryminacyjne wskazywały na ryzyko upadłości. Często odpowiadało to prowadzonej taktyce zarządzania kapitałem, która dla większości

podmiotów o wysokim ryzyku niewypłacalności nie była zachowawcza. Zdarzały się przypadki, gdy przedsiębiorstwa miały identyfikowane potencjalne kłopoty z wypłacalnością pomimo ZTZKO. Rozkład testów dyskryminacyjnych wskazujących na wysokie ryzyko bankructwa, pomimo większej częstotliwości, był podobny do rozłożenia symptomów utraty płynności w sektorze.

Ocena sektora *wyrobów papierniczych i tworzyw sztucznych* w oparciu o wyniki testów dyskryminacyjnych nie różniła się znacząco od określonej na bazie SUP. Jedyną ze spółek ze stałą ekspozycją na ryzyko upadłości była Sco-Pak S.A. Podobnie jak przy SUP, rolę właściwego zarządzania kapitałem obrotowym uwypukla przypadek Invico S.A., której wyniki testów dyskryminacyjnych do 2013 r. włącznie nie dawały żadnych oznak potencjalnych kłopotów z wypłacalnością, podczas gdy analiza TZKO (niezależnie od wybranej perspektywy) wskazywała, że już od 2012 r. nastąpił znaczny wzrost ofensywności sterowania stałymi środkami przeznaczonymi na finansowanie działalności bieżącej.

Sektor *spożywczy* zaliczał się do przeciętnych sektorów pod względem liczby negatywnych testów dyskryminacyjnych, bez wyraźnej koncentracji na podmioty, które miały stałe problemy z kontynuacją działalności (poza Belvedere S.A.). Nie była przy tym widoczna długofalowość występowania testów wskazujących na wysokie ryzyko bankructwa. Oznacza to, że spółki, które doświadczały ryzyka upadłości w świetle testów, stosunkowo szybko odbudowywały swoją wypłacalność, ale w kolejnych latach musiały mierzyć się z wynikłymi z uprzednich kłopotów znamionowanymi przez testy, problemami płynnościowymi.

Wyszczególnienie liczby testów dyskryminacyjnych wskazujących na ryzyko bankructwa w poszczególnych sektorach zostało sporządzone w tabeli 4.14. We wszystkich sektorach poza sektorem poszukiwawczo-wydobywczym testy dyskryminacyjne wskazywały na niskie ryzyko bankructwa spółek. Odmienne niż w pozostałych sektorach, proporcje w sektorze poszukiwawczo-wydobywczym miały miejsce od 2013 r. Dla porównania, ATZKO w większości perspektyw stała się dla tego sektora dominująca, począwszy od 2014 r., zaś wysokie ryzyko utraty płynności wystąpiło dopiero w 2015 r.

Na wskazania wynikające z testów dyskryminacyjnych w bardzo istotny sposób przekładały się zmiany koniunkturalne zachodzące w gospodarce. Zauważalny jest m.in. okresowy wzrost liczby przedsiębiorstw obarczonych wysokim ryzykiem bankructwa w sektorach: spożywym w 2008 r., budowlanym w latach 2012–2013 czy w poszukiwawczo-wydobywczym oraz medialno-telekomunikacyjnym w latach 2014–2015. Mediany i średnie liczby testów weryfikujących zagrożenie bankructwem potwierdzają, że rzadko występowała sytuacja, w której liczba testów wskazujących na wysokie ryzyko bankructwa była wyższa niż 1,0. Jednakże, w sektorze budowlanym, motoryzacyjnym oraz poszukiwawczo-wydobywczym średnie (często także mediany) stale przewyższały powyższy poziom, przy czym w niektórych latach skala przekroczenia była bardzo duża. Poza sektorem motoryzacyjnym taki stan rzeczy jest zgodny ze wskazaniami z analizy TZKO oraz SUP.

Tabela 4.14. Zagrożenie bankrutwem wg testów dyskryminacyjnych w badanych sektorach w latach 2007–2015

Sektory	Miary	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
SBUD	ŁLP	31	31	31	32	32	34	34	32	32
	ŚLTWNWRB	0,65	0,48	0,65	0,69	1,13	2,32	1,65	1,31	1,03
	MLTWNWRB	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	1,00	0,50	0,50
	Liczba/% przedsiębiorstw z WZB	3	0	6	6	16	29	24	16	9
		1	0	2	2	5	10	8	5	3
	Liczba/% przedsiębiorstw z UZB	6	10	6	3	6	0	6	9	3
		2	3	2	1	2	0	2	3	1
	Liczba/% przedsiębiorstw z NZB	90	90	87	91	78	71	71	75	88
28		28	27	29	25	24	24	24	28	
ŚWS	1,09									
SCHF	ŁLP	18	18	19	20	22	23	22	23	23
	ŚLTWNWRB	0,28	0,94	1,95	0,80	1,27	1,35	0,86	0,91	1,74
	MLTWNWRB	0,00	0,00	0,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	Liczba/% przedsiębiorstw z WZB	0	3	6	1	3	5	3	4	7
		0	17	32	5	14	22	14	17	30
	Liczba/% przedsiębiorstw z UZB	1	1	0	3	3	1	0	0	1
		6	6	0	15	14	4	0	0	4
	Liczba/% przedsiębiorstw z NZB	17	14	13	16	16	17	19	19	15
94		78	68	80	73	74	86	83	65	
ŚWS	1,35									
SE	ŁLP	22	22	23	25	27	29	29	29	29
	ŚLTWNWRB	0,32	0,18	0,13	0,44	0,15	0,31	0,59	0,34	0,59
	MLTWNWRB	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	Liczba/% przedsiębiorstw z WZB	1	0	0	1	0	2	2	1	2
		5	0	0	4	0	7	7	3	7
	Liczba/% przedsiębiorstw z UZB	0	0	0	1	1	0	1	1	2
		0	0	0	4	4	0	3	3	7
	Liczba/% przedsiębiorstw z NZB	21	22	23	23	26	27	26	27	25
95		100	100	92	96	93	90	93	86	
ŚWS	0,36									
SMB	ŁLP	14	14	14	14	15	15	15	14	14
	ŚLTWNWRB	0,36	0,71	0,86	0,93	0,60	0,73	0,20	0,29	0,21
	MLTWNWRB	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	Liczba/% przedsiębiorstw z WZB	0	2	1	1	1	2	0	1	1
		0	14	7	7	7	13	0	7	7
	Liczba/% przedsiębiorstw z UZB	1	1	1	2	1	1	0	0	0
		7	7	7	14	7	7	0	0	0
	Liczba/% przedsiębiorstw z NZB	13	11	12	11	13	12	15	13	13
93		79	86	79	87	80	100	93	93	
ŚWS	0,53									

Tabela 4.14 (cd.)

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
SMET	ŁLP	17	19	19	19	20	20	20	20	20	
	ŚLTWNWRB	0,24	0,89	0,68	0,37	0,20	0,35	0,95	0,45	0,75	
	MLTWNWRB	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
	Liczba/% przed- siębiorstw z WZB	0	3	3	0	0	0	0	3	1	2
		0	16	16	0	0	0	0	15	5	10
	Liczba/% przed- siębiorstw z UZB	1	1	0	3	0	1	1	1	1	0
		6	5	0	16	0	5	5	5	5	0
	Liczba/% przed- siębiorstw z NZB	16	15	16	16	20	19	16	18	18	18
94		79	84	84	100	95	80	90	90	90	
ŚWS	0,53										
SMT	ŁLP	15	18	19	19	20	22	23	23	23	
	ŚLTWNWRB	0,60	0,22	0,47	0,74	0,55	0,73	0,57	1,17	1,17	
	MLTWNWRB	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	
	Liczba/% przed- siębiorstw z WZB	1	0	0	2	1	2	1	3	6	
		7	0	0	11	5	9	4	13	26	
	Liczba/% przed- siębiorstw z UZB	1	1	3	0	1	1	1	2	1	
		7	6	16	0	5	5	4	9	4	
	Liczba/% przed- siębiorstw z NZB	13	17	16	17	18	19	21	18	16	
87		94	84	89	90	86	91	78	70		
ŚWS	0,67										
SO	ŁLP	15	15	16	16	17	18	19	19	19	
	ŚLTWNWRB	0,33	1,67	1,94	0,94	0,94	1,00	0,47	0,53	0,89	
	MLTWNWRB	0,00	1,00	0,50	0,00	1,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
	Liczba/% przed- siębiorstw z WZB	1	6	6	2	2	4	1	2	3	
		7	40	38	13	12	22	5	11	16	
	Liczba/% przed- siębiorstw z UZB	1	1	1	0	2	1	0	0	1	
		7	7	6	0	12	6	0	0	5	
	Liczba/% przed- siębiorstw z NZB	13	8	9	14	13	13	18	17	15	
87		53	56	88	76	72	95	89	79		
ŚWS	0,87										
SMOT	ŁLP	12	12	15	17	19	20	20	20	20	
	ŚLTWNWRB	0,58	0,75	0,93	0,82	0,32	1,65	1,90	1,70	1,75	
	MLTWNWRB	0,00	0,50	0,00	0,00	0,00	0,50	1,00	0,50	1,00	
	Liczba/% przed- siębiorstw z WZB	1	1	1	3	0	6	6	6	5	
		8	8	7	18	0	30	30	30	25	
	Liczba/% przed- siębiorstw z UZB	1	1	3	0	1	1	0	1	2	
		8	8	20	0	5	5	0	5	10	
	Liczba/% przed- siębiorstw z NZB	10	10	11	14	18	13	14	13	13	
83		83	73	82	95	65	70	65	65		
ŚWS	1,47										

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
SPW	ŁLP	11	11	13	14	14	15	15	15	15
	ŚLTWNWRB	1,18	1,82	2,00	1,14	1,14	1,60	2,60	3,00	4,00
	MLTWNWRB	0,00	0,00	1,00	0,50	0,00	1,00	2,00	3,00	5,00
	Liczba/% przed- siębiorstw z WZB	3	4	5	2	2	5	7	9	10
		27	36	38	14	14	33	47	60	67
	Liczba/% przed- siębiorstw z UZB	0	1	0	1	1	1	1	1	1
		0	9	0	7	7	7	7	7	7
Liczba/% przed- siębiorstw z NZB	8	6	8	11	11	9	7	5	4	
	73	55	62	79	79	60	47	33	27	
ŚWS	2,22									
SWPTSZ	ŁLP	12	12	12	12	12	11	12	12	12
	ŚLTWNWRB	0,75	0,42	0,08	0,58	0,33	0,64	0,67	1,17	1,08
	MLTWNWRB	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	Liczba/% przed- siębiorstw z WZB	2	0	0	1	0	1	1	2	1
		17	0	0	8	0	9	8	17	8
	Liczba/% przed- siębiorstw z UZB	0	1	0	1	1	1	1	0	2
		0	8	0	8	8	9	8	0	17
Liczba/% przed- siębiorstw z NZB	10	11	12	10	11	9	10	10	9	
	83	92	100	83	92	82	83	83	75	
ŚWS	0,58									
SSPOŻ	ŁLP	26	28	30	30	30	31	30	29	29
	ŚLTWNWRB	0,35	1,50	1,13	0,70	0,93	1,00	0,83	1,24	0,79
	MLTWNWRB	0,00	1,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	0,00
	Liczba/% przed- siębiorstw z WZB	0	6	4	2	2	3	3	6	2
		0	21	13	7	7	10	10	21	7
	Liczba/% przed- siębiorstw z UZB	1	3	2	4	4	1	4	2	2
		4	11	7	13	13	3	13	7	7
Liczba/% przed- siębiorstw z NZB	25	19	24	24	24	27	23	21	25	
	96	68	80	80	80	87	77	72	86	
ŚWS	0,96									

gdzie:

ŚLTWNWRB – średnia liczba testów wskazujących na wysokie ryzyko bankructwa,

MLTWNWRB – mediana liczby testów wskazujących na wysokie ryzyko bankructwa,

WZB – wysokie zagrożenie bankructwem,

UZB – umiarkowane zagrożenie bankructwem,

NZB – niskie zagrożenie bankructwem,

ŚWS – średnia w sektorze.

Źródło: opracowanie własne.

W dużej liczbie sektorów mediany różniły się jedynie śladowo od średnich, jak np. w sektorach: elektromaszynowym, materiałów budowlanych czy metalowym. Były także sektory, dla których średnia liczba testów wskazujących na wysokie ryzyko bankructwa była o ponad 1,0 wyższa niż mediana, co dotyczyło sektora budowlanego, chemiczno-farmaceutycznego i odzieżowego. Może to wskazywać na zakres kłopotów finansowych części przedsiębiorstw z tych sektorów.

W ujęciu modeli dyskryminacyjnych w latach 2007–2015 najbardziej zagrożone bankructwem były sektory poszukiwawczo-wydobywczy oraz motoryzacyjny, w których zdiagnozowano najwyższe średnie oraz mediany testów wskazujących na ryzyko upadłości, jak również największe lub jedno z największych odsetki spółek o wysokim ryzyku niewypłacalności. W tej grupie jest też sektor poszukiwawczo-wydobywczy, który stosował najbardziej agresywne TZKO i SZKO, jak również był obciążony najwyższym ryzykiem utraty płynności. Z kolei przynależność sektora motoryzacyjnego do grona sektorów o największym ryzyku upadłości podkreśla, że pewna część przedsiębiorstw z tej branży doświadczała długofalowych i poważnych problemów z wypłacalnością.

Sektorami, w których najmniej przedsiębiorstw miało negatywne weryfikacje testów dyskryminacyjnych oraz istotne ekspozycje na wysokie ryzyko niewypłacalności były sektory elektromaszynowy, metalowy i materiałów budowlanych. Wymienione sektory zaliczały się też do najmniej podatnych na utratę płynności w świetle zindyfikowanych symptomów kłopotów płynnościowych. Sektory elektromaszynowy i materiałów budowlanych należały także do najbardziej konserwatywnych pod względem rodzaju prowadzonych taktyk i strategii sterowania kapitałem obrotowym. Z uwagi na widoczny także i przy testach dyskryminacyjnych wzrost agresywności w operowaniu kapitałem obrotowym w latach 2013–2015, sektor metalowy plasował się w środkowych rejonach klasyfikacji sektorów w zakresie sposobu zarządzania kapitałem obrotowym.

Analogicznie jak przy badaniu zależności pomiędzy SUP a ZKO, po uprzednim uwzględnieniu specyfiki testów dyskryminacyjnych w badanych sektorach oraz spółkach, dokonano analizy istotności statystycznej i siły relacji zachodzących pomiędzy TZKO oraz SZKO a ryzykiem bankructwa, określanym przez częstotliwość występowania negatywnych testów dyskryminacyjnych. Istotność oraz siła poszczególnych związków badane były za pomocą tych samych testów, co przy relacjach TZKO i SZKO z SUP.

Zależności pomiędzy negatywnymi wskazaniem testów dyskryminacyjnych a taktykami zarządzania kapitałem obrotowym wg kryterium wypłacalności obrazuje tabela 4.15. Istotność relacji występowała we wszystkich sektorach. Współczynniki korelacji przyjmowały poziom dodatni (tzn. że agresywność sterowania kapitałem obrotowym wzrastała wraz ze wzrostem ekspozycji na ryzyko upadłości identyfikowanym na podstawie testów). W 9 sektorach siła związku była bardzo wyraźna (współczynnik powyżej 0,40).

Tabela 4.15. TZKO i SZKO wg kryterium wypłacalności a negatywne wskazania testów dyskryminacyjnych

Sektory	TZKO			SZKO			
	WT Kruskala- Wallisa	PZT post-hoc	WKR Spearma- na	Normalność rozkładu	Istot- ność związku	Nazwa miary korelacji	Wartość współ- czynnika
SBUD	0	tak	0,42	nie	tak	WKR Spearma- na	0,495
SCHF	0	tak	0,423	nie	tak		0,526
SE	0	tak	0,421	nie	tak		0,502
SMB	0,0025	tak	0,266	nie	nie		0,399
SMET	0	tak	0,447	nie	tak		0,544
SMT	0	tak	0,328	nie	nie		0,406
SO	0	tak	0,464	nie	tak		0,606
SMOT	0	tak	0,413	nie	tak		0,442
SPW	0	tak	0,296	tak	nie		0,254
SWPTSZ	0	tak	0,55	nie	tak		0,844
SSPOŻ	0	tak	0,427	nie	tak		0,469

Źródło: opracowanie własne.

Pomimo tego, że w poszczególnych sektorach liczebność próby była stosunkowo niewielka, udało się potwierdzić istotność związków ekspozycji na ryzyko niewypłacalności identyfikowanej na podstawie testów dyskryminacyjnych ze strategiami zarządzania kapitałem obrotowym w aż ośmiu sektorach.

Brak istotności relacji wystąpił jedynie w sektorach: materiałów budowlanych, medialno-telekomunikacyjnym oraz poszukiwawczo-wydobywczym, czyli sektorach, w których współczynniki korelacji dla zależności pomiędzy taktykami zarządzania kapitałem obrotowym a wskazaniem z testów dyskryminacyjnych były najniższe. Poza wspomnianymi trzema sektorami, współczynniki korelacji związków SZKO wg kryterium wypłacalności z testami dyskryminacyjnymi były z przedziału 0,40–0,60, co świadczy o znaczącej zależności.

Ryzyko bankructwa w świetle testów dyskryminacyjnych w relacji do zarządzania kapitałem obrotowym wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy z perspektywy potrzeb operacyjnych i pieniężnych zostało zbadane pod kątem istotności statystycznej, która występowała we wszystkich sektorach również dla relacji pomiędzy negatywnymi wskazaniem testów dyskryminacyjnych a TZKO (zob. tabela 4.16). Siła związku była najniższa dla sektora materiałów budowlanych, choć i tak wyraźna (współczynnik korelacji 0,267). W pozostałych przypadkach, nie licząc sektora elektromaszynowego, w którym to współczynnik korelacji rang Spearmana wyniósł 0,281, zależność była dość wysoka (wskaźniki korelacji powyżej 0,40). Co ciekawe, najwyższe współczynniki były dla sektora motoryzacyjnego

oraz wyrobów papierniczych i tworzyw sztucznych, czyli dwóch sektorów, gdzie w oparciu o wcześniejsze analizy można było odnieść wrażenie o potencjalnie największych rozbieżnościach pomiędzy TZKO a ryzykiem bankructwa.

Tabela 4.16. TZKO i SZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy oraz perspektywy potrzeb operacyjnych i pieniężnych a negatywne wskazania testów dyskryminacyjnych

Sektory	TZKO			SZKO			
	WT Kruskala-Wallisa	PZT post-hoc	WKR Spearmana	Normalność rozkładu	Istotność związku	Nazwa miary korelacji	Wartość współczynnika
SBUD	0	tak	0,404	nie	tak	WKR Spearmana	0,564
SCHF	0	tak	0,497	nie	tak		0,778
SE	0	tak	0,281	nie	tak		0,385
SMB	0,0094	tak	0,267	nie	tak		0,522
SMET	0	tak	0,412	nie	tak		0,603
SMT	0	tak	0,361	nie	nie		0,36
SO	0	tak	0,454	nie	tak		0,622
SMOT	0	tak	0,551	nie	tak		0,804
SPW	0	tak	0,428	nie	nie		0,177
SWPTSZ	0	tak	0,52	nie	tak		0,89
SSPOŻ	0	tak	0,385	nie	tak		0,547

Źródło: opracowanie własne.

Relacje pomiędzy ryzykiem bankructwa rozpoznawanym na podstawie testów dyskryminacyjnych a rodzajem SZKO z perspektywy potrzeb operacyjnych i pieniężnych były istotne aż w przypadku dziewięciu sektorów (tabela 4.16). Istotności nie udało się potwierdzić tylko w sektorze medialno-telekomunikacyjnym oraz poszukiwawczo-wydobywczym. W badanym ujęciu charakterystyczny był dość duży rozrzut współczynników korelacji w zależności od sektorów – w trzech sektorach wskaźnik był niższy niż 0,40, w pięciu sektorach przekraczał 0,50, ale był niższy niż 0,65, zaś w trzech przekraczał 0,75. Rozkład miar korelacji wśród sektorów miał podobny charakter do rozproszenia miar korelacji dla zależności pomiędzy taktykami zarządzania kapitałem obrotowym a wskazaniem z testów dyskryminacyjnych.

Ryzyko bankructwa w świetle testów dyskryminacyjnych w kontekście zarządzania kapitałem obrotowym wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy z perspektywy prowadzonej działalności operacyjnej zostało opisane w tabeli 4.17. Istotność relacji pomiędzy TZKO a zagrożeniem bankructwa z testów potwierdzono dla wszystkich sektorów.

Tabela 4.17. TZKO i SZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy i perspektywy prowadzonej działalności operacyjnej a negatywne wskazania testów dyskryminacyjnych

Sektory	TZKO			SZKO			
	WT Kruskala-Wallis lub U-Manna Whitneya	PZT post-hoc	WWKR Spearmana	Normalność rozkładu	Istotność związku	Nazwa miary korelacji	Wartość współczynnika
SBUD	0	tak	0,346	nie	tak	WKR Spearmana	0,499
SCHF	0	tak	0,537	nie	tak		0,457
SE	0	tak	0,277	nie	tak		0,455
SMB	0,0187	tak	0,2	nie	nie		0,402
SMET	0	tak	0,41	nie	tak		0,447
SMT	0	tak	0,35	nie	nie		0,391
SO	0	tak	0,582	nie	tak		0,505
SMOT	0	tak	0,58	nie	nie	0,425	
SPW	0	tak	0,557	tak	nie	WKL Pearsona	0,199
SWPTSZ	0	tak	0,523	nie	tak	WKR Spearmana	0,844
SSPOŻ	0	tak	0,401	nie	tak		0,37

Źródło: opracowanie własne.

Siły związków były o wiele bardziej rozproszone w zależności od sektorów w porównaniu do wcześniej opisywanych zależności. Wystąpiło aż pięć sektorów, w których współczynniki korelacji przekraczały 0,50 (dla poprzednio analizowanych podejść taka sytuacja miała miejsce jedynie w odpowiednio jednym i dwóch sektorach). Najniższe wartości dla współczynnika rang Spearmana odnotowano ponownie dla sektorów materiałów budowlanych i elektromaszynowego, przy których ocena TZKO była konserwatywna (sektor materiałów budowlanych) lub wręcz bardzo konserwatywna (sektor elektromaszynowy), niemniej wskazania testów dyskryminacyjnych świadczą o jeszcze bardziej zachowawczym podejściu do ryzyka upadłości w tych branżach.

Średnie liczby wskazań na wysokie ryzyko upadłości pozostawały także zbieżne z prowadzonymi rodzajami SZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy i perspektywy działalności operacyjnej (zob. tabela 4.17). Istotność statystyczna relacji została potwierdzona dla 7 z 11 sektorów. Nie została ona wykazana w sektorach: materiałów budowlanych, medialno-telekomunikacyjnym, motoryzacyjnym i poszukiwawczo-wydobywczym. Poza dwoma sektorami o skrajnej zbieżności wskazań wynikających z testów dyskryminacyjnych i sposobów zarządzania

kapitałem obrotowym (najmniejsza w przypadku sektora poszukiwawczo-wydobywczego; największa dla sektora wyrobów papierniczych i tworzyw sztucznych) siła korelacji w poszczególnych sektorach była równomierna i mieściła się w przedziale od 0,37 do 0,51.

Zależności pomiędzy ryzykiem bankructwa w świetle testów dyskryminacyjnych a zarządzaniem kapitałem obrotowym wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy z perspektywy realizowanej sprzedaży (zob. tabela 4.18) również były istotne w obszarze związków TZKO z WZB dla wszystkich sektorów. Siły związków nie odbiegały znacząco od identyfikowanych wcześniej relacji dla poszczególnych sektorów w innych podejściach.

Tabela 4.18. TZKO i SZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy i perspektywy realizowanej sprzedaży a negatywne wskazania testów dyskryminacyjnych

Sektory	TZKO			SZKO			
	WT Kruskala-Wallisa	PZT post-hoc	WKR Spearmana	Normalność rozkładu	Istotność związku	Nazwa miary korelacji	Wartość współczynnika
SBUD	0	tak	0,395	nie	tak	WKR Spearmana	0,602
SCHF	0	tak	0,397	nie	tak		0,705
SE	0	tak	0,353	nie	nie		0,291
SMB	0,0008	tak	0,31	nie	nie		0,493
SMET	0	tak	0,403	nie	tak		0,582
SMT	0	tak	0,36	nie	nie		0,342
SO	0	tak	0,403	nie	tak		0,751
SMOT	0	tak	0,396	nie	tak		0,71
SPW	0	tak	0,275	tak	tak	WKL Pearsona	0,704
SWPTSZ	0	tak	0,529	nie	tak	WKR Spearmana	0,861
SSPOŻ	0	tak	0,397	nie	tak		0,519

Źródło: opracowanie własne.

W porównaniu do innych perspektyw, należy zwrócić uwagę na wyższy współczynnik Spearmana w przedmiotowym podejściu dla sektora materiałów budowlanych, jak i niewielką liczbę sektorów, dla których siła relacji byłaby co najmniej znaczna (wystąpiły 3 sektory, dla których współczynnik korelacji przekraczał 0,40, a dla 1 był on niższy niż 0,30).

Relacje pomiędzy średnimi ekspozycjami na ryzyko bankructwa mierzonymi testami dyskryminacyjnymi a formami prowadzonych strategii sterowania kapitałem pracującym wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy oraz perspektywy realizowanej sprzedaży zaprezentowane zostały w tabeli 4.18. Zależności były istotne w ośmiu sektorach – wyjątki stanowiły sektory: elektromaszynowy, materiałów budowlanych i medialno-telekomunikacyjny. Nie licząc wymienionych sektorów, siła związków była silna – aż dla pięciu sektorów współczynniki korelacji przekraczały 0,70, co świadczy o tym, że w tym ujęciu wnioski z analizy SZKO były najbliższe konstatacjom wyciąganym z modeli dyskryminacyjnych.

4.4. Zarządzanie kapitałem obrotowym względem miar rozwojowych przedsiębiorstw

Zwiększanie poziomu płynności po przekroczeniu pewnego punktu przekłada się na spadek rentowności. Przy zbyt niskiej płynności występuje z wielokrotnie ryzyko powstania kosztów bankructwa. Jej deficyt może przy tym powstać zarówno w konsekwencji prowadzenia zbyt ekspansywnej polityki sprzedażowej, jak i w efekcie długotrwałego zmniejszenia dochodowości. Stąd zadaniem, z którym przedsiębiorstwom przychodzi się mierzyć, jest osiągnięcie odpowiedniej proporcji pomiędzy płynnością a rentownością. Dla jego realizacji niezwykle ważne zdają się relacje pomiędzy sposobem zarządzania kapitałem obrotowym, jako formą ochrony przed utratą płynności, a realizowaną rentownością. Dotychczasowe badania na próbach zagranicznych wskazywały, że korelacja pomiędzy nimi może być dodatnia (Matin, Nabi, 2014: 4) ujemna (Anojan i in., 2013: 19; Nobanee, 2017: 4), a zdarzały się przypadki braku istotności relacji (Agha, 2014: 380; Kuś, Hodun, 2011: 81), na co duży wpływ miał dobór miar rentowności. Stąd też w monografii zaprezentowane zostało szersze podejście do zagadnienia dochodowości, odnosząc ją do pięciu *miar rozwojowych*. Zaliczono do nich:

- spadek przychodów ze sprzedaży,
- spadek wyniku na sprzedaży,
- wygenerowanie ujemnej rentowności sprzedaży,
- spadek wyniku netto,
- wygenerowanie ujemnej rentowności netto.

W opracowaniu założono, że ocena miar rozwojowych jest negatywna, jeżeli u danego przedsiębiorstwa następowало spełnienie co najmniej trzech z pięciu wymienionych kryteriów. Częstotliwość występowania negatywnych ocen miar rozwojowych (NOMR) w poszczególnych sektorach ukazano w tabeli 4.19.

Tabela 4.19. Negatywna ocena miar rozwojowych w sektorach w latach 2007–2015

Sektory	Miary	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
SBUD	ŁLP	31	31	31	32	32	34	34	32	32
	ŚLWD	0,97	0,87	2,32	2,06	2,13	3,38	2,47	2,00	2,00
	MWD	0,00	0,00	2,00	2,00	2,00	3,50	3,00	1,50	2,00
	UPZWD [%]	13	10	45	41	31	74	53	41	38
		4	3	14	13	10	25	18	13	12
ŚWS	2,01									
SCHF	ŁLP	18	18	19	20	22	23	22	23	23
	ŚLWD	0,83	2,44	2,58	1,15	2,05	2,09	2,00	1,78	2,17
	MWD	0,00	2,00	2,00	0,50	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
	UPZWD [%]	3	8	8	4	9	9	7	5	10
		17	44	42	20	41	39	32	22	43
ŚWS	1,98									
SE	ŁLP	22	22	23	25	27	29	29	29	29
	ŚLWD	1,41	1,77	2,17	1,72	0,81	1,03	2,14	1,31	2,00
	MWD	1,00	2,00	3,00	2,00	0,00	0,00	2,00	1,00	2,00
	UPZWD [%]	5	5	12	8	3	5	12	5	9
		23	23	52	32	11	17	41	17	31
ŚWS	1,55									
SMB	ŁLP	14	14	14	14	15	15	15	14	14
	ŚLWD	1,00	2,29	2,86	1,79	1,67	2,20	2,07	1,71	2,50
	MWD	1,00	2,00	3,00	2,00	2,00	2,50	2,00	2,00	3,00
	UPZWD [%]	1	5	10	4	3	7	6	5	8
		7	36	71	29	20	47	40	36	57
ŚWS	1,97									
SMET	ŁLP	17	19	19	19	20	20	20	20	20
	ŚLWD	1,53	2,63	2,84	2,16	0,85	2,40	2,60	1,25	2,05
	MWD	2,00	3,00	3,00	2,50	0,00	3,00	3,00	1,00	2,00
	UPZWD [%]	4	10	13	9	2	10	12	4	8
		24	53	68	47	10	50	60	20	40
ŚWS	2,00									
SMT	ŁLP	15	18	19	19	20	22	23	23	23
	ŚLWD	0,93	1,67	2,26	1,00	1,75	2,45	1,83	2,13	2,43
	MWD	0,00	1,00	2,00	0,50	2,00	3,00	2,00	2,00	3,00
	UPZWD [%]	2	6	7	3	6	13	8	9	13
		13	33	37	16	30	59	35	39	57
ŚWS	1,82									

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
SO	ŁLP	15	15	16	16	17	18	19	19	19
	ŚLWD	1,40	2,60	3,50	1,63	2,12	2,22	1,37	1,26	2,11
	MWD	1,00	3,00	3,00	1,00	2,00	2,00	1,00	1,00	1,00
	UPZWD [%]	4	8	12	4	8	7	5	4	7
		27	53	75	25	47	39	26	21	37
ŚWS	1,92									
SMOT	ŁLP	12	12	15	17	19	20	20	20	20
	ŚLWD	1,33	2,17	2,60	2,24	1,26	2,55	1,75	1,95	2,15
	MWD	0,00	2,00	3,00	2,00	1,00	2,00	2,00	2,00	2,00
	UPZWD [%]	3	5	9	8	3	8	6	8	9
		25	42	60	47	16	40	30	40	45
ŚWS	2,13									
SPW	ŁLP	11	11	13	14	14	15	15	15	15
	ŚLWD	2,18	2,36	2,62	1,29	1,57	2,07	3,47	3,13	3,27
	MWD	2,00	2,50	2,50	1,00	1,00	2,00	4,50	3,00	3,00
	UPZWD [%]	4	5	6	4	4	6	11	10	10
		36	45	46	29	29	40	73	67	67
ŚWS	2,38									
SWPTSZ	ŁLP	12	12	12	12	12	11	12	12	12
	ŚLWD	1,25	1,50	2,33	2,25	1,17	2,18	1,58	2,00	2,42
	MWD	1,50	2,00	3,00	2,00	1,00	2,00	1,00	1,50	3,00
	UPZWD [%]	1	3	7	6	3	5	3	3	7
		8	25	58	50	25	45	25	25	58
ŚWS	1,78									
SSPOŻ	ŁLP	26	28	30	30	30	31	30	29	29
	ŚLWD	1,27	2,32	1,80	1,63	1,90	2,45	2,13	2,03	1,66
	MWD	1,00	3,00	1,50	1,00	2,00	2,00	2,00	2,00	1,00
	UPZWD [%]	6	15	9	8	11	14	11	10	9
		23	54	30	27	37	45	37	34	31
ŚWS	1,89									

UPZWD – Udział przedsiębiorstw z negatywnymi ocenami miar rozwojowych [%]

Źródło: opracowanie własne.

W świetle przeprowadzonych badań i analizy poziomów średnich oraz median negatywnych miar rentowności, we wszystkich sektorach oprócz budowlanego, obserwowany był wyraźny wzrost liczby negatywnych ocen miar rozwojowych w 2008 r. w porównaniu do roku 2007. Powyższe było skutkiem rozpoczętego kryzysu gospodarczego, który szczególnie istotnie piętno na dochodowości przedsiębiorstw odcisnęła także w 2009 r. Przyrost liczby negatywnych ocen miar rozwojowych w badanym okresie był silniejszy od liczby SUP, testów dyskryminacyjnych

wskazujących na ryzyko bankructwa czy ofensywnych taktyk zarządzania kapitałem obrotowym. Pokazuje to, że przy odpowiednio bezpiecznym sterowaniu płynnością przedsiębiorstw, podmioty potrafiły znacząco złagodzić skutki kryzysu.

Identyfikowane na podstawie średnich i median (które najczęściej nie różniły się istotnie od siebie) natężenie negatywnych ocen miar rozwojowych w sektorach wskazuje na wyraźne trudności w utrzymaniu względnie stałej rentowności w długiej perspektywie. Praktycznie w każdym sektorze występowały w tym względzie lata wyraźnie lepsze i gorsze. Powyższe dotyczyło nawet najbardziej konserwatywnego w zarządzaniu płynnością sektora elektromaszynowego. Uwagę zwracają też okresowo szczególnie wysokie średnie i mediany negatywnych ocen miar rozwojowych w sektorze metalowym w latach 2012–2013, w których to okresach przyrost negatywnych wielkości wynikających z analizy SUP, testów dyskryminacyjnych i sposobów zarządzania kapitałem obrotowym dotyczył jedynie niewielkiej liczby spółek.

Sektorami, które miały największe kłopoty z wypracowaniem odpowiednich wyników sprzedażowych były sektory poszukiwawczo-wydobywczy (procent przedsiębiorstw o deficytowości nie był niższy niż 29%, a czasami przekraczał nawet 65%), metalowy oraz motoryzacyjny (w aż sześciu latach min. 40% spółek z tych sektorów miało negatywną ocenę rentowności). Jednakże występowały lata, w których ponad 70% spółek z sektorów: budowlanego, odzieżowego i materiałów budowlanych spełniało kryteria do negatywnej oceny miar rozwojowych. W najmniejszym stopniu problem dotyczył sektora elektromaszynowego i chemiczno-farmaceutycznego, gdzie średni udział spółek z negatywnymi ocenami miar rozwojowych wynosił mniej niż 35%.

Szczególnie interesujący jest tutaj przypadek sektora spożywczego, w którym w 2008 r. odnotowano największe przyrosty negatywnych ocen miar rozwojowych, ale i zmniejszenie NOMR w 2009 r. (był jedynym sektorem, w którym to nastąpiło). Podobne charakterystyki w obrębie przyrostów odpowiednio negatywnych i pozytywnych ocen miały miejsce przy SUP, testach dyskryminacyjnych i TZKO. Dowodzi to, że źródłem szybkiej poprawy płynności i wypłacalności spółek w sektorze spożywczym była zakończona sukcesem dla wielu spółek z tego sektora odbudowa dochodowości w 2009 r. W zakresie wpływu zmian koniunkturalnych na inne sektory, należy też zwrócić uwagę na bardzo wysokie średnie i mediany negatywnych ocen miar rozwojowych w sektorze budowlanym w latach 2012–2013 oraz poszukiwawczo-wydobywczym w latach 2013–2015, co szło w parze z innymi analizowanymi wcześniej wielkościami. Tutaj sytuacja wyglądała zupełnie inaczej niż w sektorze spożywczym – to problemy z płynnością (brak środków na terminowe wykonywanie prac), do których jedynie przyczyniły się określone aspekty powiązane z rentownością (np. wzrost cen materiałów budowlanych w sektorze budowlanym), spowodowały kłopoty finansowe spółek, a unormowanie relacji z wierzycielami było warunkiem koniecznym, ale jeszcze niewystarczającym, do poprawy rentowności.

Mając na uwadze przedstawioną powyżej charakterystykę dokonano konfrontacji ocen miar rozwojowych z TZKO.

Relacje pomiędzy miarami rozwojowymi a zarządzaniem kapitałem obrotowym wg kryterium wypłacalności ukazano w tabeli 4.20. Oceniając strukturę spółek z NOMR, można początkowo odnieść wrażenie, że występowało duże zróżnicowanie TZKO w spółkach z NOMR, np. w sektorze budowlanym w aż pięciu latach co najmniej 50% spółek miało NOMR, pomimo tego, że prowadziło ZTZKO. Jeżeli weźmie się pod uwagę liczbę przedsiębiorstw z danymi sposobami zarządzania kapitałem obrotowym, to w sektorze budowlanym, w newralgicznym 2012 r., wśród spółek z NOMR było 8 z ATZKO i 10 z UTZKO, co stanowiło odpowiednio 100 i 82% spółek z takim sposobem zarządzania. Dla kontrastu NOMR dotyczyła wówczas 50% podmiotów o ZTZKO.

Tabela 4.20. NOMR a TZKO wg kryterium wypłacalności w sektorach w latach 2007–2015

Sektory	Miary	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
SBUD	UPZWD i ATZKO	0	1	3	1	1	8	4	2	3
		0	33	21	8	10	32	22	15	25
	UPZWD i UTZKO	3	0	4	5	5	10	7	3	3
		75	0	29	38	50	40	39	23	25
	UPZWD i ZTZKO	1	2	7	7	4	7	7	8	6
SCH	UPZWD i ATZKO	25	67	50	54	40	28	39	62	50
		1	3	4	3	2	1	1	1	5
	UPZWD i UTZKO	33	38	50	75	22	11	14	20	50
		1	2	1	1	4	3	2	0	1
	UPZWD i ZTZKO	33	25	12	25	44	33	29	0	10
1		3	3	0	3	5	4	4	4	
SE	UPZWD i ATZKO	33	38	38	0	33	55	57	80	40
		1	0	0	1	0	0	2	0	1
	UPZWD i UTZKO	20	0	0	12	0	0	17	0	11
		3	2	1	4	2	3	6	4	8
	UPZWD i ZTZKO	60	40	8	50	66	60	50	80	89
1		3	11	3	1	2	4	1	0	
SMB	UPZWD i ATZKO	20	60	92	38	33	40	33	20	0
		0	0	2	1	1	1	0	1	1
	UPZWD i UTZKO	0	0	20	25	33	14	0	20	13
		0	1	4	2	1	4	0	1	3
	UPZWD i ZTZKO	0	20	40	50	33	57	0	20	38
1		4	4	1	1	2	6	3	4	
SMET	UPZWD i ATZKO	100	80	40	25	33	28	100	60	50
		0	2	2	0	0	1	4	1	2
	UPZWD i UTZKO	0	20	15	0	0	10	33	25	25
		3	5	5	5	1	5	6	0	3
	UPZWD i ZTZKO	75	50	38	56	50	50	50	0	38
1		3	6	4	1	4	2	3	3	
		25	30	46	44	50	40	17	75	38

Tabela 4.20 (cd.)

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
SMT	UPZWD i ATZKO	1	1	2	2	2	7	3	4	7	
		50	17	28	66	33	54	38	44	54	
	UPZWD i UTZKO	1	2	1	1	2	2	2	1	2	0
		50	33	14	33	33	15	12	12	22	0
	UPZWD i ZTZKO	0	3	4	0	2	4	4	4	3	6
		0	50	57	0	33	31	50	33	33	46
SO	UPZWD i ATZKO	0	2	3	1	1	0	0	1	1	
		0	25	25	25	13	0	0	25	14	
	UPZWD i UTZKO	2	3	5	2	2	4	2	1	3	
		50	38	42	50	25	57	40	25	43	
	UPZWD i ZTZKO	2	3	4	1	5	3	3	2	3	
		50	38	33	25	62	43	60	50	43	
SMOT	UPZWD i ATZKO	0	1	2	1	0	3	4	4	4	
		0	20	22	13	0	38	66	50	44	
	UPZWD i UTZKO	2	3	2	5	2	2	0	2	2	
		66	60	22	63	66	25	0	25	22	
	UPZWD i ZTZKO	1	1	5	2	1	3	2	2	3	
		33	20	56	25	33	38	33	25	33	
SPW	UPZWD i ATZKO	1	2	3	0	1	1	3	4	6	
		25	40	50	0	25	17	27	40	60	
	UPZWD i UTZKO	1	0	1	1	1	0	2	2	2	
		25	0	17	25	25	0	18	20	20	
	UPZWD i ZTZKO	2	3	2	3	2	5	6	4	2	
		50	60	33	75	50	83	55	40	20	
SWPTSZ	UPZWD i ATZKO	1	1	1	2	0	3	2	1	2	
		100	33	14	33	0	60	66	33	29	
	UPZWD i UTZKO	0	2	2	3	2	2	1	2	5	
		0	66	29	50	66	40	33	66	71	
	UPZWD i ZTZKO	0	0	4	1	1	0	0	0	0	
		0	0	57	17	33	0	0	0	0	
SSPOŻ	UPZWD i ATZKO	1	7	4	3	5	6	7	3	1	
		17	47	44	38	45	43	64	30	11	
	UPZWD i UTZKO	4	4	2	3	4	4	1	4	2	
		67	27	22	38	36	29	9	40	22	
	UPZWD i ZTZKO	1	4	3	2	2	4	3	3	6	
		17	27	33	25	18	29	27	30	66	

ATZKO – agresywna TZKO,
 UTZKO – umiarkowana TZKO,
 ZTZKO – zachowawcza TZKO,

Źródło: opracowanie własne.

Biorąc pod uwagę wcześniej przedstawione zależności, kolejno zbadano korelację pomiędzy TZKO a NOMR (zob. tabela 4.21). Istotność statystyczną relacji oceniono na podstawie wyników testów nieparametrycznych dla trzech lub dwóch grup niezależnych z potwierdzeniem post-hoc Conovera z poprawką Hochberga. Siły związków zbadane były również, tak jak i przy poprzednich korelacjach, za pomocą testu rang Spearmana.

Tabela 4.21. TZKO i SZKO wg kryterium wypłacalności a negatywne oceny miar rozwojowych

Sektory	TZKO			SZKO			
	WT Kruskala-Wallisa	PZT post-hoc	WWKR Spearmana	Normalność rozkładu	Istotność związku	Nazwa miary korelacji	Wartość współczynnika
SBUD	0,0124	tak	0,057	tak	nie	WKL Pearsona	-0,037
SCHF	0,0006	tak	0,207	tak	nie		0,365
SE	0,0001	tak	0,276	nie	tak	WKR Spearmana	0,615
SMB	0,3024	n/a	n/a	tak	nie	WKL Pearsona	-0,152
SMET	0,0021	tak	0,252	tak	nie		0,44
SMT	0,0203	tak	0,159	tak	nie		0,311
SO	0,0001	tak	0,32	tak	nie		0,389
SMOT	0	tak	0,348	tak	tak		0,488
SPW	0,0068	tak	0,188	tak	nie		0,038
SWPTSZ	0,0013	tak	0,353	tak	tak		0,791
SSPOŻ	0,0019	tak	0,218	tak	nie	0,24	

Źródło: opracowanie własne.

Podobnie jak i przy korelacjach pomiędzy TZKO wg kryterium wypłacalności a SUP, istotność badanej relacji występowała we wszystkich sektorach oprócz sektora materiałów budowlanych. Współczynniki korelacji miały dodatnie wartości, co oznacza, że większa ofensywność w ZKO implikowała wzrost częstotliwości występowania NOMR. Tylko w dwóch sektorach był on niższy niż 0,20, a w jednym wyższy niż 0,50, co świadczyło o umiarkowanej sile związku.

Nieco odmiennie kształtowały się relacje pomiędzy sposobem zarządzania kapitałem obrotowym a miarami rozwojowymi w perspektywie długookresowej, które zobrazowano poprzez porównanie realizowanych strategii ze średnioroczną liczbą NOMR w poszczególnych przedsiębiorstwach (zob. tabela 4.22).

Zestawiając prowadzone SZKO wg kryterium wypłacalności z miarami rozwojowymi w długim okresie, zauważalny jest brak istotnego przełożenia stosowanego długofalowego zarządzania kapitałem obrotowym na liczbę spółek z negatywną oceną miar rozwojowych.

Łącznie we wszystkich sektorach rozpoznano 36 przedsiębiorstw z realizowaną ASZKO. Wśród tych podmiotów jedynie 17% spółek miało średnio minimum trzy negatywne miary rozwojowe. Dla porównania, podmiotów z USZKO i ZSZKO o średniej ocenie miar rozwojowych było mniej, tj. odpowiednio 14% (12 z 86 przedsiębiorstw o umiarkowanej strategii) oraz 10% (12 ze 124 spółek o zachowawczej strategii). Powyższe potwierdza z jednej strony, że przedsiębiorstwa o defensywnym sposobie zarządzania kapitałem obrotowym były mniej narażone na wystąpienie problemów z dochodowością, ale przełożenie tej relacji w perspektywie długookresowej nie jest tak silne jak w krótkim okresie.

Tabela 4.22. SZKO wg kryterium wypłacalności a miary rozwojowe w długim okresie

Sektory	Liczba spółek z					
	ZSZKO		USZKO		ASZKO	
	negatyw- ną	pozytywną	negatyw- ną	pozytywną	negatyw- ną	pozytywną
	miar rozwojowych		miar rozwojowych		miar rozwojowych	
SBUD	2	13	1	16	1	2
SCHF	1	11	1	7	1	3
SE	0	20	2	6	0	1
SMB	2	9	0	3	0	1
SMET	1	9	2	6	0	2
SMT	0	10	0	5	0	8
SO	1	11	1	6	0	0
SMOT	2	8	1	6	2	2
SPW	2	5	1	6	1	0
SWPTSZ	0	4	0	6	0	3
SSPOŻ	1	12	3	7	1	8

Źródło: opracowanie własne.

Wnioski z analizy rodzajów prowadzonej SZKO wg kryterium wypłacalności w relacji do realizowanych miar rozwojowych potwierdza badanie korelacji zależności. Do określenia korelacji wykorzystano te same metody badawcze, co przy badaniu związków SZKO z SUP oraz testami dyskryminacyjnymi. Istotność związków wystąpiła jedynie w trzech sektorach, przy czym oddziaływanie to miało silny charakter (współczynniki korelacji z przedziału 0,49–0,79). W przypadku dwóch sektorów współczynniki były ujemne, co znamionuje, że w sektorach tych (budowlany i materiałów budowlanych) utrzymywanie bezpiecznych miar płynnościowych mogło wiązać się z koniecznością akceptacji realizacji niższych przychodów i wskaźników rentowności.

Miary rozwojowe w relacji do zarządzania kapitałem obrotowym wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy z perspektywy potrzeb operacyjnych i pieniędzy-

nych zostały przedstawione w tabeli 4.23. Rozproszenie przedsiębiorstw NOMR w odniesieniu do taktyk zarządzania kapitałem obrotowym wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy z perspektywy potrzeb operacyjnych i pieniężnych było dość zbliżone do rozrzutu dokonywanego w zależności od rodzaju taktyki zarządzania kapitałem pracującym wg kryterium wypłacalności. Podstawowa różnica wynikała z identyfikacji większej liczby spółek z ZTZKO w perspektywie potrzeb operacyjnych i pieniężnych, co przełożyło się na istotnie mniejszy udział przedsiębiorstw z umiarkowanymi i agresywnymi taktykami zarządzania wśród podmiotów z NOMR. W dalszym ciągu relatywnie częstsza była negatywna ewaluacja wyników sprzedażowych przedsiębiorstw, które prowadziły bardziej ofensywne aniżeli defensywne TZKO. Powyższą tezę potwierdza fakt, że na 180 przypadków, gdy przedsiębiorstwa prowadziły agresywną taktykę zarządzania kapitałem obrotowym, w aż 117 (65%) przypadkach wystąpiła NOMR, podczas gdy na 1538 przypadków, gdy sposób zarządzania kapitałem obrotowym był zachowawczy, tylko w 539 (35%) przypadkach miary rozwojowe przedsiębiorstw przyjmowały nieakceptowalne poziomy. Również pozostałe wnioski wyprowadzone dla miar rozwojowych przy taktykach zarządzania wg kryterium wypłacalności pozostają w przedmiotowym podejściu aktualne.

Tabela 4.23. NOMR a TZKO z perspektywy potrzeb operacyjnych i pieniężnych w sektorach

Sektory	Miary	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
SBUD	UPZWD i ATZKO	0	1	1	1	1	6	3	2	3
		0	33	7	8	10	24	17	15	25
	UPZWD i UTZKO	0	0	2	0	0	2	1	0	0
		0	0	14	0	0	8	6	0	0
	UPZWD i ZTZKO	4	2	11	12	9	17	14	11	9
		100	66	79	92	90	68	78	85	75
SCH	UPZWD i ATZKO	1	1	2	1	0	1	0	1	5
		33	13	25	25	0	11	0	20	50
	UPZWD i UTZKO	0	2	2	2	2	0	1	0	0
		0	25	25	50	22	0	14	0	0
	UPZWD i ZTZKO	2	5	4	1	7	8	6	4	5
		66	63	50	25	78	89	86	80	50
SE	UPZWD i ATZKO	0	0	0	1	0	0	1	0	0
		0	0	0	13	0	0	8	0	0
	UPZWD i UTZKO	1	0	0	0	0	0	1	0	1
		20	0	0	0	0	0	8	0	11
	UPZWD i ZTZKO	4	5	12	7	3	5	10	5	8
		80	100	100	87	100	100	83	100	89

Tabela 4.23 (cd.)

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
SMB	UPZWD i ATZKO	0	0	1	0	0	1	0	1	1
		0	0	10	0	0	14	0	20	13
	UPZWD i UTZKO	0	0	1	1	1	0	0	0	0
		0	0	10	25	33	0	0	0	0
	UPZWD i ZTZKO	1	5	8	3	2	6	6	4	7
		100	100	80	75	66	86	100	80	87
SMET	UPZWD i ATZKO	0	0	1	0	0	0	1	0	1
		0	0	8	0	0	0	8	0	13
	UPZWD i UTZKO	0	2	1	0	0	1	3	1	1
		0	20	8	0	0	10	25	25	13
	UPZWD i ZTZKO	4	8	11	9	2	9	8	3	6
		100	80	85	100	100	90	67	75	75
SMT	UPZWD i ATZKO	1	1	2	2	2	5	2	3	7
		50	17	29	66	33	38	25	33	54
	UPZWD i UTZKO	0	0	0	0	0	2	1	2	0
		0	0	0	0	0	15	13	22	0
	UPZWD i ZTZKO	1	5	5	1	4	6	5	4	6
		50	83	71	33	66	46	63	44	46
SO	UPZWD i ATZKO	0	0	1	1	0	0	0	1	1
		0	0	8	25	0	0	0	25	14
	UPZWD i UTZKO	0	2	2	0	1	0	0	0	0
		0	25	17	0	13	0	0	0	0
	UPZWD i ZTZKO	4	6	9	3	7	7	5	3	6
		100	75	75	75	87	100	100	75	86
SMOT	UPZWD i ATZKO	0	0	1	0	0	3	2	4	3
		0	0	11	0	0	38	33	50	33
	UPZWD i UTZKO	0	1	1	1	0	0	2	0	1
		0	20	11	13	0	0	33	0	11
	UPZWD i ZTZKO	3	4	7	7	3	5	2	4	5
		100	80	78	87	100	62	33	50	56
SPW	UPZWD i ATZKO	1	1	3	0	1	1	2	3	4
		25	20	50	0	25	17	18	30	40
	UPZWD i UTZKO	0	1	0	0	0	0	1	1	2
		0	20	0	0	0	0	9	10	20
	UPZWD i ZTZKO	3	3	3	4	3	5	8	6	4
		75	60	50	100	75	83	73	60	40
SWPTSZ	UPZWD i ATZKO	0	0	1	2	0	1	1	0	1
		0	0	14	33	0	20	33	0	14

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	UPZWD i UTZKO	1	1	0	0	0	2	1	1	1
		100	33	0	0	0	40	33	33	14
	UPZWD i ZTZKO	0	2	6	4	3	2	1	2	5
		0	66	86	66	100	40	33	66	71
SSPOŻ	UPZWD i ATZKO	1	1	3	0	1	4	2	2	0
		17	7	33	0	9	29	18	20	0
	UPZWD i UTZKO	0	6	1	3	4	2	5	1	1
		0	40	11	38	36	14	45	10	11
	UPZWD i ZTZKO	5	8	5	5	6	8	4	7	8
		83	53	56	62	55	57	36	70	89

Źródło: opracowanie własne.

Podobnie, jak i w sytuacji, gdy TZKO wyznaczana była wg kryterium wypłacalności, SMB był także jednym z dwóch sektorów (oprócz sektora elektromaszynowego), w którym nie występowała istotność statystyczna dla relacji pomiędzy NOMR a TZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy oraz perspektywy potrzeb operacyjnych i pieniężnych (zob. tabela 4.24). W pozostałych sektorach istotność statystyczna była potwierdzona, zaś siła związku miała wyraźny charakter (współczynniki korelacji z przedziału 0,17–0,33). Najsilniejszą korelacją występowała dla sektora motoryzacyjnego, pomimo faktu, że do 2010 r. włącznie stosunkowo niewiele przedsiębiorstw prowadziło umiarkowane i agresywne TZKO. Wśród nich były podmioty najbardziej dotknięte problemami z realizowaną rentownością.

W przypadku wpływu SZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy oraz perspektywy potrzeb operacyjnych i pieniężnych na osiąganą dochodowość w długim okresie, rozrzut proporcji był nieco większy (zob. tabela 4.25). Zidentyfikowano wysoką (minimum 3) średnią NOMR u 29% przedsiębiorstw z agresywną, 23% spółek z umiarkowaną oraz 10% podmiotów z zachowawczą strategią zarządzania kapitałem obrotowym. Należy mieć przy tym na uwadze, że strategie operowania kapitałem obrotowym wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy oraz perspektywy potrzeb operacyjnych i pieniężnych były w przypadku 85% przedsiębiorstw zachowawcze, przez co wielkość próby dla spółek z pozostałymi rodzajami strategii była relatywnie niewielka (podmiotów z agresywną strategią zarządzania było tylko siedem), co może w pewnym zakresie zniekształcać wyniki badań.

Tabela 4.24. TZKO i SZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy oraz perspektywy potrzeb operacyjnych i pieniężnych a NOMR

Sektory	TZKO			SZKO			
	WT Kruskala- Wallisa	PZT post-hoc	WWKR Spearmana	Normal- ność rozkładu	Istot- ność związku	Nazwa miary korelacji	Wartość współ- czynnika
SBUD	0,0071	tak	0,168	nie	nie	WKR Spearmana	0,241
SCHF	0,0005	tak	0,285	nie	tak		0,643
SE	0,1352	n/a	n/a	nie	tak		0,47
SMB	0,0918	n/a	n/a	nie	nie		0,032
SMET	0,011	tak	0,227	nie	tak		0,522
SMT	0,0121	tak	0,211	nie	nie		0,176
SO	0,001	tak	0,299	nie	nie		0,239
SMOT	0,0002	tak	0,33	nie	tak		0,705
SPW	0,0082	tak	0,271	nie	nie		-0,052
SWPTSZ	0,0231	tak	0,261	nie	nie		0,791
SSPOŻ	0,0055	tak	0,196	nie	tak		0,277

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 4.25. SZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy oraz perspektywy potrzeb operacyjnych i pieniężnych a rentowność w długim okresie

Sektory	Liczba spółek z					
	ZSZKO		USZKO		ASZKO	
	negatywną	negatywną	negatywną	negatywną	negatywną	negatywną
	miar rozwojowych		miar rozwojowych		miar rozwojowych	
SBUD	2	28	2	3	0	0
SCHF	1	18	2	3	0	0
SE	2	26	0	1	0	0
SMB	2	12	0	1	0	0
SMET	3	17	0	0	0	0
SMT	0	15	0	5	0	3
SO	2	17	0	0	0	0
SMOT	3	14	1	2	1	0
SPW	2	9	1	2	1	0
SWPTSZ	0	10	0	3	0	0
SSPOŻ	4	21	1	4	0	2

Źródło: opracowanie własne.

Korelacje pomiędzy prowadzonymi strategiami zarządzania kapitałem obrotowym wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy oraz perspektywy potrzeb operacyjnych i pieniężnych a osiąganymi miarami rentowności zostały ujęte w tabeli

4.25. Istotność związków została potwierdzona tylko dla pięciu sektorów. Podobnie, jak przy korelacji z taktykami sterowania kapitałem obrotowym wg kryterium wypłacalności, w sektorach z potwierdzoną istotnością, siła oddziaływania była znaczna (poza sektorem spożywczym współczynniki korelacji powyżej 0,45). W sektorze poszukiwawczo-wydobywczym wskaźnik korelacji był nieznacznie ujemny, co wywołane było silnym przyrostem NOMR w spółkach z tego sektora od 2013 r. Taka sytuacja spowodowała, że długoterminowa ocena miar rozwojowych dla spółek była nierzadko negatywna, podczas gdy mając na uwadze zachowawczy sposób zarządzania kapitałem obrotowym do 2012 r. włącznie, strategia zarządzania nie była określana jako agresywna.

Miary rozwojowe w kontekście zarządzania kapitałem obrotowym wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy z perspektywy prowadzonej działalności operacyjnej zaprezentowano w tabeli 4.26. Rozkład spółek z NOMR w zależności od taktyk zarządzania kapitałem obrotowym wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy oraz perspektywy prowadzonej działalności operacyjnej także utrzymywał wcześniej opisane tendencje dla przedsiębiorstw z innymi metodami identyfikacji zarządzania kapitałem obrotowym.

Poszczególne udziały zbliżone były zwłaszcza do tych, które występowały, gdy TZKO wyznaczane były wg kryterium wypłacalności. Dotyczyło to zarówno uwzględnienia wpływu wahań koniunkturalnych dla sektora spożywczego (2008 r.), budowlanego (2012 r.) czy poszukiwawczo-wydobywczego (lata 2014–2015), jak również praktyk obowiązujących w danych sektorach (np. dominacja przedsiębiorstw z zachowawczą i UTZKO w sektorze elektromaszynowym, przekładająca się na niewielką liczbę podmiotów z agresywną taktyką zarządzania kapitałem pracującym i NOMR).

Istotność relacji zachodzących pomiędzy NOMR a taktykami zarządzania kapitałem obrotowym wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy i perspektywy realizowanej działalności operacyjnej (zob. tabela 4.27) została udowodniona dla większości sektorów. Wyjątki stanowiły sektory: elektromaszynowy, materiałów budowlanych oraz poszukiwawczo-wydobywczy. Korelacje były w dalszym ciągu przeciętne (mniej niż 0,40), ale wyraźne. Podobnie, przy perspektywie potrzeb operacyjnych i pieniężnych, największa siła związku była odnotowana w sektorze motoryzacyjnym.

Z uwagi na większe rozproszenie przedsiębiorstw w zakresie rodzajów prowadzonych SZKO w perspektywie prowadzonej działalności operacyjnej w porównaniu do prezentowanego w poprzedniej sekcji ujęcia, ocena zależności pomiędzy długookresowym zarządzaniem kapitałem obrotowym a miarami rozwojowymi (zob. tabela 4.28) była bardziej miarodajna. Wyniki uzyskane w tym podejściu były bardzo zbliżone do uzyskanych przy identyfikacji SZKO wg kryterium wypłacalności, tj. średnią NOMR wynoszącą co najmniej 3,0 rozpoznano u 17% przedsiębiorstw z agresywną, 12% z umiarkowaną oraz 11% z zachowawczą strategią zarządzania kapitałem obrotowym. Nie występowała koncentracja w sektorach

spółek z NOMR i danymi rodzajami strategii. Nie było przedsiębiorstw ze średnią oceną NOMR powyżej 3,0 w sektorach medialno-telekomunikacyjnym oraz wyrobów papierniczych i tworzyw sztucznych.

Tabela 4.26. NOMR a TZKO z perspektywy prowadzonej działalności operacyjnej w sektorach w latach 2007–2015

Sektory	Miary	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
SBUD	UPZWD i ATZKO	0	1	3	1	1	8	4	2	3
		0	33	21	8	10	32	22	15	25
	UPZWD i UTZKO	2	0	5	4	5	9	5	4	3
		50	0	36	31	50	36	28	31	25
	UPZWD i ZTZKO	2	2	6	8	4	8	9	7	6
		50	67	43	62	40	32	50	54	50
SCH	UPZWD i ATZKO	1	3	4	3	2	1	1	1	5
		33	38	50	75	22	11	14	20	50
	UPZWD i UTZKO	1	3	1	1	3	3	2	1	1
		33	38	13	25	33	33	29	20	10
	UPZWD i ZTZKO	1	2	3	0	4	5	4	3	4
		33	25	38	0	44	55	57	60	40
SE	UPZWD i ATZKO	1	0	0	1	0	0	2	0	1
		20	0	0	12	0	0	17	0	11
	UPZWD i UTZKO	2	1	1	5	1	3	6	4	8
		40	20	8	63	33	60	50	80	89
	UPZWD i ZTZKO	2	4	11	2	2	2	4	1	0
		40	80	92	25	67	40	33	20	0
SMB	UPZWD i ATZKO	0	0	2	1	1	1	0	1	1
		0	0	20	25	33	14	0	20	12
	UPZWD i UTZKO	0	1	4	3	1	4	1	2	3
		0	20	40	75	33	57	17	40	38
	UPZWD i ZTZKO	1	4	4	0	1	2	5	2	4
		100	80	40	0	33	29	83	40	50
SMET	UPZWD i ATZKO	0	2	2	0	0	1	4	1	2
		0	20	15	0	0	10	33	25	25
	UPZWD i UTZKO	3	5	6	6	1	6	6	0	3
		75	50	47	67	50	60	50	0	38
	UPZWD i ZTZKO	1	3	5	3	1	3	2	3	3
		25	30	38	33	50	30	17	25	38

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
SMT	UPZWD i ATZKO	1	1	2	2	2	7	3	5	7
		50	17	29	66	33	54	38	55	54
	UPZWD i UTZKO	1	2	1	1	2	2	1	1	2
		50	33	14	33	33	15	12	11	15
	UPZWD i ZTZKO	0	3	4	0	2	4	4	3	4
		0	50	57	0	33	31	50	33	31
SO	UPZWD i ATZKO	0	2	3	1	1	0	0	1	1
		0	24	25	25	12	0	0	25	14
	UPZWD i UTZKO	2	3	5	2	3	5	2	1	4
		50	38	42	50	38	72	40	25	57
	UPZWD i ZTZKO	2	3	4	1	4	2	3	2	2
		50	38	33	25	50	28	60	50	29
SMOT	UPZWD i ATZKO	0	1	2	1	0	3	4	4	4
		0	20	22	13	0	38	67	50	44
	UPZWD i UTZKO	2	3	2	5	2	2	0	2	1
		67	60	22	63	66	25	0	25	11
	UPZWD i ZTZKO	1	1	5	2	1	3	2	2	4
		33	20	56	25	33	38	33	25	44
SPW	UPZWD i ATZKO	1	2	3	0	1	1	3	4	6
		25	40	50	0	25	17	27	40	60
	UPZWD i UTZKO	1	0	1	1	0	0	3	2	2
		25	0	17	25	0	0	27	20	20
	UPZWD i ZTZKO	2	3	2	3	3	5	5	4	2
		50	60	33	75	75	83	45	40	20
SWPTSZ	UPZWD i ATZKO	1	1	1	2	0	3	2	1	2
		100	33	14	33	0	60	67	33	29
	UPZWD i UTZKO	0	2	2	3	2	2	1	2	5
		0	67	29	50	67	40	33	67	71
	UPZWD i ZTZKO	0	0	4	1	1	0	0	0	0
		0	0	57	17	33	0	0	0	0
SSPOŻ	UPZWD i ATZKO	1	7	4	3	5	6	7	3	1
		17	47	44	38	45	43	64	30	11
	UPZWD i UTZKO	3	4	2	3	4	4	1	3	2
		50	27	22	38	36	29	9	30	22
	UPZWD i ZTZKO	2	4	3	2	2	4	3	4	6
		33	27	33	24	18	29	27	40	67

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 4.27. TZKO i SZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy i perspektywy prowadzonej działalności operacyjnej a NOMR

Sektory	TZKO			SZKO			
	WT Kruskala- Wallisa lub U-Mannna Whitneya	PZT post-hoc	WWKR Spearmana	Normal- ność rozkładu	Istotność związku	Nazwa miary korela- cji	Wartość współ- czynnika
SBUD	0,0017	tak	0,202	tak	nie	WKL Pearso- na	-0,053
SCHF	0	tak	0,248	tak	nie		0,26
SE	0,1378	n/a	n/a	tak	tak	WKR Spear- mana	0,571
SMB	0,2445	n/a	n/a	nie	nie	WKL Pearso- na	-0,014
SMET	0,013	n/a	0,189	tak	nie		0,318
SMT	0,0078	tak	0,228	tak	nie		0,353
SO	0	tak	0,376	tak	nie		0,393
SMOT	0	tak	0,397	tak	tak		0,453
SPW	0,0391	nie	n/a	tak	nie		0,036
SWPTSZ	0,0243	tak	0,26	tak	tak		0,795
SSPOŻ	0,0025	tak	0,201	tak	nie	0,179	

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 4.28. SZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy i perspektywy prowadzonej działalności operacyjnej a rentowność w długim okresie

Sektory	Liczba spółek z					
	ZSZKO		USZKO		ASZKO	
	negatywną	negatywną	negatywną	negatywną	negatywną	negatywną
	miar rozwojowych		miar rozwojowych		miar rozwojowych	
SBUD	2	13	1	16	1	2
SCHF	1	10	1	7	1	4
SE	0	20	2	6	0	1
SMB	1	8	1	4	0	1
SMET	1	9	2	6	0	2
SMT	0	10	0	6	0	7
SO	1	10	1	7	0	0
SMOT	2	8	1	6	2	2
SPW	2	3	1	8	1	0
SWPTSZ	0	4	0	6	0	3
SSPOŻ	1	9	3	10	1	8

Źródło: opracowanie własne.

Związki SZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy oraz perspektywy prowadzonej działalności operacyjnej a realizowanymi miarami rozwojowymi przedstawiono w tabeli 4.28. Istotność relacji wystąpiła tylko w przypadku trzech sektorów, dla których współczynniki korelacji były dość wysokie. Analogicznie jak w poprzednich ujęciach, wśród takich sektorów występował sektor elektromaszynowy charakteryzujący się dużym konserwatyzmem w zakresie realizowanych SZKO i znacznej wrażliwości na zmiany w obszarze osiąganego rentowności. Współczynniki korelacji miały ujemne wartości dla sektorów: budowlanego i materiałów budowlanych, z analogicznych powodów jak przy strategiach wyznaczonych wg kryterium wypłacalności.

Miary rozwojowe w relacji do zarządzania kapitałem obrotowym wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy z perspektywy realizowanej sprzedaży zostały ujęte w tabeli 4.29.

Z uwagi na to, że rodzaje taktyk zarządzania kapitałem obrotowym identyfikowanych wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy oraz perspektywy realizowanej sprzedaży bardzo rzadko miały charakter umiarkowany, przynależność spółek z NOMR do poszczególnych grup taktyk operowania kapitałem pracującym z tego ujęcia ograniczona była najczęściej do przedsiębiorstw z zachowawczym bądź agresywnym sposobem zarządzania. W konsekwencji, w niektórych sektorach występowały lata, w których NOMR dotyczyły tylko spółek o zachowawczych (w przypadku sektora budowlanego, elektromaszynowego, materiałów budowlanych, metalowego, wyrobów papierniczych i tworzyw sztucznych), jak również i agresywnych TZKO (w przypadku sektora chemiczno-farmaceutycznego i medialno-telekomunikacyjnego). Pozostałe charakterystyki typowe dla relacji pomiędzy sposobami ZKO a miarami rozwojowymi, były analogiczne jak w innych ujęciach.

Przy zależnościach pomiędzy taktykami zarządzania kapitałem obrotowym wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy i perspektywy realizowanej działalności sprzedaży (zob. tabela 4.30) udowodniona została z kolei istotność statystyczna dla wszystkich sektorów oprócz sektora materiałów budowlanych.

Wartości współczynnika Spearmana były znacznie bardziej rozproszone niż przy przedstawionych powyżej perspektywach – najniższy poziom wynosił 0,06 dla sektora budowlanego, zaś najwyższy – 0,36 dla sektora wyrobów papierniczych i tworzyw sztucznych, a na tak szeroki rozrzut wpływ miała bardzo niewielka liczba przedsiębiorstw z UTZKO.

Tabela 4.29. NOMR a TZKO z perspektywy realizowanej sprzedaży w poszczególnych sektorach w latach 2007–2015

Sektory	Miary	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
SBUD	UPZWD i ATZKO	0	1	3	1	2	9	4	3	3
		0	33	21	8	20	36	22	23	25
	UPZWD i UTZKO	0	0	0	0	1	1	0	0	0
		0	0	0	0	10	4	0	0	0
	UPZWD i ZTZKO	4	2	11	12	7	15	14	10	9
		100	67	79	92	70	60	78	77	75
SCHF	UPZWD i ATZKO	1	3	5	4	3	2	1	2	6
		33	38	62	100	33	22	14	40	60
	UPZWD i UTZKO	0	0	0	0	0	1	0	0	0
		0	0	0	0	0	11	0	0	0
	UPZWD i ZTZKO	2	5	3	0	6	6	6	3	4
		67	62	28	0	67	67	86	60	40
SE	UPZWD i ATZKO	1	0	0	1	0	1	2	0	1
		20	0	0	12	0	20	17	0	11
	UPZWD i UTZKO	0	0	0	0	0	0	0	0	0
		0	0	0	0	0	0	0	0	0
	UPZWD i ZTZKO	4	5	12	7	3	4	10	5	8
		80	100	100	88	100	80	83	100	89
SMB	UPZWD i ATZKO	0	0	2	1	1	1	0	1	1
		0	0	20	25	33	14	0	20	12
	UPZWD i UTZKO	0	0	0	0	0	0	0	0	0
		0	0	0	0	0	0	0	0	0
	UPZWD i ZTZKO	1	5	8	3	2	6	6	4	7
		100	100	80	75	67	86	100	80	88
SMET	UPZWD i ATZKO	0	2	3	0	0	1	4	2	2
		0	20	23	0	0	10	33	50	25
	UPZWD i UTZKO	0	0	0	0	0	0	0	0	0
		0	0	0	0	0	0	0	0	0
	UPZWD i ZTZKO	4	8	10	9	2	9	8	2	6
		100	80	77	100	100	90	67	50	75
SMT	UPZWD i ATZKO	2	1	2	2	2	7	3	5	7
		100	17	29	67	33	54	37	56	54
	UPZWD i UTZKO	0	0	0	0	0	0	0	0	0
		0	0	0	0	0	0	0	0	0
	UPZWD i ZTZKO	0	5	5	1	4	6	5	4	6
		0	83	71	33	67	46	63	44	46

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
SO	UPZWD i ATZKO	0	2	3	1	2	1	1	2	1
		0	25	25	25	25	14	20	50	14
	UPZWD i UTZKO	0	0	1	1	0	1	0	0	0
		0	0	8	25	0	14	0	0	0
	UPZWD i ZTZKO	4	6	8	2	6	5	4	2	6
		100	75	67	50	75	71	80	50	86
SMOT	UPZWD i ATZKO	1	1	2	2	0	5	4	4	5
		33	20	22	25	0	63	67	50	56
	UPZWD i UTZKO	0	0	0	0	0	0	0	1	0
		0	0	0	0	0	0	0	12	0
	UPZWD i ZTZKO	2	4	7	6	3	3	2	3	4
		67	80	78	75	100	37	33	38	44
SPW	UPZWD i ATZKO	2	2	3	1	2	1	3	6	7
		50	40	50	25	50	17	27	60	70
	UPZWD i UTZKO	0	0	1	0	0	0	0	0	0
		0	0	17	0	0	0	0	0	0
	UPZWD i ZTZKO	2	3	2	3	2	5	8	4	3
		50	60	33	75	50	83	73	40	30
SWPTSZ	UPZWD i ATZKO	1	1	1	3	0	3	2	1	2
		100	33	14	50	0	60	67	33	29
	UPZWD i UTZKO	0	0	0	0	0	0	1	0	0
		0	0	0	0	0	0	33	0	0
	UPZWD i ZTZKO	0	2	6	3	3	2	0	2	5
		0	67	86	50	100	40	0	67	71
SSPOŻ	UPZWD i ATZKO	2	8	4	3	5	6	7	3	1
		33	53	44	38	45	43	64	30	11
	UPZWD i UTZKO	0	0	0	0	0	0	0	0	0
		0	0	0	0	0	0	0	0	0
	UPZWD i ZTZKO	4	7	5	5	6	8	4	7	8
		67	47	56	62	55	57	36	70	89

Źródło: opracowanie własne.

Przy identyfikacji strategii z perspektywy realizowanej sprzedaży widoczne były największe różnice w rozrzucie przedsiębiorstw ze średniorocznymi NOMR (zob. tabela 4.31).

Tabela 4.30. TZKO i SZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy i perspektywy realizowanej sprzedaży a NOMR

Sektory	TZKO			SZKO			
	WT Kruskala-Wallisa	PZT post-hoc	WWKR Spearmana	Normalność rozkładu	Istotność związku	Nazwa miary korelacji	Wartość współczynnika
SBUD	0,0115	tak	0,055	nie	nie	WKR Spearmana	0,263
SCHF	0,0005	tak	0,179	nie	tak		0,567
SE	0	tak	0,301	nie	tak		0,385
SMB	0,2556	n/a	n/a	nie	nie		-0,067
SMET	0,0046	tak	0,224	nie	tak		0,607
SMT	0,0124	tak	0,203	nie	nie		0,183
SO	0,0001	tak	0,3	nie	nie		0,373
SMOT	0,0002	tak	0,292	nie	tak		0,648
SPW	0,0074	tak	0,193	tak	nie	WKL Pearsona	0,283
SWPTSZ	0,0011	tak	0,357	nie	tak	WKR Spearmana	0,77
SSPOŻ	0,0029	tak	0,182	nie	nie		0,29

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 4.31. SZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy i perspektywy realizowanej sprzedaży a ocena miar rozwojowych w długim okresie

Sektory	Liczba spółek z					
	ZSZKO		USZKO		ASZKO	
	negatywną	negatywną	negatywną	negatywną	negatywną	negatywną
	miar rozwojowych		miar rozwojowych		miar rozwojowych	
SBUD	2	25	2	6	0	0
SCHF	0	14	1	5	2	2
SE	2	25	0	1	0	1
SMB	2	12	0	0	0	1
SMET	2	14	1	2	0	1
SMT	0	13	0	4	0	6
SO	1	15	1	2	0	0
SMOT	2	11	2	3	1	2
SPW	1	7	1	4	2	0
SWPTSZ	0	10	0	1	0	2
SSPOŻ	1	16	4	6	0	5

Źródło: opracowanie własne.

W tym ujęciu najwięcej było przedsiębiorstw ze średnią NOMR na poziomie nie niższym niż 3,0 wśród podmiotów z umiarkowaną (26%), a nie agresywną strategią (20%) zarządzania kapitałem obrotowym. Niewielka była liczba przedsiębiorstw ze słabą długookresową dochodowością i zachowawczą strategią zarządzania kapitałem obrotowym (dotyczyło 7% przedsiębiorstw z takim rodzajem strategii). Analizując powyższe, należy mieć przy tym na uwadze, że średnioroczna NOMR wystąpiła jedynie u 12% badanych spółek, podczas gdy realizowana długookresowa SZKO potrafiła mieć wpływ również na generowane wyniki w obszarze dochodowości, także w krótkim okresie.

Korelacja SZKO z przedmiotowego ujęcia z wygenerowanymi miarami rozwojowymi została przedstawiona w tabeli 4.31. Związki były istotne tylko w przypadku pięciu sektorów o znacznej sile oddziaływania. Jedynym sektorem o ujemnej korelacji był sektor materiałów budowlanych, podobnie jak przy relacjach miar rozwojowych ze strategiami zarządzania kapitałem obrotowym wg kryterium wypłacalności oraz zapotrzebowania na kapitał obrotowy i perspektywy prowadzonej działalności operacyjnej.

Mając na uwadze powyższe rozważania, można dojść do następujących wniosków:

- występowała duża liczba przedsiębiorstw, które prowadząc zachowawczą taktykę zarządzania kapitałem obrotowym, miało słabą dochodowość,
- przedsiębiorstwa, które prowadziły agresywną taktykę zarządzania kapitałem obrotowym, były bardziej narażone na wystąpienie NOMR, zwłaszcza w sektorach, gdzie dominującą taktyką sterowania kapitałem pracującym była TZ,
- w przypadku, gdy w danym sektorze było widoczne ogólne pogorszenie się koniunktury, to podmiotom, które realizowały konserwatywną TZKO łatwiej było uniknąć problemów z dochodowością.

4.5. Analiza wybranych determinant kapitału obrotowego

Kierując się rozważaniami przedstawionymi w rozdziale 3, weryfikacji poddano wpływ na sposób zarządzania kapitałem obrotowym głównych jego determinant w postaci:

- wysokości ponoszonych wydatków inwestycyjnych (CAPEX),
- agresywności wypłacanej dywidendy,
- poziomu wahań na rynkach walutowych,
- zmian w zarządzie i akcjonariacie.

Tabela 4.32. Determinanty kapitału obrotowego a TZKO wg różnych kryteriów

TZKO wg kryterium	SBUD	SCHF	SE	SMB	SMET	SMT	SO	SMOT	SPW	SWPTSZ	SSPOZ
Wypłacalności a poziom CAPEX	0,7408	0,8402	0,3519	0,0423	0,0222	0,9159	0,0104	0,0069	0,0354	0,9142	0,0102
Zapotrzebowania na kapitał obrotowy przy perspektywie potrzeb operacyjnych i pieniężnych a poziom CAPEX	0,9046	1	0,7166	0,7847	0,0869	0,7286	0,6493	0,6597	0,0012	1	0,0042
Zapotrzebowania na kapitał obrotowy i perspektywy prowadzonej działalności operacyjnej a poziom CAPEX	0,6941	1	0,1755	0,5415	0,7513	1	0,1687	0,4959	0,0045	1	0,0026
Zapotrzebowania na kapitał obrotowy i perspektywy realizowanej sprzedaży a poziom CAPEX	0,6885	0,1017	0,1131	0,4373	0,0696	0,914	0,0059	0,0238	0,0203	1	0,0335
Wypłacalności a agresywna wypłata dywidendy	0,2574	0,2915	0,0112	0,4518	0,8895	0,0057	0,0909	0,5782	0,046	0,5633	0,0008
Zapotrzebowania na kapitał obrotowy przy perspektywie potrzeb operacyjnych i pieniężnych a agresywna wypłata dywidendy	0,3968	0,8294	0,5325	0,7781	1	0,1357	0,5975	0,8885	0,57	1	0
Zapotrzebowania na kapitał obrotowy i perspektywy prowadzonej działalności a agresywna wypłata dywidendy	0,4333	0,0246	0,6381	0,2974	0,0744	0,2744	1	0,4637	1	0,8191	0
Zapotrzebowania na kapitał obrotowy i perspektywy operacyjnej realizowanej sprzedaży a agresywna wypłata dywidendy	0,3246	0,3358	0,0059	0,4965	0,5128	0,0093	0,3916	0,4614	0,214	0,6234	0,086
Wypłacalności a wynik na różnicach kursowych i instrumentach pochodnych	0,0002	n/a	0,584	0,6522	0,2274	n/a	0,0111	0,0051	0,008	0,215	0,0355
Zapotrzebowania na kapitał obrotowy i perspektywy potrzeb operacyjnych i pieniężnych a wynik na różnicach kursowych i instrumentach pochodnych	0,0001	n/a	1	1	0,2274	n/a	0,0016	0,0051	0,0001	0,0841	0,0056
Zapotrzebowania na kapitał obrotowy i perspektywy realizowanej działalności operacyjnej a wynik na różnicach kursowych i instrumentach pochodnych	0,0007	n/a	1	1	0,2967	n/a	0,0324	0,0202	0,0456	0,243	0,0449
Zapotrzebowania na kapitał obrotowy i perspektywy realizowanej sprzedaży a wynik na różnicach kursowych i instrumentach pochodnych	0,0002	n/a	0,7648	0,1168	0,1144	n/a	0,0048	0,0051	0,0054	0,215	0,0083
Wypłacalności a rozproszenie akcjonariatu	0,0053	0,1114	0,1784	0,5835	0,155	0,1023	0,0555	0,9972	0,339	0,0011	0,0047
Zapotrzebowania na kapitał obrotowy przy perspektywie potrzeb operacyjnych i pieniężnych a rozproszenie akcjonariatu	0,2348	0,0226	0,8116	0,0733	1	0,3794	0,1891	0,0537	0,1758	0,0274	0,0091
Zapotrzebowania na kapitał obrotowy przy perspektywie prowadzonej działalności operacyjnej a rozproszenie akcjonariatu	0,1303	0,6556	0,2891	0,6015	0,7487	0,6799	0,0107	0,212	0,1063	0,0068	0,0086
Zapotrzebowania na kapitał obrotowy przy perspektywie realizowanej sprzedaży a rozproszenie akcjonariatu	0,0006	0,2808	0,1567	0,6846	0,1828	0,4858	0,0146	0,8497	0,3744	0,0022	0,0021
Wypłacalności a istotne zmiany w zarządzie	0,0159	0,3578	0,0015	0,214	0,224	0,0317	0,0294	0,6388	0,2279	0,8373	0,0034
Zapotrzebowania na kapitał obrotowy przy perspektywie potrzeb operacyjnych i pieniężnych a istotne zmiany w zarządzie	0,0611	0,1731	0,0042	0,1388	0,0582	0,0651	0,0072	0,6188	0,3021	0,7172	0,0002
Zapotrzebowania na kapitał obrotowy i perspektywy prowadzonej działalności operacyjnej a istotne zmiany w zarządzie	0,0039	0,0647	0,0087	0,2781	0,7487	0,0118	0,0342	0,6419	0,7403	0,4389	0,0057
Zapotrzebowania na kapitał obrotowy i perspektywy realizowanej sprzedaży a istotne zmiany w zarządzie	0,0192	0,3647	0,0011	0,2687	0,4212	0,0154	0,0542	0,8045	0,2558	0,8478	0,0044
Wypłacalności a realizacja celów finansowych	0,2585	0,6283	0,0853	0,9218	0,5629	0,0721	0,6779	0,4593	0,249	0,9713	0,8116
Zapotrzebowania na kapitał obrotowy przy perspektywie potrzeb operacyjnych i pieniężnych a realizacja celów finansowych	0,4687	0,4512	0,3653	1	0,5456	0,0692	0,0751	0,5205	0,2602	1	0,2623
Zapotrzebowania na kapitał obrotowy przy perspektywie prowadzonej działalności operacyjnej a realizacja celów finansowych	0,1896	0,2043	0,516	0,2791	0,6849	0,0218	0,102	0,3163	1	0,8881	0,5602
Zapotrzebowania na kapitał obrotowy i perspektywy realizowanej sprzedaży a realizacja celów finansowych	0,5016	0,6546	0,0025	0,4561	0,6861	0,077	0,6858	0,4957	0,2432	0,9994	0,4715

Źródło: opracowanie własne.

Z uwagi na to, że determinanty te przedstawiono w formie danych kategori-
cznych, możliwe było jedynie zbadanie istotności statystycznej związków bez analizy
siły korelacji. Do powyższego wykorzystano testy parametryczne chi-kwadrat lub
w razie niespełnienia założeń testy nieparametryczne Fishera. Jako poziom istot-
ności przyjęto 0,05. W przypadku, gdy wartość testowa przekraczała tę wielkość,
przyjmowaną hipotezę zerową o braku istotności związku. Relacje determinant
z TZKO przedstawia tabela 4.32.

4.5.1. Ocena wydatków inwestycyjnych w kontekście zarządzania kapitałem obrotowym

W przypadku determinanty sposobu zarządzania kapitałem obrotowym w po-
staci wielkości CAPEX przyjęto następujące rozgraniczenie:

- jeżeli łączny poziom wydatków inwestycyjnych był niższy od wygenerowa-
nej w danym roku nadwyżki finansowej oraz nie przekraczał 30% kapitału
własnego, to wówczas uznawano, że zrealizowane nakłady inwestycyjne
były niskie,
- jeżeli łączny poziom wydatków inwestycyjnych przekraczał którąś z wymie-
nionych powyżej relacji, to wówczas uznawano, że nakłady inwestycyjne
były wysokie.

Poziom wydatków inwestycyjnych wyznaczano na podstawie danych dotyczą-
cych wpływów z działalności inwestycyjnej (bez lokat itp.). Tak wyznaczany po-
ziom CAPEX w większości sektorów rozpoznawany był jako wysoki.

W zakresie wpływu poziomu CAPEX na TZKO wg kryterium wypłacalności
istotność statystyczna relacji została potwierdzona dla sześciu sektorów. Dość
rzadko dochodziło przy tym do sytuacji, w której jednoroczny poziom wydatków
inwestycyjnych był tak wysoki, że wywoływał zmianę sposobu zarządzania kapita-
łem obrotowym i pozycji płynnościowej przedsiębiorstwa. W perspektywie kilku-
letniej takie sytuacje już częściej się pojawiały.

Zależność pomiędzy wielkością CAPEX a TZKO wg kryterium zapotrzebowa-
nia na kapitał obrotowy przy perspektywie potrzeb operacyjnych i pieniężnych była
z kolei istotna jedynie dla dwóch sektorów (tj. sektora spożywczego oraz poszu-
kiwawczo-wydobywczego). Tak niewielkie oddziaływanie wynikało z małej liczb-
y przedsiębiorstw z ATZKO identyfikowanych z przedmiotowej perspektywy.
Wśród podmiotów o ATZKO występowały przy tym w dużej mierze spółki o bar-
dzo trudnej sytuacji finansowej, które przez wiele lat obejmowane były procesami
restrukturyzacyjnymi, podczas których nie mogły podejmować istotnych działań
inwestycyjnych.

Podobnie jak i w poprzedniej optyce, tak i przy relacji pomiędzy CAPEX a TZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy i perspektywy prowadzonej działalności operacyjnej również dla sektorów: spożywczego oraz poszukiwawczo-wydobywczego jako jedynych wystąpiła istotność statystyczna relacji pomiędzy poziomem realizowanych wydatków inwestycyjnych a taktyką zarządzania kapitałem obrotowym wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy. Zależność dotyczyła więc branż, w których występowała relatywnie większa liczba spółek z ATZKO, a co za tym idzie i miarodajność przyporządkowania przedsiębiorstw z wysokim CAPEX do prowadzonej TZKO.

Związek pomiędzy CAPEX a TZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy oraz perspektywy prowadzonej realizowanej sprzedaży był potwierdzony pod kątem istotności statystycznej w 4 sektorach, którymi oprócz sektora spożywczego oraz poszukiwawczo-wydobywczego były sektory odzieżowy i motoryzacyjny. Szczegółowa analiza klasyfikacji przedsiębiorstw pod względem realizowanego CAPEX wskazuje, że najsilniejsza korelacja występowała w sektorze odzieżowym, przy czym w dalszym ciągu zbieżność wyników pozostawała niewielka.

4.5.2. Dywidendy na tle zarządzania kapitałem obrotowym

Do identyfikacji charakteru dokonywanych wypłat dywidend przyjmowano następujące założenie:

- jeżeli kwota wypłaconych w danym roku obrotowym dywidend była niższa niż 70% zysku netto wygenerowanego w roku poprzednim oraz 20% bieżącego kapitału własnego, to wówczas uznawano, że nie dochodziło do agresywnej wypłaty dywidendy,
- jeżeli kwota wypłaconych w danym roku obrotowym dywidend przekraczała którąś z relacji wymienionych powyżej, to uznawano, że wypłata dywidendy była agresywna.

Kwotę wypłaconych dywidend rozponano na podstawie informacji prezentowanych przez spółki w rachunkach przepływów pieniężnych z zakresu wpływów finansowych na rzecz udziałowców oraz nabywanych akcji własnych w celu późniejszego umorzenia. Niezależnie od sektora, w minimum 75% przypadków określany w ten sposób łączny poziom dywidend nie był agresywny.

Zależność pomiędzy charakterem wypłaty dywidend a TZKO wg kryterium wypłacalności okazała się istotna statystycznie dla 4 sektorów, m.in. sektorów o zdecydowanie najwyższym udziale przedsiębiorstw z agresywną wypłatą dywidend (elektromaszynowy i medialno-telekomunikacyjny). Wskazuje to na możliwość występowania zależności, zgodnie z którą przedsiębiorstwa chcą być konkuren-

cyjne wobec innych działających w branży, decydują się na znaczne wypłaty dywidend pomimo braku posiadania do tego odpowiednich zasobów.

Relacja pomiędzy *charakterem dokonywanych wypłat dywidend a TZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy przy perspektywie potrzeb operacyjnych i pieniężnych* okazała się istotna tylko dla sektora spożywczego, gdzie wypłata dywidendy nie wpływa na poziom operacyjnego kapitału obrotowego, który w sposób najbardziej znaczący determinuje TZKO.

W przypadku związków pomiędzy *agresywnością wypłat dywidend a TZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy oraz perspektywy prowadzonej działalności operacyjnej* istotność statystyczną udało się udokumentować tylko dla sektora chemiczno-farmaceutycznego oraz spożywczego. Wpływ na występowanie zależności w tych sektorach miał fakt, że część przedsiębiorstw w nich działających prawie co roku dokonywała znaczących wypłat dywidend, pomimo tego, że prowadziło agresywną taktykę zarządzania kapitałem obrotowym. Nie oznaczało to, że kwota wypłacanych dywidend nawet w przypadku takich spółek była głównym czynnikiem uszczuplającym ich zasoby kapitałowe.

W przypadku zależności pomiędzy *kwotą wypłacanych dywidend a taktyką zarządzania kapitałem obrotowym wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy oraz perspektywy realizowanej sprzedaży* istotność statystyczna wystąpiła jedynie w sektorach elektromaszynowym oraz medialno-telekomunikacyjnym, a więc w tych, w których dokonywano najbardziej agresywnych wypłat dywidend. Stanowić to może o zgodności z wnioskiem wyprowadzonym przy zależnościach pomiędzy charakterem wypłat dywidend a TZKO wg kryterium wypłacalności, zgodnie z którym przedsiębiorstwa działające w branży chciały eliminować przewagi konkurencyjne poprzez wysokie wypłaty dywidend.

4.5.3. Wpływ wahań na rynku walutowym na operowanie kapitałem obrotowym

W celu walidacji zakresu niekorzystnych zmian na rynku walutowym na bieżące funkcjonowanie przedsiębiorstw przyjęto następujące założenia:

- jeżeli zrealizowany ujemny wynik na różnicach kursowych oraz walutowych instrumentach pochodnych naruszał mniej niż 20% kapitału własnego, to uznawano, że nie nastąpiły istotnie negatywne wahania na rynku walutowym,
- jeżeli zrealizowany ujemny wynik na różnicach kursowych oraz walutowych instrumentach pochodnych przekraczał poziom przedstawiony powyżej, to przyjmowano, że wahania na rynku walutowym były istotnie negatywne.

Zrealizowane wyniki na różnicach kursowych i transakcjach pochodnych identyfikowano na podstawie danych z rachunku zysków i strat, w szczególności z zakresu przychodów i kosztów finansowych. Przy takim rozpoznaniu istotności negatywnych zmian różnic kursowych i instrumentów pochodnych, w każdym sektorze w minimum 93% przypadkach nie zachodziły niekorzystne fluktuacje na rynku walutowym.

Relacje pomiędzy zrealizowanym wynikiem na różnicach kursowych i instrumentach pochodnych a TZKO wg kryterium wypłacalności zostały zbadane tylko dla 9 sektorów, ponieważ w sektorze chemiczno-farmaceutycznym oraz wyrobów papierniczych i tworzyw sztucznych nie wystąpiły przypadki istotnie niekorzystnych wahań na rynku walutowym. Spośród pozostałych sektorów istotność statystyczna związków została stwierdzona w pięciu przypadkach. Miała ona miejsce głównie w sektorach, w których przedsiębiorstwa mocno ucierpiały na negatywnej wycenie transakcji opcyjnych, zwłaszcza w 2008 r. (np. Erbud S.A. z sektora budowlanego, Astarta Holding N.V. i Milkiland N.V. z sektora spożywczego) lub gdy przedsiębiorstwa miały bardzo wysoki poziom zadłużenia (w tym ujemny kapitał własny) i nawet niewielkie straty na rynku walutowym miały silny wpływ na wypłacalność przedsiębiorstwa (dotyczyło to m.in. PBG S.A. z sektora budowlanego, Belvedere S.A. z sektora spożywczego, Orzeł S.A. z sektora motoryzacyjnego, Monnari S.A. z sektora odzieżowego czy Petrolinvest S.A. z sektora poszukiwawczo-wydobywczego).

Zależności pomiędzy osiągniętym wynikiem na różnicach kursowych i instrumentach pochodnych a TZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy przy perspektywie potrzeb operacyjnych i pieniężnych były również zbadane jedynie dla 9 sektorów, spośród których tylko w 5 relacje miały charakter istotny statystycznie. Sektory, w których potwierdzona została zależność pomiędzy wahaniami na rynku walutowym a wyznaczonymi w tym podejściu TZKO były takimi samymi jak w związkach z TZKO w ujęciu wypłacalności, na co złożyły się analogiczne czynniki.

Podobnie, w przypadku zależności pomiędzy wahaniami na rynku walutowym a TZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy oraz perspektywy prowadzonej działalności operacyjnej istotność statystyczna została potwierdzona dla sektora budowlanego, odzieżowego, motoryzacyjnego, poszukiwawczo-wydobywczego oraz spożywczego. Wpływ na to miały te same czynniki jak w analizowanych perspektywach.

W zakresie relacji pomiędzy osiąganym wynikiem na różnicach kursowych i instrumentach pochodnych a TZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy oraz perspektywy realizowanej sprzedaży sytuacja w zakresie istotności statystycznej związków wyglądała analogicznie jak w poprzednich ujęciach.

Mając na uwadze tożsamość strukturalną rozkładów istotności relacji pomiędzy TZKO a wynikami na różnicach kursowych i instrumentach pochodnych, jak również przyczyny takiej sytuacji, można dojść do wniosku, iż przy podwyższonej ekspozycji na ryzyko kursowe, zarządzanie kapitałem obrotowym nie powinno być agresywne.

4.5.4. Zmiany w zarządach i akcjonariacie a zarządzanie kapitałem obrotowym spółek

Szczególny wpływ na sposób prowadzonego zarządzania kapitałem obrotowym mają uwarunkowania wynikające ze struktury właścicielskiej i stabilności kadry zarządzającej (Stefański, 2014: 188). Do zbadania zależności pomiędzy strukturą własnościową przedsiębiorstwa a TZKO wykorzystano wskaźnik Herfindahla-Hirschmana (HHI) ukazujący stopień rozproszenia akcjonariatu. Wskaźnik ten jest sumą kwadratów udziałów wszystkich właścicieli (Kaźmierska-Jóźwiak, Marzałek, 2011: 346):

$$HHI = \sum_{i=1}^n S_i^2$$

gdzie:

S_i – procentowy udział i -tego udziałowca w strukturze własnościowej,

n – liczba akcjonariuszy.

W literaturze przyjmuje się, że wysokie wartości wskaźnika HHI świadczą o niskiej koncentracji udziałowców, zaś niskie o dużym rozdrobieniu udziałowców. W niniejszej monografii za punkt graniczny, poniżej którego koncentracja jest uznawana za małą, przyjęto wartość wskaźnika 20%.

Relacje pomiędzy rozproszeniem akcjonariatu a TZKO wg kryterium wypłacalności były istotne jedynie dla trzech sektorów, tj. dla sektora budowlanego, wyrobów papierniczych i tworzyw sztucznych oraz spożywczego. Warto zauważyć, że w wymienionych sektorach przedsiębiorstwa, które prowadziły agresywną taktykę zarządzania kapitałem obrotowym, zwłaszcza w kryzysowym dla sektora spożywczego 2008 r., a 2012 r. dla sektora budowlanego, charakteryzowały się głównie małym rozproszeniem akcjonariatu (w 2008 r. 29% spółek z sektora spożywczego realizowało agresywną taktykę operowania kapitałem obrotowym przy niskiej koncentracji akcjonariatu vs 18% przy wysokiej, zaś w 2012 r. 15% spółek z sektora budowlanego zarządzało kapitałem obrotowym w sposób ofensywny przy niewielkim rozproszeniu udziałowców vs 9% przy dużym).

Analogicznie wyglądała sytuacja przy relacjach pomiędzy TZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy przy perspektywie potrzeb operacyjnych i pieniężnych a rozproszeniem akcjonariatu. Istotność statystyczna związków została potwierdzona również dla trzech sektorów, ale zamiast sektora budowlanego wystąpiła w sektorze chemiczno-farmaceutycznym, w którym większość przedsiębiorstw prowadzących agresywną TZKO odznaczała się małym rozproszeniem akcjonariatu.

Biorąc pod uwagę zależności pomiędzy *TZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy przy perspektywie prowadzonej działalności operacyjnej a rozproszeniem akcjonariatu*, istotność statystyczna została wykazana dla trzech sektorów, przy czym oprócz sektora spożywczego oraz wyrobów papierniczych i tworzyw sztucznych, stwierdzona została dla sektora odzieżowego. W sektorze odzieżowym dominowały przedsiębiorstwa z dużym rozproszeniem akcjonariatu (64% spółek w sektorze), ale średnio o minimum 10% podmiotów więcej miało zachowawcze TZKO przy dużym rozproszeniu akcjonariatu.

W zakresie wpływu *rozproszenia akcjonariatu na TZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy przy perspektywie realizowanej sprzedaży* istotność statystyczna wystąpiła dla czterech sektorów, tj. spożywczego, budowlanego, odzieżowego oraz wyrobów papierniczych i tworzyw sztucznych. Zależność polegała na tym, że występowała większa inklinacja do operowania kapitałem obrotowym w sposób bardziej ofensywny przy małym rozproszeniu akcjonariatu.

Dla potrzeb zbadania wpływu wahań w składzie głównej kadry zarządczej na sposób zarządzania kapitałem obrotowym uznawano, że do istotnych fluktuacji dochodziło w następujących przypadkach:

- Pierwsza dotyczyła sytuacji, gdy skład zarządu zmieniał się o co najmniej 33% lub gdy następowała zmiana co najmniej dwóch członków zarządu (wystąpienie drugiej z wymienionych sytuacji oznaczało najczęściej wystąpienie i pierwszej). Wyjątek stanowiły przypadki, gdy zarząd składał się z minimum siedmiu osób. Z drugiej strony – jeżeli zarząd był trzy-, dwu- lub jednoosobowy, to wówczas wystarczała z kolei zmiana tylko jednego członka zarządu.
- Drugi przypadek uznania istotnych zmian w zarządzie dotyczył sytuacji, gdy zmieniał się jego prezes, gdyż nawet w zarządach wieloosobowych decydujący głos w wielu sprawach posiada prezes zarządu (który też nierzadko jest głównym akcjonariuszem).
- Jeżeli dana spółka miała ustanawianego zarządcę wobec prowadzonego postępowania restrukturyzacyjnego lub syndyka w postępowaniu upadłościowym, to w roku jego powołania oraz odwołania dochodziło do istotnych zmian.

W zakresie relacji pomiędzy *TZKO wg kryterium wypłacalności a zmianami w zarządzie* istotność statystyczna wystąpiła dla sektora budowlanego, elektromaszynowego, medialno-telekomunikacyjnego, odzieżowego i spożywczego, a więc poza sektorem elektromaszynowym w sektorach, gdzie było najwięcej przypadków restrukturyzacyjnych i upadłościowych. Przełożenie powyższych faktów było wtórne wobec realizowanej TZKO, tj. najpierw dochodziło do sytuacji, w której generowane wyniki, a nierzadko i płynność, prowadziły do zmian w zarządzie ukierunkowanych na zmianę strategii finansowej w podmiocie. Gdy zmiany nie dawały pożądanych efektów, to wówczas dochodziło do otwarcia postępowań restrukturyzacyjnych lub upadłościowych, które odbierały władzę dotychczasowemu zarządowi. Po zakończeniu postępowania zarządzanie zostawało oddawane

spółce (do tego czasu prowadzona była bardzo często agresywna TZKO wobec niedoborów kapitałowych). W sektorze elektromaszynowym liczba spółek z poważnymi kłopotami finansowymi była mniejsza, niemniej występowała istotna korelacja pomiędzy taktyką zarządzania kapitałem a realizowaną rentownością, wywołująca zmiany w kadrze zarządzającej.

W przypadku związków pomiędzy *TZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy przy perspektywie potrzeb operacyjnych i pieniężnych a zmianami w kadrze zarządzającej* istotność statystyczna została odnotowana jedynie w trzech sektorach. W porównaniu do poprzedniego podejścia nie wystąpiła dla sektora budowlanego i medialno-telekomunikacyjnego. Spółki z tych sektorów, nawet pomimo niekorzystnych wyników, zachowywały pozytywne wartości operacyjnego kapitału obrotowego, co wpływało na fakt, że pomimo istotnych zmian w składzie zarządu prowadzona TZKO pozostawała zachowawcza lub umiarkowana.

Istotność statystyczna dla relacji pomiędzy *zmianami w kadrze zarządzającej a TZKO obrotowym wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy przy perspektywie prowadzonej działalności operacyjnej* była analogiczna jak przy zależnościach z TZKO wg kryterium wypłacalności – dotyczyła ona tych samych sektorów i złożyły się na nią podobne czynniki. Wpływ miało na to wysokie podobieństwo pomiędzy obydwoma perspektywami.

W przypadku relacji pomiędzy *TZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy przy perspektywie realizowanej sprzedaży a zmianami w kadrze zarządzającej* istotność statystyczna została potwierdzona dla sektora budowlanego, chemiczno-farmaceutycznego, medialno-telekomunikacyjnego oraz spożywczego. Tym samym nie wystąpił żaden nowy sektor, w którym relacje byłyby istotne statystycznie w porównaniu do poprzednich perspektyw. Brak istotności statystycznej w sektorze odzieżowym był z kolei konsekwencją przyporządkowania znacznej części przedsiębiorstw, które prowadziły umiarkowany TZKO, w innych perspektywach do taktyki zachowawczej.

4.6. Zarządzanie kapitałem obrotowym w świetle realizacji głównych celów finansowych spółek

Na podstawie analizy badanych spółek, w niniejszej monografii udało się stwierdzić występowanie trzech rodzajów celów finansowych:

- ofensywne – cele finansowe dostosowane do planów zdobywania nowych rynków, opierające się głównie na dążeniu do wzrostu sprzedaży (np. osiągnięcie określonej dynamiki) i uzyskiwania zakładanej rentowności,
- hybrydowe – cele, które w swoim założeniu oparte były na utrzymaniu podstaw płynnościowych spółek przy realizacji określonego dochodu;

przykładem jest ustalenie określonej realizacji wskaźnika zadłużenia oprecentowania/EBITDA,

- defensywne – cele, które sprowadzały się do odbudowy kapitałów spółek i poprawy płynności; przykładem może być redukcja zadłużenia czy zwiększenie kapitału własnego.

Przedsiębiorstwa zmieniały swoje cele w zależności od panujących w danym momencie warunków rynkowych oraz kondycji, w jakiej znajdowała się spółka. Dla zobrazowania w ABM Solid S.A. w kolejnych okresach głównymi celami strategicznym były:

- 2007–2010 (tj. przed wystąpieniem trudności finansowych): stabilny i trwały wzrost wartości firmy poprzez wartości przychodów i rentowności,
- 2011–2013 (tj. w okresie wystąpienia kłopotów płynnościowych i zarządzania najważniejszymi spółkami z Grupy przez syndyka): poprawa poziomu i rentowności poprzez selektywne podejście do pozyskiwanych kontraktów o wysokich marżach,
- 2014–2015 (tj. w okresie ponownego zarządzania przez kierownictwo): osiągnięcie trwałej zdolności do generowania zysku i odbudowanie relacji z interesariuszami.

Spółka ustalała stosownie do zmian powyższych założeń cele finansowe ofensywne w latach dobrej koniunktury, defensywne w sytuacji dużych trudności finansowych oraz hybrydowe po pokonaniu trudności płynnościowych. Bardzo często spółki tak formułowały cele główne, że ich realizacji służyło prawidłowe wykonanie co najmniej dwóch celów finansowych, np. w sektorze budowlanym bardzo duża część przedsiębiorstw, chcąc dynamicznie zwiększyć swój udział w rynku, zakładała jako cele finansowe bardzo istotne przyrosty wolumenu sprzedaży, nawet kosztem realizacji określonej rentowności. W ten sposób spółki przy błędnej antycypacji wzrostu kosztów materiałów wchodziły w spirale trudności finansowych. Dla przeciwwagi, podmioty, które w zakładanym okresie przyjmowały dwa cele finansowe, np. przyrost sprzedaży oraz realizacja określonej rentowności na sprzedaży i/lub EBITDA i/lub wskaźnika zadłużenia oprecentowanego do EBITDA, poprzez selektywny dobór kontraktów najczęściej unikały takich problemów. Najczęstsze były sytuacje, w których realizacji celu głównego służył jeden lub dwa sprzedażowe cele finansowe. Defensywne cele finansowe były stosowane rzadko, jedynie wobec kłopotów finansowych. Samo utrzymywanie kapitału obrotowego jako główny cel finansowy wystąpiło jedynie w kilku przypadkach. W niniejszym opracowaniu, badając zależności pomiędzy przyjętymi celami finansowymi a sposobami zarządzania kapitałem obrotowym, za punkt odniesienia przyjmowano realizację lub brak realizacji celów finansowych. Tym samym zmienna ta miała charakter nominalny, przez co metodyka badania korelacji była taka sama jak przy determinantach.

W przypadku relacji pomiędzy *TZKO wg kryterium wypłacalności oraz wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy przy perspektywie potrzeb operacyj-*

nych i pieniężnych a realizacją celów finansowych w żadnym sektorze nie występowała istotność statystyczna. Spowodowane to było dużą niejednorodnością celów finansowych obieranych przez spółki wewnątrz sektorów.

W zakresie zależności pomiędzy *TZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy przy perspektywie prowadzonej działalności operacyjnej a realizacją celów finansowych* istotność statystyczna relacji pojawiła się jedynie w sektorze medialno-telekomunikacyjnym. Wynikało to przede wszystkim z braku realizacji celów finansowych przez dużą część spółek z sektora w latach 2013–2015, gdy TZKO z przyjętej perspektywy były najczęściej bardziej ofensywne niż w poprzednich latach.

Przy badaniu związku pomiędzy *TZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy i perspektywy realizowanej sprzedaży a realizacją celów finansowych* istotność statystyczna wystąpiła tylko w sektorze elektromaszynowym. Było to konsekwencją realizacji celów finansowych przez większość spółek z sektora oraz większej liczby przedsiębiorstw realizujących zachowawcze TZKO aniżeli w poprzednich perspektywach.

Brak bezpośredniego związku pomiędzy celami finansowymi a taktykami zarządzania kapitałem obrotowym nie oznaczał braku występowania zależności pomiędzy tymi zmiennymi – cele finansowe wyznaczały kierunek, w jakim prowadzona była strategia, zaś sam fakt realizacji bądź braku realizacji celów finansowych mógł na to nie wpływać, gdyż uzależniony on był też od jakości zarządzania.

Zakończenie

Celem głównym monografii była identyfikacja i ocena taktyk oraz strategii zarządzania kapitałem obrotowym oraz analiza czynników na nie wpływających, w kontekście finansowania i zapotrzebowania kapitałowego przedsiębiorstw. Dla jego realizacji stworzony został autorski model identyfikacji taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym, umożliwiający określenie ich na podstawie czterech różnych kryteriów. Kryteria oceny zostały określone na podstawie systematyzacji zagadnień dotyczących kapitału obrotowego, przy wykorzystaniu literatury krajowej i zagranicznej, w tym w zakresie podstawowych reguł finansowania oraz specyfiki poszczególnych rodzajów aktywów obrotowych. Funkcjonalność modelu zweryfikowano na podstawie objętej badaniem próby.

Nie znaleziono podstaw do odrzucenia przyjętej głównej hipotezy badawczej. W ramach przeprowadzonych badań i analiz udowodniono, że realizacja taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym znacząco wpływa na:

a) miary rozwojowe:

- poza sektorem materiałów budowlanych we wszystkich sektorach potwierdzono istotność wpływu realizowanej taktyki zarządzania kapitałem obrotowym na osiągnięte miary rozwojowe,
- otrzymane współczynniki korelacji dla określonych powyżej związków wskazywały na umiarkowanie dodatnią zależność, zgodnie z którą wzrost agresywności prowadzonych taktyk zarządzania kapitałem obrotowym przekładał się na występowanie negatywnych ocen miar rozwojowych,
- nie we wszystkich sektorach potwierdzona została istotność zależności pomiędzy miarami rozwojowymi a strategiami zarządzania kapitałem obrotowym, siła relacji nie zawsze była jednokierunkowa;

b) ryzyko utraty płynności finansowej:

- dla większości sektorów związki pomiędzy symptomami utraty płynności i wskazaniami z testów dyskryminacyjnych a realizowanymi taktykami i strategiami zarządzania kapitałem obrotowym były istotne statystycznie,

- zbadane korelacje pomiędzy taktykami zarządzania kapitałem obrotowym a wskazaniami z testów dyskryminacyjnych i symptomami utraty płynności ukazały istotną zbieżność wyników, co oznacza, że model w podobny sposób identyfikował ryzyko utraty płynności i wypłacalności, i może być stosowany alternatywnie wobec wyżej wymienionych metod,
- zastosowanie badania taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym generowało w kilku przypadkach wartość dodaną, jaką było wcześniejsze rozpoznanie pogorszenia się koniunktury, co miało miejsce np. w sektorze poszukiwawczo-wydobywczym oraz medialno-telekomunikacyjnym.

Z powyższego można wyprowadzić następujące wnioski:

- a) istnieje konieczność utrzymywania odpowiednio wysokiego poziomu kapitału, zabezpieczającego przed ponoszeniem kosztów bankructwa,
- b) długotrwałe nadmiernie zachowawcze zarządzanie kapitałem obrotowym może przełożyć się na pogorszenie dochodowości,
- c) w przypadku braku dostępnych danych do przeprowadzenia testów dyskryminacyjnych lub do określenia symptomów utraty płynności, analiza taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym może być alternatywnym sposobem identyfikacji ekspozycji na ryzyko utraty płynności przedsiębiorstwa.

Pozostałe postawione hipotezy cząstkowe zweryfikowano w następujący sposób:

Hipoteza H1: brak podstaw do odrzucenia hipotezy. Na podstawie analizy dotychczasowego dorobku teoretycznego dokonano dogłębnej analizy kapitału obrotowego i jego znaczenia w funkcjonowaniu przedsiębiorstw, co stanowiło podstawę opracowania autorskiego modelu identyfikacji taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym. Została ona wykorzystana w empirycznej części opracowania.

Hipoteza H2: brak podstaw do odrzucenia hipotezy. Na podstawie przeprowadzonych w empirycznej części analiz wykazano, że w poszczególnych sektorach możliwe było wyróżnienie dominujących taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym, a najczęściej były to taktyki i strategie zachowawcze. W niektórych sektorach dominowały taktyki agresywne. Sytuacji tych nie należy interpretować jako celowych działań zarządów przedsiębiorstw, lecz raczej jako odzwierciedlenie przejściowych kłopotów w utrzymaniu płynności finansowej. Udowodniono, że prowadzone przez przedsiębiorstwa taktyki i strategie sterowania kapitałem obrotowym różniły się od siebie w zależności od sektora. Sektorami, które były najbardziej defensywne w obszarze sterowania kapitałem obrotowym były: elektromaszynowy oraz materiałów budowlanych, zaś najbardziej ofensywnym – medialno-telekomunikacyjny. W opracowaniu dowiedziono, że przy analizie sposobów zarządzania kapitałem obrotowym, bardzo ważne jest odniesienie się do uwarunkowań i specyfiki sektora badanego przedsiębiorstwa.

Hipoteza H3: brak podstaw do odrzucenia hipotezy. Weryfikację tej hipotezy rozpatrywano w kontekście relacji między strukturą aktywów i pasywów a taktykami zarządzania kapitałem obrotowym. Badania wykazały, że podstawę bez-

pieczonego poziomu kapitału obrotowego stanowi utrzymywanie wysokiego stanu aktywów bieżących oraz kapitału stałego, co potwierdza stanowisko prezentowane przez dużą część ekonomistów. Sama rotacja aktywów i zobowiązań ma tutaj charakter drugorzędny dla prowadzonej taktyki i strategii zarządzania kapitałem obrotowym; spośród wskaźników rotacji najważniejszym dla zarządzania kapitałem obrotowym okazał się cykl rotacji zobowiązań.

Hipoteza H4: weryfikacja negatywna. Analiza zależności pomiędzy ryzykiem bankructwa rozpoznawanym na podstawie testów dyskryminacyjnych i symptomów utraty płynności a taktykami i strategiami zarządzania kapitałem obrotowym wskazuje na statystyczną istotność i dość wysoką korelację między nimi. Duża zbieżność ocen powoduje, że rekomendacje z analizy identyfikacji taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym należy traktować substytucyjnie wobec wskazań z testów dyskryminacyjnych i symptomów utraty płynności. Ocena ryzyka bankructwa przy wykorzystywaniu różnych modeli dyskryminacyjnych i symptomów utraty płynności nie zawsze jest jednak jednoznaczna. Dla menedżera bardziej wiarygodna może być identyfikacja trudności z utrzymaniem płynności w oparciu o model zaproponowany w niniejszej monografii, zwłaszcza w kontekście zmian w prowadzonych taktykach zarządzania kapitałem obrotowym.

Głównym osiągnięciem monografii, które można potraktować jako wkład do nauki, jest kompleksowe podejście do analizy decyzji związanych z zarządzaniem kapitałem obrotowym przedsiębiorstwa oraz autorska propozycja metodyki identyfikacji taktyk i strategii, pogłębiająca ich opis i umożliwiająca sygnalizację zagrożenia przedsiębiorstwa bankructwem. Wyniki badań oraz stworzona autorska metodyka identyfikacji taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym stanowiąc mogą impulsem do dalszych refleksji nad rozwojem problematyki kapitału obrotowego w przedsiębiorstwach, a także umożliwić lepsze rozpoznanie i predykcję ich ryzyka utraty płynności i niewypłacalności.

Bibliografia

- Agha H., 2014, *Impact of working capital management on profitability*, „European Scientific Journal”, Ponta Delgada.
- Ajchel M., 2009, *Rola strategii w funkcjonowaniu przedsiębiorstwa*, „Zeszyty Naukowe Akademii Finansów w Warszawie”, nr 47–48.
- Anojan V., Arulalan N., Nimalathasan B., 2013, *Working Capital Management and Its Impact on Profitability: A Study of Selected Listed Manufacturing Companies in Sri Lanka*, „The International Journal of Business & Management”, Bilaspur.
- Bartkowiak R., 1997, *Kryteria i metody oceny zagrożenia wypłacalności banku. Wnioski z doświadczeń Bankowego Funduszu Gwarancyjnego*, „Bezpieczny Bank”, nr 1.
- Bednarski L., Waśniewski T. (red.), 1996, *Analiza finansowa w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa.
- Bernstein P.L., Damodaran A. (red.), 1999, *Zarządzanie inwestycjami*, K.E. Liber, Warszawa.
- Bień W., 2008a, *Ocena efektywności finansowej spółek kapitałowych*, Difin, Warszawa.
- Bień W., 2008b, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa.
- Bigos A., 2007, *Psychologiczne bariery ryzyka inwestycyjnego*, [w:] D. Fatuła (red.), *Finansowe uwarunkowania decyzji ekonomicznych*, Wydawnictwo Krakowskiej Szkoły Wyższej im. A.F. Modrzewskiego, Kraków.
- Błach J., 2009, *Analiza zmian strukturalnych w przedsiębiorstwie z uwzględnieniem informacji bilansowych – ujęcie statyczne*, [w:] G. Łukasik (red.), *Analiza finansowa w procesie decyzyjnym współczesnego przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Karola Adamieckiego w Katowicach, Katowice.
- Bolek M., 2018, *Determinanty wzrostu przedsiębiorstw na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Borowiecki R., 1993, *Zarządzanie kapitałem trwałym w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Secesja, Kraków.
- Brealey R.A., Myers S.C., 1999, *Podstawy finansów przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Brigham E.F., Gapensky L.C., 2000, *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa.
- Brigham E.F., Houston J.F., 2003, *Fundamentals of financial management*, South-Western College Pub, Boston.

- Bruinshoofd A., Kool C., 2002, *The Determinants of Corporate Liquidity in the Netherlands*, Materiały z Konferencji EFA Berlin 2002, <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.537.3499&rep=rep1&type=pdf> (dostęp: 17.01.2018).
- Buk H., Woźniak-Sobczak B., 1996, *Cele firmy (przedsiębiorstwa) a jego strategia kapitałowa*, [w:] B. Woźniak-Sobczak (red.), *Gospodarowanie kapitałem w firmie*, Akademia Ekonomiczna im. Karola Adameckiego, Katowice.
- Buk H., Izydorczyk B., Woźniak-Sobczak B., 1996, *Kapitał firmy i jego funkcje*, [w:] B. Woźniak-Sobczak (red.), *Gospodarowanie kapitałem w firmie*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Karola Adameckiego, Katowice.
- Chojnacka E., 2011, *Czynniki wpływające na zmiany poziomu zadłużenia w świetle teorii hierarchii źródeł finansowania*, [w:] S. Wrzosek (red.), *Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki. Finanse przedsiębiorstw*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, nr 172.
- Czapiewski L., 2008, *Wykorzystanie modeli analizy dyskryminacyjnej w ocenie ryzyka kredytowego przedsiębiorstw*, [w:] D. Krzemińska (red.), *Gospodarowanie majątkiem obrotowym w przedsiębiorstwie*, „Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Poznaniu”, nr 106.
- Czapiewski L., Kubiak J., 2008, *Metody identyfikacji strategii kapitału obrotowego*, [w:] D. Krzemińska (red.), *Gospodarowanie majątkiem obrotowym w przedsiębiorstwie*, „Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Poznaniu”, nr 106.
- Czapiewski L., Mizerka J., 2002, *Kształtowanie struktury kapitału jako przedmiot decyzji finansowych*, [w:] J. Sobiech (red.), *Kapitałowa strategia przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań.
- Czarkowski A., 2006, *Leasing operacyjny a finansowy*, Money.pl Sp. z o.o., <http://msp.money.pl> (dostęp: 14.12.2006).
- Czekaj J., Dresler Z., 2001, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Czerwińska-Kayzer D., 2006, *Alternatywne źródła finansowania długoterminowego w małych i średnich przedsiębiorstwach*, Wydawnictwo Akademii Rolniczej w Poznaniu, Poznań.
- Czyż M., 2013, *Szacowanie kosztu kapitału własnego metodą stopy dochodu z obligacji z premią za ryzyko*, „Zarządzanie i Finanse”, r. 11, nr 2, cz. 2.
- Ćwiakała-Małys A., Nowak W., 2001, *Analiza sytuacji finansowej przedsiębiorstwa w gospodarce rynkowej*, Wydawnictwo Uniwersytetu Wrocławskiego, Wrocław.
- Damodaran A., 2007, *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, Helion, Gliwice.
- Danbolt J., Hirst I., Jones E., 2011, *The growth companies puzzle: Can growth opportunities measures predict firm growth?*, „The European Journal of Finance”, vol. 17(1).
- De Angelo H., Masulis R.W., 1980, *Optimal capital structure under corporate and personal taxation*, „Journal of Financial Economics”, vol. 8(1), [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(80\)90019-7](https://doi.org/10.1016/0304-405X(80)90019-7).
- De Angelo H., De Angelo L., Whited T.M., 2008, *Capital structure dynamics and transitory debt*, USC Marshall School of Business University of Wisconsin, Wisconsin.
- Deloof M., 2003, *Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms?*, „Journal of Business Finance and Accounting”, vol. 30(3)&(4), <https://doi.org/10.1111/1468-5957.00008>, Lancaster.

- Departament Informacji Gospodarczej Polska Agencja Informacji i Inwestycji Zagranicznych, 2013, *Sektor spożywczy w Polsce*, Warszawa.
- Dębski W., 2005, *Teoretyczne i praktyczne aspekty zarządzania finansami przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Dresler Z. (red.), 2004, *Finanse przedsiębiorstw*, t. II, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Krakowie, Kraków.
- Drucker P.F., 2000, *Zarządzanie w XXI wieku*, MUZA S.A., Warszawa.
- Duda-Piechaczek E., 2007, *Analiza i planowanie finansowe*, Helion, Gliwice.
- Dudycz T., 1999, *Analiza finansowa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław.
- Dudycz T., Skoczylas W., 2019, *Sektorowe wskaźniki finansowe*, opracowania Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej SKwP, „Rachunkowość”, nr 4/2019, <https://rachunkowosc.com.pl/files/Rachunkowosc-sektorowe-wskazniki-finansowe-2017.pdf> (dostęp: 2.07.2019).
- Duliniec A., 1998, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Duliniec A., 2011a, *Finansowanie przedsiębiorstwa. Strategie i instrumenty*, PWE, Warszawa.
- Duliniec A., 2011b, *Kapitał obcy w finansowaniu przedsiębiorstw – wyniki badań polskich spółek handlowych*, [w:] S. Wrzosek (red.), *Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki. Finanse przedsiębiorstw*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, nr 172, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu.
- Duraj J., 2004, *Podstawy ekonomiki przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa.
- Duraj J. (red.), 1996, *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, Materiały Konferencji Naukowej, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Durand D., 1952, *Costs of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement*, [in:] *Conference on research in business finance*, „National Bureau of Economic Research”, Inc, Cambridge, Massachusetts.
- Dynus M., Kołosowska B., Prewysz-Kwinto P., 2005, *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Towarzystwa Naukowego Organizacji i Kierownictwa, Toruń.
- Dziawgo D., Zawadzki A., 2011, *Finanse przedsiębiorstwa. Istota – narzędzia – zarządzanie*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa.
- Fabiańska K., Rokita J., 1986, *Planowanie rozwoju przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa.
- Fatuła D. (red.), 2007, *Finansowe uwarunkowania decyzji ekonomicznych*, Wydawnictwo Krakowskiej Szkoły Wyższej im. A.F. Modrzewskiego, Kraków.
- Fedorowicz Z., 1993, *Finanse przedsiębiorstwa*, POLTEXT, Warszawa.
- Figura P., 2011, *Zależności między celem nadrzędnym przedsiębiorstwa i wartościami wskaźników finansowych w przekroju sektorowym*, Rozprawa doktorska na Wydziale Zarządzania i Ekonomii Politechniki Gdańskiej, Gdańsk.
- Flejterski S., Szewczuk A. (red.), 1998, *Finanse i bankowość – dzwignie wzrostu gospodarczego*, cz. 2, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin.
- Franc-Dąbrowska J., 2008, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Wybrane zagadnienia*, Wydawnictwo SGGW, Warszawa.

- Franc-Dąbrowska J., 2011, *Polityka dywidendy w opinii menedżerów – wyniki studiów literaturowych*, [w:] S. Wrzosek (red.), *Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki. Finanse przedsiębiorstw*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, nr 172.
- Gabrusewicz W., 2002, *Podstawy analizy finansowej*, PWE, Warszawa.
- Gabrusewicz W., 2005, *Sprawozdawczość finansowa*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Handlu i Rachunkowości, Poznań.
- Gajdka J., 2002, *Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Gallinger G., Healey B., 1991, *Liquidity analysis and management*, Addison-Wesley, Menlo Park.
- Garcia-Teruel P., 2007, *Effects of Working Capital Management on SME Profitability*, „International Journal of Managerial Finance”, April, Bingley.
- Gierszewska G., Romanowska M., 1999, *Analiza strategiczna przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa.
- Głodek Z., 2004, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa.
- Gmytrasiewicz M., 2005, *Encyklopedia rachunkowości*, Lexis Nexis, Warszawa.
- Godziszewki B., Hoffer M., Stankiewicz M.J., 2001, *Przedsiębiorstwo na przełomie wieków*, Wydawnictwo Uniwersytetu Mikołaja Kopernika w Toruniu, Toruń.
- Golawska-Witkowska G., Rzczycka A., Zalewski H., 2006, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Oficyny Wydawniczej „BRANTA”, Bydgoszcz.
- Gołaś Z., Witczyk A., 2010, *Pojęcie i metody oceny płynności finansowej przedsiębiorstwa*, „Journal of Agribusiness and Rural Development”, nr 1.
- Gołębiowski T., 2001, *Zarządzanie strategiczne. Planowanie i kontrola*, Difin, Warszawa.
- Gorczyńska M., 2009, *Analiza finansowa w realizacji polityki kredytowej przedsiębiorstwa*, [w:] G. Łukasik (red.), *Analiza finansowa w procesie decyzyjnym współczesnego przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Karola Adamieckiego w Katowicach, Katowice.
- Gorczyńska M., 2011, *Współczesny model decyzyjny polityki kredytowej przedsiębiorstwa*, [w:] *Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki. Finanse przedsiębiorstw*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, nr 172.
- Gorczyńska M., Szustak G., 2008, *Wybrane parametry optymalizacji struktury kapitału przedsiębiorstwa*, „Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Katowicach. Studia Ekonomiczne”, nr 51.
- Gorczyńska M., Znanięcka K., 2006, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa.
- Gospodarowicz A. (red.), 2000, *Zarządzanie bankiem komercyjnym*, PWE, Warszawa.
- Griffin R., 2002, *Podstawy zarządzania organizacjami*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Grinberger P., Nehrebecka N., 2015, *Determinanty wzrostu polskich przedsiębiorstw giełdowych*, „Ekonomia. Rynek. Gospodarka. Społeczeństwo”, nr 43.
- Gryko J.M., 2011, *Zróżnicowanie źródeł finansowania i struktura wiekowa zadłużenia spółek publicznych w Polsce*, [w:] S. Wrzosek (red.), *Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki. Finanse przedsiębiorstw*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, nr 172.
- Grzegorzewska E., 2008, *Ocena zagrożenia upadłością przedsiębiorstw w sektorze rolniczym*, „Zeszyty Naukowe SGGW w Warszawie. Ekonomia i Organizacja Gospodarki Żywnościowej”, nr 64.

- Grzywacz J., 2008, *Kapitał w przedsiębiorstwie i jego struktura*, Wydawnictwo SGH w Warszawie, Warszawa.
- Hamrol M., Chodakowski J., 2008, *Prognozowanie zagrożenia finansowego przedsiębiorstwa. Wartość predykcyjna polskich modeli analizy dyskryminacyjnej*, „Badania Operacyjne i Decyzje”, nr 3.
- Hamrol M., Szyszka A., 1999, *Strategie zarządzania kapitałem obrotowym*, [w:] J. Duraj (red.), *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Hamrol M. (red.), 2004, *Analiza finansowa przedsiębiorstwa – ujęcie sytuacyjne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań.
- Hicks J.R., 1988, *Perspektywy ekonomii. Szkice z teorii pieniądza i teorii wzrostu*, PWE, Warszawa.
- Ickiewicz J., 2004, *Pozyskiwanie, koszt i struktura kapitału w przedsiębiorstwach*, Wydawnictwo SGH w Warszawie, Warszawa.
- Ickiewicz J., 2007, *Zasilanie finansowe przedsiębiorstwa*, [w:] J. Szczepański, L. Szyszko (red.), *Finanse przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa.
- Iqbal A., Wang Z., 2018, *Effect of Working Capital Management on Profitability*, 5th International Conference on Key Engineering Materials and Computer Science (KEMCS 2018), Vancouver, https://www.researchgate.net/publication/325011442_Effect_of_Working_Capital_Management_on_Profitability (dostęp: 5.06.2018).
- Jajuga G., Śmieja N., 2011, *Dystrybucja wartości dla akcjonariuszy podczas emisji z wyłączeniem prawa poboru*, [w:] S. Wrzosek (red.), *Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki. Finanse przedsiębiorstw*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, nr 172.
- Jajuga K., 2006, *Ogólne zasady inwestowania*, Wydawnictwo Fundacji Edukacji Rynku Kapitałowego, Warszawa.
- Jajuga K., Jajuga T., 1998, *Inwestycje, instrumenty finansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Janasz K., 2011, *Determinanty struktury kapitału w przedsiębiorstwie*, „Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania”, nr 21.
- Janasz K., Janasz W., Wiśniewska J., 2007, *Zarządzanie kapitałem w przedsiębiorstwie*, Difin, Warszawa.
- Janik W., Paździor A., 2011, *Zarządzanie finansowe w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Politechniki Lubelskiej, Lublin.
- Jaworski J., 2010, *Teoria i praktyka zarządzania finansami przedsiębiorstw*, CeDeWu, Warszawa.
- Jensen M.C., Meckling W.H., 1976, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics”, October, vol. 3, no. 4.
- Jerzemska M., 1999, *Kształtowanie struktury kapitału w spółkach akcyjnych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Jeżak J., 2000, *Strategiczne zarządzanie przedsiębiorstwem*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Karpuś P., 2006, *Wprowadzenie do zarządzania finansami*, [w:] P. Karpuś (red.), *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw*, Wydawnictwo UMCS, Lublin.
- Karpuś P., Węclawski J. (red.), 2007, *Problemy rozwoju rynku finansowego w aspekcie wzrostu gospodarczego*, Wydawnictwo UMCS w Lublinie, Lublin.

- Każmierska-Jóźwiak B., Marszałek J., 2011, *Zmienność dywidendy a koncentracja akcjonariatu na przykładzie spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, [w:] S. Wrzosek (red.), *Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki. Finanse przedsiębiorstw*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, nr 172.
- Keynes J.M., 1935, *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza*, Harcourt Brace Jovanovich, Nowy Jork.
- Kędzior M., 2006, *Wpływ struktury kapitału na wartość przedsiębiorstwa*, „Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Krakowie”, nr 702.
- Kitowski J., 2011, *Metodyczne aspekty pomiaru cyklu konwersji gotówki w przedsiębiorstwie*, „Zeszyty Naukowe SGGW w Warszawie. Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej”, nr 88.
- Kiziukiewicz T., 1995, *Sprawozdanie z przepływu środków pieniężnych w zarządzaniu firmą*, Ekspert, Wrocław.
- Kiziukiewicz T. (red.), 2012, *Rachunkowość i finanse w podmiotach gospodarczych*, cz. I, Wydawnictwo IVG, Szczecin.
- Kołosowska B., Tokarski A., Tokarski M., Chojnacka E., 2006, *Strategie finansowania działalności przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Oficyny Ekonomicznej, Kraków.
- Kowalczyk M. (red.), 2010, *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Zawodowej im. Prezydenta S. Wojciechowskiego w Kaliszu, Kalisz.
- Kowska K., 2008, *Znaczenie misji w działalności przedsiębiorstwa*, „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Ekonomii i Informatyki w Krakowie”, nr 4.
- Krajewski M., 2006, *Zarządzanie finansowe w przedsiębiorstwach*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr Sp. z o.o., Gdańsk.
- Krajewski S., Milewski R., 2005, *Czym zajmuje się ekonomia*, [w:] R. Milewski, E. Kwiatkowski (red.), *Podstawy ekonomii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Kreczmańska-Gigol K., 2010, *Zarządzanie kapitałem obrotowym netto*, [w:] K. Kreczmańska-Gigol (red.), *Aktywne zarządzanie płynnością finansową przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa.
- Kritzman M., 1999, *Ryzyko i użyteczność: podstawowe zagadnienia*, [w:] P.L. Bernstein, A. Damodaran (red.), *Zarządzanie inwestycjami*, K.E. Liber, Warszawa.
- Kryzys w budownictwie i kryzys zaufania*. Polski Kongres Drogowy z dnia 23.10.2012 r., <http://kongresdrogowy.pl/post/299-kryzys-w-budownictwie-i-kryzys-zaufania> (dostęp: 25.04.2018).
- Krzakiewicz K., 2008, *Strategia zmian antykryzysowych*, [w:] K. Zimniewicz (red.), *Zmiany w organizacji – przyczyny i konsekwencje*, „Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Poznaniu”, nr 105.
- Krzemińska D., 1998, *Strategia przetrwania i rozwoju realizowana kredytami krótkoterminowymi*, [w:] S. Flejterski, A. Szewczuk (red.), *Finanse i bankowość – dźwignie wzrostu gospodarczego*, cz. 2, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin.
- Krzemińska D., 2005, *Finanse przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu, Poznań.
- Krzemińska D. (red.), 2008, *Gospodarowanie majątkiem obrotowym w przedsiębiorstwie*, „Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Poznaniu”, nr 106.

- Kubiak J., 2004, *Wybór źródeł krótkoterminowego finansowania przedsiębiorstwa*, [w:] Z. Dresler (red.), *Finanse przedsiębiorstw*, t. II, Wydawnictwo AE w Krakowie, Kraków.
- Kubiak J., 2005, *Hierarchia źródeł krótkoterminowego finansowania przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań.
- Kubiak J., Nowaczyk T., 2011, *Koszty zagrożenia upadłością a sytuacja finansowa przedsiębiorstwa*, [w:] S. Wrzosek (red.), *Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki. Finanse przedsiębiorstw*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, nr 172.
- Kupczyk J., 2010, *Kapitał obrotowy netto i metody jego analizy*, [w:] M. Kowalczyk (red.), *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Zawodowej im. Prezydenta S. Wojciechowskiego w Kaliszu.
- Kusak A., 2003, *Nieoperacyjny kapitał obrotowy w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa.
- Kusak A., 2004, *Zmienność zapotrzebowania na kapitał obrotowy w ciągu a polityka finansowa przedsiębiorstwa*, [w:] J. Turyna, W. Szczęsny (red.), *Finansowe uwarunkowania rozwoju organizacji gospodarczych*, Difin, Warszawa.
- Kusak A., 2006, *Płynność finansowa. Analiza i sterowanie*, Wydawnictwo Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa.
- Kuś A., Hodun M., 2011, *Cykl kapitału obrotowego netto a rentowność przedsiębiorstw przemysłowych*, „Zeszyty Naukowe SGGW w Warszawie. Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej”, nr 91.
- Lee C.F., Finnerty J.E., 1990, *Corporate Finance: Theory, Method and Applications*, HBJ, Orlando.
- Lepczyński B., 2005, *Ocena standingu przedsiębiorstwa*, [w:] L. Pawłowicz (red.), *Ekonomika przedsiębiorstw. Zagadnienia wybrane*, ODiDK, Gdańsk.
- Leszczyński Z., Skowronek-Mielczarek A., 2000, *Analiza ekonomiczno-finansowa firmy*, Difin, Warszawa.
- Lewiński vel Iwański S., 2012, *Wpływ struktury finansowej na wartość polskich spółek giełdowych*, [w:] T. Kiziukiewicz (red.), *Rachunkowość i finanse w podmiotach gospodarczych*, cz. I, Wydawnictwo IVG, Szczecin.
- Lyandres E., Palazzo B., 2016, *Cash holdings, competition, and innovation*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis”, vol. 51(6).
- Łukasik G., 1998, *Kształtowanie struktury kapitału w przedsiębiorstwie*, „Dom Ekonomisty”, nr 3.
- Łukasik G., 2000, *Metody oceny struktury i kosztu kapitału w przedsiębiorstwie*, „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Finansów i Bankowości w Katowicach”, nr 2.
- Łukasik G., 2009, *Podstawy modelu analizy finansowej współczesnego przedsiębiorstwa*, [w:] G. Łukasik (red.), *Analiza finansowa w procesie decyzyjnym współczesnego przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Karola Adameckiego w Katowicach, Katowice.
- Łukasik G. (red.), 2004, *Strategie finansowe przedsiębiorstw w sytuacjach ryzykownych*, Akademia Ekonomiczna im. Karola Adameckiego, Katowice.
- Maciejczak M., 2008, *Ocena Indeksów Wczesnego Ostrzegania na przykładzie Testu Szybkiego i Indeksu Zh. Czy wyniki zależą od zastosowanej metody*, „Zeszyty Naukowe SGGW w Warszawie. Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej”, nr 64.

- Małecka E., 1998, *Ograniczenia decyzji przedsiębiorstwa w procesie transformacji systemowej*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Marchesnay M., 1994, *Zarządzanie strategiczne. Geneza i rozwój*, Poltext, Warszawa.
- Marecki K., 2007, *Zarządzanie aktywami obrotowymi przedsiębiorstwa*, [w:] J. Szczepański, L. Szyszko (red.), *Finanse przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa.
- Matin M., Naby A.A., 2015, *Impact of working capital on firm's profitability*, „Journal of Economic Info”, vol. 2(3), Islamabad.
- Matuszak M., 2001, *Upadki polskich przedsiębiorstw w latach 1990–2000. Wybrane problemy i wyniki badań prowadzonych w sądach gospodarczych*, [w:] B. Godziszewki, M. Hoffer, M.J. Stanekiewicz (red.), *Przedsiębiorstwo na przełomie wieków*, Wydawnictwo Uniwersytetu Mikołaja Kopernika w Toruniu, Toruń.
- Matysiak A., 2008, *Kapitał jako proces*, „Zeszyty Naukowe PTE”, nr 6.
- Mazurkiewicz K., 2016, *Branżowa dywersyfikacja kapitału obrotowego netto*, [w:] P. Urbaneek, E. Walińska (red.), *Ekonomia i Zarządzanie w Teorii i Praktyce*, t. 9, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Miarecka A., 2005, *Znaczenie złotych reguł finansowania w kształtowaniu struktury kapitałowej przedsiębiorstwa*, *Finansowy Kwartalnik „E-Finance”*, nr 3.
- Michalak A., 2011, *Strategie zarządzania finansami a modele finansowania działalności na przykładzie przedsiębiorstw górniczych*, [w:] S. Wrzosek (red.), *Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki. Finanse przedsiębiorstw*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, nr 172.
- Michalski G., 2007, *Wpływ decyzji w zakresie SZKO netto na wartość przedsiębiorstwa*, [w:] P. Karpuś, J. Węclawski (red.), *Problemy rozwoju rynku finansowego w aspekcie wzrostu gospodarczego*, Wydawnictwo UMCS w Lublinie, Lublin.
- Michalski G., 2010, *Strategiczne zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, CeDeWu, Warszawa.
- Michalski G., 2011, *Efektywność inwestycji w aktywa bieżące w instytucjach nie nastawionych na zysk*, [w:] S. Wrzosek (red.), *Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki. Finanse przedsiębiorstw*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, nr 172.
- Michalski M., 2001, *Zarządzanie przez wartość. Firma z perspektywy interesów właścicielskich*, WIG--PRESS, Warszawa.
- Milewski R., Kwiatkowski E. (red.), 2005, *Podstawy ekonomii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Miller M.H., 1988, *The Modigliani-Miller Proposition after Thirty Years*, „Journal of Economic Perspectives”, no. 2.
- Miller M.H., Modigliani F., 1961, *Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares*, „Journal of Business”, no. 34.
- Modigliani F., Miller M.H., 1958, *The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment*, „American Economic Review”, no. 48.
- Modigliani F., Miller M.H., 1963, *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*, „American Economic Review”, no. 53.

- MSR 1, 2007, Międzynarodowe Standardy Rachunkowości 1, [w:] *Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej (MSSF) obejmujące Międzynarodowe Standardy Rachunkowości (MSR) oraz Interpretacje według stanu na dzień 1 stycznia 2007 r.*, t. 1, SKwP i IASBUD, Warszawa.
- Musiałek M., 2009, *Długość cyklu obrotowego i finansowego a efektywność funkcjonowania firmy na przykładzie branży motoryzacyjnej*, Rozprawa doktorska na Wydziale Zarządzania i Ekonomii Politechniki Gdańskiej, Gdańsk.
- Myers S.C., 2003, *Financing of corporations*, [w:] „Handbook of the Economics of Finance”, vol. 1.
- Myers S.C., Majluf N.S., 1984, *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have*, „Journal of Financial Economics”, no. 13, [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0).
- Narski Z., 2001, *Ekonomia w rozwoju*, Wydawnictwo SUSPENS, Toruń.
- Nobanee H., 2017, *Efficiency of Working Capital Management and Profitability of UAE Construction Companies: Size and Crisis Effects*, „SSRN Electronic Journal”, January, Rochester, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2971477>.
- Nowaczyk T., 2008, *Metoda wyboru strategii finansowania majątku przedsiębiorstwa*, [w:] D. Krzeмиńska (red.), *Gospodarowanie majątkiem obrotowym w przedsiębiorstwie*, „Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Poznaniu”, nr 106.
- Nowak M., 1998, *Praktyczna ocena kondycji finansowej przedsiębiorstwa, Metody i ograniczenia*, FRR, Warszawa.
- Oliveira B., Fortunato A., 2006, *Firm growth and liquidity constraints: A dynamic analysis*, „Small Business Economics”, vol. 27(2–3).
- Orechwa-Maliszewska E., Kopczuk A., 2003, *Finansowe aspekty funkcjonowania małych i średnich przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Zarządzania w Białymstoku, Białystok.
- Ostaszewski J., 1991, *Ocena efektywności przedsiębiorstwa według standardów EWG*, Wydawnictwo CIM, Warszawa.
- Ostaszewski J., 2001, *Nowoczesne zarządzanie finansami firmy*, Agencja Wydawnicza InterFart, Łódź.
- Ostaszewski J. (red.), 2005, *Finanse przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo SGH, Warszawa.
- Otte B., 2009, *Analiza efektywności działalności gospodarczej przedsiębiorstwa*, [w:] G. Łukasik (red.), *Analiza finansowa w procesie decyzyjnym współczesnego przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Karola Adamieckiego w Katowicach, Katowice.
- Pacho W., 2005, *Proste metody szacowania zapotrzebowania na kapitał obrotowy*, „Zeszyty Naukowe Warszawskiej Wyższej Szkoły Ekonomicznej”, nr 33.
- PAP, 2008, *Eksperci: wahania kursu złotówki są przekleństwem polskich firm*, „Gazeta Prawna” z 18.11.2008 r., <https://biznes.gazetaprawna.pl/artykuly/96001,wahania-kursu-zlotowki-sa-przeklenstwem-polskich-firm.html> (dostęp: 30.06.2018).
- Pawłowicz L., 2005, *Ekonomia przedsiębiorstw. Zagadnienia wybrane*, ODiDK, Gdańsk.
- Pierścionek C., Saryusz-Wolski Z., 1999, *Logistyka w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa.
- Pierścionek Z., 1996, *Strategie rozwoju firmy*, PWN, Warszawa.
- Pioch J., 2005, *Polityka dywidend w teorii i praktyce gospodarczej*, [w:] L. Pawłowicz (red.), *Ekonomia przedsiębiorstw. Zagadnienia wybrane*, ODiDK, Gdańsk.

- Pluta W., 1999, *Planowanie finansowe w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa.
- Polaczek R., 2004, *Analiza gospodarowania kapitałem obrotowym netto*, [w:] M. Hamrol (red.), *Analiza finansowa przedsiębiorstwa – ujęcie sytuacyjne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań.
- Pomykalska B., 2000, *Wykorzystanie dźwigni w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, [w:] M. Wypych (red.), *Finanse przedsiębiorstw z elementami zarządzania i analizy*, Wydawnictwo Przedsiębiorstwa Specjalistycznego „Absolwent”, Łódź.
- Pomykalska B., Pomykalski P., 2007, *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Ross S.A., Westerfield R.W., Jordan B.D., 1999, *Finanse przedsiębiorstwa*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa.
- Rutkowski A., 2007, *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa.
- Rytko P., 2009, *Zarządzanie kredytem handlowym w małych i średnich przedsiębiorstwach*, Difin, Warszawa.
- Serrasqueiro J.N., 2014, *Working Capital Management impact on Profitability*, International Master of Science in Business Administration, Lizbona.
- Sierpińska M., Jachna T., 1992, *Zapotrzebowanie na kapitał obrotowy w przedsiębiorstwie PW „Stal-bill”*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Krakowie, Kraków.
- Sierpińska M., Jachna T., 2007, *Metody podejmowania decyzji finansowych. Analiza przykładów i przypadków*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Sierpińska M., Jachna T., 2009, *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Sierpińska M., Nesterak J., 1996, *Strategie finansowania majątku obrotowego przedsiębiorstw*, [w:] J. Duraj (red.), *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Sierpińska M., Wędzki D., 1997, *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Simon H., 2004, *Krótką historią strategii*, „Gazeta Wyborcza” z dnia 24.11.2004.
- Skoczylas S., 2008, *Polityka finansowa. Istota. Projektowanie. Realizacja*, „Zeszyty Naukowe Akademii Finansów w Warszawie”, nr 39/40.
- Skowronek-Mielczarek A., 2002, *Źródła zewnętrznego finansowania małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce*, Wydawnictwo SGH w Warszawie, Warszawa.
- Skowronek-Mielczarek A., 2005, *Małe i średnie przedsiębiorstwa. Źródła finansowania przedsiębiorstw*, C.H. Beck, Łódź.
- Skowroński A., 2002, *Kształtowanie struktury kapitału jako przedmiot decyzji finansowych*, [w:] J. Sobiech (red.), *Kapitałowa strategia przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań.
- Slatter S., Lovett D., 2001, *Restrukturyzacja firmy. Zarządzanie przedsiębiorstwem w sytuacjach kryzysowych*, Wydawnictwo WIG-Press, Warszawa.
- Sobiech J. (red.), 2002, *Kapitałowa strategia przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań.

- Soliwoda M., 2011, *Relacje aktywów obrotowych w wybranych branżach przemysłu*, [w:] S. Wrzosek (red.), *Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki. Finanse przedsiębiorstw*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, nr 172.
- Stachowiak Z., Kłodziński R., 2004, *Ekonomika przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Obrony Narodowej, Warszawa.
- Stalmach R., 2005, *Zarządzanie firmą w interesie akcjonariuszy*, Difin, Warszawa.
- Stefański A., 2014, *Strategie zarządzania kapitałem obrotowym netto w firmach rodzinnych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Ekonomiczne Problemy Usług”, nr 111.
- Stępień K., 2008, *Rentowność a wypłacalność przedsiębiorstw*, Difin, Warszawa.
- Stradomski M., 2004, *Zarządzanie strukturą zadłużenia przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa.
- Szczepaniak J., 1992, *Ocena przedsiębiorstwa na podstawie sprawozdań finansowych*, EKORNO, Łódź.
- Szczepański J., 2007, *Zasilanie finansowe przedsiębiorstwa*, [w:] J. Szczepański, L. Szyszko (red.), *Finanse przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa.
- Szemraj T., 2015, *Strategie kapitału obrotowego w świetle modeli dyskryminacyjnych na przykładzie spółek z branży spożywczej*, [w:] E. Wrońska-Bukalska (red.), *Finanse przedsiębiorstw i rynki finansowe z perspektywy młodego ekonomisty. Wybrane problemy*, Wydawnictwo UMCS w Lublinie, Lublin.
- Szot-Gabryś T., 2008, *Model pomiaru zysku ekonomicznego w małej firmie*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Umiejętności w Kielcach, Kraków.
- Szymański P., 2007, *Zarządzanie majątkiem obrotowym w procesie kreowania wartości przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Petros, Łódź.
- Szyszko L., 2007, *Gospodarka finansowa a cele przedsiębiorstwa*, [w:] J. Szczepański, L. Szyszko (red.), *Finanse przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa.
- Śpiewak T., 2008, *Zarządzanie środkami pieniężnymi w przedsiębiorstwie. Teoria i praktyka*, Wydawnictwo Uniwersytetu Rzeszowskiego, Rzeszów.
- Teofil-Kaczmarek T., 2007, *Zarządzanie płynnością finansową małych i średnich przedsiębiorstw – ujęcie praktyczne*, Difin, Warszawa.
- Tokarski A., 2007, *Strategie finansowania działalności przedsiębiorstw produkcyjnych*, Wydawnictwo Adam Marszałek, Toruń.
- Trocki M., 2007, *Grupy kapitałowe. Tworzenie i funkcjonowanie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Uchman J., 2011, *Teoretyczne i regulacyjne aspekty odkupu akcji własnych przez spółki*, [w:] S. Wrzosek (red.), *Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki. Finanse przedsiębiorstw*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, nr 172.
- Ustawa z dnia 11 marca 2004 r. o podatku od towarów i usług, Dz.U. z 2004 r., Nr 54, poz. 535, z późn. zm.
- Ustawa z dnia 6 marca 2018 r. Prawo przedsiębiorców, Dz.U. z 2018 r., poz. 646, 1479, 1629, 1633.
- Ustawa z dnia 27 sierpnia 2004 r. o rachunkowości, Dz.U. z 2004 r., Nr 145, poz. 1535, z późn. zm.
- Vijaya A.S.V., Rama S.V.S., 2013, *A Study of Working Capital Management of Cement Industries in India*, „International Refereed Journal of Engineering and Science (IRJES)”, vol. 2, issue 8, August, Arasanoor.

- Voulgaris F.D., Asteriou G., Agiomirgianakis G., 2003, *The determinants of small firms growth in the Greek manufacturing sector*, „Journal of Economic Integration”, vol. 18(4).
- Walica H., 1999, *Zarządzanie kapitałem w przedsiębiorstwie. Wykorzystywanie i powiększanie majątku trwałego*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Biznesu w Dąbrowie Górniczej, Dąbrowa Górnicza.
- Ward K., Grundy T., 1996, *The strategic management of corporate value*, „European Management Journal”, vol. 14 (6).
- Wasilewski M., Chmielewska M., 2006, *Strategie zarządzania kapitałem obrotowym a sytuacja finansowa spółdzielni mleczarskich*, „Rocznik Nauk Rolniczych”, seria G, t. 93, z. 1.
- Wasilewski M., Zabolotny S., 2008, *Kształtowanie i efektywność strategii płynności finansowej PKM DUDA S.A.*, „Zeszyty Naukowe SGGW. Ekonomia i Organizacja Gospodarki Żywnościowej”, nr 64.
- Wasilewski M., Zabolotny S., 2009, *Sytuacja finansowa przedsiębiorstw o odmiennych strategiach zarządzania kapitałem obrotowym*, „Zeszyty Naukowe SGGW. Ekonomia i Organizacja Gospodarki Żywnościowej”, nr 78.
- Waściński T., Kruk M., 2010, *Analiza powiązań pomiędzy rentownością i płynnością spółek branży cukierniczej notowanych na GPW w Warszawie*, „Zeszyty Naukowe Akademii Podlaskiej w Siedlcach”, nr 84.
- Waśniewski T., Skoczyła W., 1996, *Analiza płynności finansowej*, [w:] L. Bednarski, T. Waśniewski (red.), *Analiza finansowa w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa.
- Wawryszuk-Miształ A., 2005, *Strategia kapitału obrotowego netto wg kryterium maksymalizacji wartości dla właścicieli*, „Annales”, sec. H., vol. XXXIX.
- Wawryszuk-Miształ A., 2006, *Krótkoterminowe decyzje finansowe*, [w:] P. Karpuś (red.), *Finanse przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo UMCS, Lublin.
- Wawryszuk-Miształ A., 2007, *Strategie zarządzania kapitałem obrotowym netto w przedsiębiorstwach. Ujęcie praktyczne*, Wydawnictwo UMCS, Lublin.
- Wąsowski W., 2011, *Istota i warunki utrzymania płynności finansowej*, „Przegląd Corporate Governance”, nr 1 (25).
- Weston J.F., Copeland T.E., 1991, *Managerial Finance*, The Dryden Press, New York.
- Wędzki D., 2003, *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków.
- Wędzki D., 2009, *Jak zarządzać należnościami*, „Rachunkowość”, nr 4.
- Wędzki D., 2010, *Analiza wskaźnikowa sprawozdania księgowego: wskaźniki finansowe*, t. 2, Wolters Kluwer, Warszawa.
- Wieczorek-Kosmala M., 2011, *Koncepcja Total Average Cost of Capital jako nowoczesne spojrzenie na koszt kapitału przedsiębiorstwa w warunkach zarządzania ryzykiem*, [w:] S. Wrzosek (red.), *Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki. Finanse przedsiębiorstw*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, nr 172.
- Wilmańska-Sosnowska S., 1994, *Strategia finansowania działalności jako przejaw adaptacji przedsiębiorstw do zmian w otoczeniu rynkowym*, „Handel Wewnętrzny”, nr 4.
- Włodarczyk J., 2008, *Racjonalność gospodarowania a druga zasada termodynamiki*, „Zeszyty Naukowe AE w Katowicach. Studia Ekonomiczne”, nr 48.

- Wojciechowska U. (red.), 2001, *Płynność finansowa polskich przedsiębiorstw w okresie transformacji gospodarki. Aspekty mikroekonomiczne i makroekonomiczne*, Wydawnictwo SGH w Warszawie, Warszawa.
- Wolski R., Bolek M., 2016, *Liquidity-Profitability relationship analysed once again. The case of Poland*, „European Scientific Journal”, vol. 12(7).
- Woźniak-Sobczak B. (red.), 1996, *Gospodarowanie kapitałem w firmie*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Karola Adameckiego, Katowice.
- Wrońska E.M., 2006, *Polityka dywidend*, [w:] P. Karpus (red.), *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw*, Wydawnictwo UMCS, Lublin.
- Wrońska-Bukalska E. (red.), 2015, *Finanse przedsiębiorstw i rynki finansowe z perspektywy młodego ekonomisty. Wybrane problemy*, Wydawnictwo UMCS w Lublinie, Lublin.
- Wróblewski R., 2009, *Nauka o zarządzaniu przedsiębiorstwem. Przedmiot i metoda. Zastosowania*, Wydawnictwo Akademii Podlaskiej, Siedlce.
- Wrzesiński M., 2007, *Źródła finansowania majątku*, [w:] J. Szczepański, L. Szyszko (red.), *Finanse przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa.
- Wrzosek S. (red.), 2011, *Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki. Finanse przedsiębiorstw*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, nr 172.
- Wypych M., 2000a, *Finansowanie przedsiębiorstwa*, [w:] M. Wypych (red.), *Finanse przedsiębiorstw z elementami zarządzania i analizy*, Wydawnictwo Przedsiębiorstwa Specjalistycznego „Absolwent”, Łódź.
- Wypych M., 2000b, *Ogólne problemy finansów przedsiębiorstwa*, [w:] M. Wypych (red.), *Finanse przedsiębiorstw z elementami zarządzania i analizy*, Wydawnictwo Przedsiębiorstwa Specjalistycznego „Absolwent”, Łódź.
- Wypych M., 2005, *Strategie dywidendowe polskich spółek giełdowych*, [w:] J. Ostaszewski (red.), *Finanse przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo SGH, Warszawa.
- Wypych M., 2011, *Spółki giełdowe w świetle reguł finansowania*, [w:] S. Wrzosek (red.), *Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki. Finanse przedsiębiorstw*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, nr 172.
- Wyrobek J., Stańczyk Z., 2011, *Badania nad zależnością pomiędzy koniunkturą a rentownością przedsiębiorstw*, [w:] S. Wrzosek (red.), *Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki. Finanse przedsiębiorstw*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, nr 172.
- Zadora H., 2004, *Strategie przedsiębiorstwa a ryzyko*, [w:] G. Łukasik (red.), *Strategie finansowe przedsiębiorstw w sytuacjach ryzykownych*, Akademia Ekonomiczna im. Karola Adameckiego, Katowice.
- Zaleska M., 2005, *Ocena ekonomiczno-finansowa przedsiębiorstwa przez analityka bankowego*, Wydawnictwo SGH w Warszawie, Warszawa.
- Zalewski H., 1999, *Polityka i strategia w zarządzaniu finansami firmy*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr Sp. z o. o., Gdańsk.
- Zawadzka D., 2008, *Zarządzanie kapitałem obrotowym w małych przedsiębiorstwach*, [w:] D. Krzemieńska (red.), *Gospodarowanie majątkiem obrotowym w przedsiębiorstwie*, „Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Poznaniu”, nr 106.

- Zawadzka D., 2011, *Ocena znaczenia źródeł finansowania aktywów obrotowych w przedsiębiorstwach handlowych w Polsce*, [w:] S. Wrzosek (red.), *Finanse przedsiębiorstw*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, nr 172.
- Zimniewicz K. (red.), 2008, *Zmiany w organizacji – przyczyny i konsekwencje*, „Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Poznaniu”, nr 105.
- Znanięcka K., Zieliński T. (red.), 2008, *Finanse wobec sfery realnej gospodarki*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Karola Adameckiego w Katowicach, Katowice.
- Żuber R., 2008, *Zarządzanie rozwojem przedsiębiorstwa. Teoria i praktyka*, Difin, Warszawa.

Spis tabel, wykresów, schematów

Tabela 1.1.	Zestawienie zalet i wad finansowania kapitałem własnym i obcym z punktu widzenia przedsiębiorstw	22
Tabela 1.2.	Porównanie zalet i wad oprocentowanych form finansowania obcego	24
Tabela 1.3.	Kredyt handlowy na tle innych form finansowania o charakterze kredytowym	25
Tabela 1.4.	Podetapy procesów tworzenia strategii finansowej	33
Tabela 1.5.	Wnioski z teorii struktur kapitału	42
Tabela 2.1.	Zestawienie reguł finansowania	50
Tabela 2.2.	Ujęcia złotej reguły bilansowej	51
Tabela 2.3.	Determinanty poszczególnych rodzajów zapasów	60
Tabela 2.4.	Finansowanie kredytem handlowym w określonych uwarunkowaniach	62
Tabela 2.5.	Rodzaje stałych i okresowych aktywów obrotowych oraz zobowiązań bieżących	66
Tabela 2.6.	Finansowanie i wydatkowanie operacyjnego i pieniężnego kapitału obrotowego	71
Tabela 2.7.	Warianty struktury kapitału obrotowego	72
Tabela 2.8.	Struktury aktywów obrotowych w zależności od profilu przedsiębiorstw	79
Tabela 2.9.	Etapy statycznego wyznaczania zapotrzebowania na kapitał obrotowy	81
Tabela 3.1.	Cechy charakterystyczne rodzajów strategii kapitału obrotowego	91
Tabela 3.2.	Zasady zarządzania majątkiem bieżącym wobec zmian sprzedaży w poszczególnych rodzajach strategii harmonizacji	94
Tabela 3.3.	Cechy strategii podrzędnych przy założeniu, że strategia zarządzania kapitałem obrotowym stanowi strategię cząstkową strategii kapitału obrotowego	98
Tabela 3.4.	Poziomy poszczególnych składników aktywów bieżących oraz pasywów a realizowane strategie	99
Tabela 3.5.	Kombinacje strategii zarządzania kapitałem obrotowym przy założeniu, że strategia zarządzania kapitałem obrotowym stanowi strategię cząstkową strategii kapitału obrotowego	102

Tabela 3.6.	Kombinacje strategii zarządzania kapitałem obrotowym w ujęciu rozszerzonym	103
Tabela 3.7.	Cechy strategii podrzędnych strategii zarządzania kapitałem obrotowym	105
Tabela 3.8.	Wyznaczanie taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym według kryterium wypłacalności przedsiębiorstwa	108
Tabela 3.9.	Wyznaczanie taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym według kryterium potrzeb operacyjnych i pieniężnych	109
Tabela 3.10.	Wyznaczanie taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym według kryterium potrzeb kapitałowych wynikających z realizowanej sprzedaży	114
Tabela 3.11.	Determinanty taktyki i strategii zarządzania kapitałem obrotowym	115
Tabela 4.1.	Przyporządkowania spółek do sektorów w opracowaniu a klasyfikacja GPW	124
Tabela 4.2.	Średnie punktowe jako identyfikator SZKO	125
Tabela 4.3.	Liczba spółek stosujących TZKO wg kryterium: (1) wypłacalności; zapotrzebowania na kapitał obrotowy z perspektywy; (2) potrzeb operacyjnych i pieniężnych, (3) prowadzonej działalności operacyjnej, (4) realizowanej sprzedaży w latach 2007–2015	126
Tabela 4.4.	Średnia jako podstawa identyfikacji SZKO w sektorach w latach 2007–2015	132
Tabela 4.5.	SZKO wg kryterium : (1) wypłacalności; zapotrzebowania na kapitał obrotowy z perspektywy; (2) potrzeb operacyjnych i pieniężnych, (3) prowadzonej działalności operacyjnej, (4) realizowanej sprzedaży w latach 2007–2015	138
Tabela 4.6.	Struktura aktywów a TZKO wg kryterium: (1) wypłacalności; zapotrzebowania na kapitał obrotowy z perspektywy; (2) potrzeb operacyjnych i pieniężnych, (3) prowadzonej działalności operacyjnej, (4) realizowanej sprzedaży w latach 2007–2015	146
Tabela 4.7.	Struktura pasywów a TZKO wg kryterium: (1) wypłacalności; zapotrzebowania na kapitał obrotowy z perspektywy; (2) potrzeb operacyjnych i pieniężnych, (3) prowadzonej działalności operacyjnej, (4) realizowanej sprzedaży w latach 2007–2015	150
Tabela 4.8.	Cykle rotacji a TZKO wg kryterium: (1) wypłacalności; zapotrzebowania na kapitał obrotowy z perspektywy; (2) potrzeb operacyjnych i pieniężnych, (3) prowadzonej działalności operacyjnej, (4) realizowanej sprzedaży w latach 2007–2015	153
Tabela 4.9.	Symptomy utraty płynności w sektorach w latach 2007–2015	160
Tabela 4.10.	TZKO i SZKO wg kryterium wypłacalności a symptomy utraty płynności	165
Tabela 4.11.	TZKO i SZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy oraz perspektywy potrzeb operacyjnych i pieniężnych a symptomy utraty płynności	166
Tabela 4.12.	TZKO i SZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy i perspektywy działalności operacyjnej a symptomy utraty płynności	167

Tabela 4.13.	TZKO i SZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy i perspektywy realizowanej sprzedaży a symptomy utraty płynności	169
Tabela 4.14.	Zagrożenie bankructwem wg testów dyskryminacyjnych w badanych sektorach w latach 2007–2015	173
Tabela 4.15.	TZKO i SZKO wg kryterium wypłacalności a negatywne wskazania testów dyskryminacyjnych	177
Tabela 4.16.	TZKO i SZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy oraz perspektywy potrzeb operacyjnych i pieniężnych a negatywne wskazania testów dyskryminacyjnych	178
Tabela 4.17.	TZKO i SZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy i perspektywy prowadzonej działalności operacyjnej a negatywne wskazania testów dyskryminacyjnych	179
Tabela 4.18.	TZKO i SZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy i perspektywy realizowanej sprzedaży a negatywne wskazania testów dyskryminacyjnych	180
Tabela 4.19.	Negatywna ocena miar rozwojowych w sektorach w latach 2007–2015	182
Tabela 4.20.	NOMR a TZKO wg kryterium wypłacalności w sektorach w latach 2007–2015	185
Tabela 4.21.	TZKO i SZKO wg kryterium wypłacalności a negatywne oceny miar rozwojowych	187
Tabela 4.22.	SZKO wg kryterium wypłacalności a miary rozwojowe w długim okresie	188
Tabela 4.23.	NOMR a TZKO z perspektywy potrzeb operacyjnych i pieniężnych w sektorach	189
Tabela 4.24.	TZKO i SZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy oraz perspektywy potrzeb operacyjnych i pieniężnych a NOMR	192
Tabela 4.25.	SZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy oraz perspektywy potrzeb operacyjnych i pieniężnych a rentowność w długim okresie	192
Tabela 4.26.	NOMR a TZKO z perspektywy prowadzonej działalności operacyjnej w sektorach w latach 2007–2015	194
Tabela 4.27.	TZKO i SZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy i perspektywy prowadzonej działalności operacyjnej a NOMR	196
Tabela 4.28.	SZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy i perspektywy prowadzonej działalności operacyjnej a rentowność w długim okresie	196
Tabela 4.29.	NOMR a TZKO z perspektywy realizowanej sprzedaży w poszczególnych sektorach w latach 2007–2015	198
Tabela 4.30	TZKO i SZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy i perspektywy realizowanej sprzedaży a NOMR	200
Tabela 4.31.	SZKO wg kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy i perspektywy realizowanej sprzedaży a ocena miar rozwojowych w długim okresie	200
Tabela 4.32.	Determinanty kapitału obrotowego a TZKO wg różnych kryteriów	202

Wykres 1.1.	Struktura kapitałowa a wartość przedsiębiorstwa – podejście NOI	36
Wykres 1.2.	Struktura kapitałowa a wartość przedsiębiorstwa – podejście NI	36
Wykres 2.1.	Wahania popytu a utrzymywany poziom aktywów obrotowych	58
Wykres 4.1.	Struktura aktywów przedsiębiorstw w poszczególnych sektorach	141
Wykres 4.2.	Struktura pasywów przedsiębiorstw w poszczególnych sektorach	149
Wykres 4.3.	Cykle rotacji spółek w poszczególnych sektorach	152
Schemat 1.1.	Formy finansowania przedsiębiorstw	19
Schemat 1.2.	Składowe kapitału własnego w ujęciu bardzo szerokim	20
Schemat 1.3.	Hierarchia poziomów celów strategicznych przedsiębiorstw	30
Schemat 1.4.	Czynniki determinujące strukturę finansowania przedsiębiorstwa	45
Schemat 1.5.	Determinanty struktury kapitałowej w świetle teorii struktury kapitału wobec strategicznych celów finansowych	47
Schemat 2.1.	Zależności między rentownością a płynnością	57
Schemat 2.2.	Źródła finansowania składników aktywów obrotowych a kapitał stały	64
Schemat 2.3.	Cykl obrotu gotówki w przedsiębiorstwie produkcyjnym	76
Schemat 2.4.	Rodzaje cykli w procesie obrotu gotówki	77
Schemat 3.1.	Umieszczenie strategii zarządzania kapitałem obrotowym w strategii finansowej przedsiębiorstw	89
Schemat 3.2.	Finasowanie aktywów w poszczególnych rodzajach strategii harmonizacji	93
Schemat 3.3.	Relacje pomiędzy strategią zarządzania kapitałem obrotowym a strategią kapitału obrotowego	97