

Dr Grzegorz Gołębiowski

Rola kapitału obrotowego i jego wpływ na zarządzanie finansami przedsiębiorstw

W teorii finansów przedsiębiorstw jednym z kluczowych zagadnień jest określenie istoty i pojęcia kapitału obrotowego. Można spotkać się z dwoma jego pojęciami: kapitału obrotowego brutto i netto¹. Łączna wartość składników majątku obrotowego firmy wykazana w aktywach jej bilansu nosi nazwę kapitału obrotowego brutto. Innymi słowy kapitał obrotowy brutto odpowiada mniej więcej aktywom obrotowym².

Kapitałem obrotowym netto (inaczej kapitałem pracującym – ang. *working capital*) będzie w ujęciu bilansowym (księgowym) różnica pomiędzy aktywami obrotowym a bieżącymi zobowiązaniami. Zaś, w ujęciu finansowym (kapitałowym) kapitał obrotowy netto to różnica pomiędzy kapitałem stałym i aktywami trwałymi³.

Istota kapitału obrotowego uwidacznia się już na samym początku rozważań o finansach przedsiębiorstw. W tym czasie kiedy określone zostaną cele zarządzania finansami w przedsiębiorstwie, nie można zapomnieć o wyznaczeniu strategii nim zarządzania. Powszechnie już, od jakiegoś czasu cele działalności przedsiębiorstwa definiuje się w dwóch płaszczyznach: w horyzoncie długoterminowym i krótkoterminowym. W długim okresie celem działalności przedsiębiorstwa jest maksymalizowanie jego wartości rynkowej, w tym majątku właścicieli. W krótkim horyzoncie zarządzania, najważniejszym celem działalności przedsiębiorstwa jest utrzymanie płynności płatniczej, czyli zdolności do bieżącego regulowania jego zobowiązań.

W obu przypadkach rola kapitału obrotowego i przyjętej strategii nim zarządzania jest niezwykle istotna. Pamiętając o przyjętych celach zarządzania finansami i podejmując się kształtowania wielkości kapitału obrotowego trzeba zrealizować dwa najważniejsze priorytety, tj. maksymalizowanie wartości przedsiębiorstwa i minimalizowanie ryzyka utraty płynności. Przy czym termin kapitał obrotowy netto wiąże się najczęściej z podejmowaniem krótkoterminowych decyzji finansowych. Jedną z kluczowych decyzji w tym zakresie jest określenie wielkości niezbędnych aktywów obrotowych i sposobów ich finansowania. To finansowanie musi odbywać się z zachowaniem zdolności do regulowania zobowiązań. Każda faza rozwoju

¹ Por. „Finanse przedsiębiorstwa”, red. L. Szyszko, J. Szczepański, wydanie II, PWE 2003 r.

² Do jego składników można zaliczyć: zapasy, należności krótkoterminowe i inwestycje krótkoterminowe. Niektórzy twierdzą, że rozliczenia międzyokresowe w aktywach nie stanowią składnika kapitału obrotowego brutto. Wydaje się to jednak błędem, gdyż rozliczenia międzyokresowe (krótko i długoterminowe), podobnie zresztą jak długoterminowe należności, zgodnie z ustawą o rachunkowości element aktywów trwałych, z punktu widzenia zarządzania mają raczej charakter obrotowy. Wielkość krótkoterminowych rozliczeń zazwyczaj jest jednak niewielka, stąd nawet nie uwzględnienie ich, nie wywołuje wielkiego błędu.

³ Szerzej: G. Gołębiowski „W jaki sposób możesz wpływać na poziom kapitału obrotowego?”, opracowanie w: Analiza i kontrola finansowa w praktyce, Wiedza i Praktyka 2004 r.

przedsiębiorstwa charakteryzuje się innymi potrzebami w zakresie pozyskiwania źródeł finansowania. Biorąc to pod uwagę, badacze problemu zachęcają do tworzenia planów finansowania aktywów przedsiębiorstwa w różnych fazach rozwoju, celem uniknięcia bankructwa⁴. Jak wskazuje zresztą analiza przypadku bankructw przedsiębiorstw, jedną z ważniejszych przyczyn tych wypadków był niedostatek lub złe zarządzanie kapitałem obrotowym⁵. W fazie startowej w przedsiębiorstwie na ogół brak jest wystarczających ilości kapitału finansującego aktywa obrotowe. Jeśli tak jest, wówczas aktywa obrotowe finansowane są początkowo kapitałem obrotowym w formie zobowiązań niekapitałowych, tj. zobowiązań wobec pracowników (gdy wynagrodzenia są płacone „z dołu”), zobowiązań wobec dostawców, wynikających z operacyjnego (manipulacyjnego) odroczenia płatności⁶ oraz jeśli występuje z bieżącego zysku. Stąd w tej fazie rozwoju wielkość aktywów obrotowych determinowana jest możliwościami pozyskania kapitału finansowego. Innymi słowy, wielkość utrzymywanych aktywów obrotowych nie wynika z uświadomionych potrzeb, określonych charakterem procesów gospodarczych⁷.

W kolejnej fazie rozwoju przedsiębiorstwa pojawiają się kłopoty płatnicze, wynikające z nadmiernego zaangażowania zysku w finansowanie wypłat dla właścicieli i/lub inwestycji w aktywa trwałe. Jest to stan nierównowagi finansowej wywołanej przez niewłaściwą strukturę kapitału obrotowego, który na ogół jest równoważony w skutek wzrostu zobowiązań handlowych, najczęściej w formie kredytu kupieckiego. Podsumowując, w celu prawidłowego zarządzania kapitałem obrotowym wraz z rozwojem przedsiębiorstwa, konieczne jest wydzielenie pewnej części aktywów obrotowych, które w miarę możliwości powinny być finansowane kapitałem stałym.

Dziedzina zarządzania płynnością, nierozzerwalnie związana z poziomem kapitału obrotowego jest obszarem niezwykle wrażliwym. Twierdzi się, że zadaniem kapitału obrotowego w przedsiębiorstwie jest zmniejszenie ryzyka wynikającego z unieruchomienia części środków obrotowych lub też wynikającego ze strat związanych z tymi środkami, np. z trudnością sprzedaży wytworzonych wyrobów. Stanowi on pewnego rodzaju element bezpieczeństwa ułatwiający zachowanie płynności finansowej⁸.

Kapitał obrotowy netto może przyjmować wielkość dodatnią, ujemną bądź zerową.

⁴ D. Stos „Wpływ struktury kapitału obrotowego na ryzyko bankructwa przedsiębiorcy”, Prace Naukowe AE we Wrocławiu nr 965, red. T. Jajuga, W. Pluta, Wrocław 2002 r.

⁵ B. Prusak „Uwarunkowania upadłości przedsiębiorstw”, w: Gospodarka Polski w okresie transformacji, red. F. Bławat, Wydawnictwo Politechniki Gdańskiej, Gdańsk 2001 r.

⁶ Nie dotyczy to zobowiązań o charakterze kredytu kupieckiego.

⁷ Por. D. Stos, op.cit.

⁸ M. Sierpińska, T. Jachna, „Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych”, PWN Warszawa 1999 r., s. 55

Dodatni kapitał pracujący występuje wtedy, gdy część aktywów obrotowych jest finansowana kapitałem stałym. Stąd, mamy do czynienia z sytuacją, że część cyklu operacyjnego (eksploatacyjnego) finansowana jest kapitałem własnym i kapitałami długoterminowym obcymi, a nie tylko zobowiązaniami bieżącymi. Czerpanie środków finansowych zabezpieczających funkcjonowanie podmiotu w zakresie zaspokojenie bieżących zobowiązań wymaga angażowania kapitału pracującego, czyli przyjmowania takiej strategii działania aby dążyć do utrzymania nadwyżki aktywów obrotowych nad krótkoterminowymi zobowiązaniami. Jest to sytuacja najbardziej oczekiwana, biorąc pod uwagę zasadę zarządzania finansami przedsiębiorstw, przyjętą z myślą o zrealizowaniu określonych wcześniej celów zarządzania. Jak jest ona ważna świadczą, bazujące na niej zasady szczegółowe, jak: złota zasada bilansowa i złota zasada finansowania. W pierwszej chodzi o to, żeby wielkość utrzymywanego trudnego do upłynnienia (długookresowego) była mniejsza od wielkości kapitału stałego. Według standardów zachodnioeuropejskich przyjmuje się, że dla zapewnienia przyszłego bytu przedsiębiorstwa (ang. *going concern*) kapitał własny powinien gwarantować pokrycie aktywów trwałych, co najmniej w 70%, natomiast kapitał własny powiększony o długoterminowy kapitał obcy, musi być większy od 100% wartości aktywów trwałych⁹. Złota zasada finansowanie jest zaś pewnym uszczegółowieniem zasad bilansowej i polega na finansowaniu aktywów takimi pasywami, które odpowiadają swoimi terminami zapadalności, terminom żywotności aktywów.

Wielkość kapitału obrotowego jest miernikiem ryzyka finansowego dla banków i innych wierzycieli przedsiębiorstwa¹⁰. Zbyt duży kapitał obrotowy oznacza wysokie zaangażowanie kapitałów długoterminowych w bieżącej działalności przedsiębiorstwa. W zależności od formy jego pozyskania może to oznaczać w przypadku kredytów i pożyczek wzrost kosztów finansowych, zaś w przypadku kapitału własnego spadek rentowności mierzonej wskaźnikiem ROE. Niestety sezonowość jest czynnikiem determinującym długi cykl gotówkowy i tym samym utrzymywanie kapitału obrotowego na wysokim poziomie. Wysoki kapitał obrotowy powoduje, jak zostało to już powiedziane wzrost kosztów finansowania, tym samym przekłada się zazwyczaj na zwiększoną cenę produktu lub towaru.

Ujemny kapitał obrotowy najczęściej jest zjawiskiem niepożądanym. Oznacza sytuację, gdy kapitały długoterminowe nie w pełni pokrywają aktywa trwałe. Niemniej jednak, często w przypadku przedsiębiorstw handlowych taka sytuacja jest dość powszechna. Najbar-

⁹ za: „Polityka bilansowa i analiza finansowa” red. K. Sawicki, Ekspert Wydawnictwo i Doradztwo, Wrocław 2001 r. s. 142

¹⁰ R. Moyer, J. McGuigan, W. Kretlow, “Contemporary financial management” 1990 r. za: A. Kusak “Nieoperacyjny kapitał obrotowy w przedsiębiorstwie” – materiał powielony, Warszawa 2003 r.

dziej skrajnym przykładem są wielkie sieci handlowe, które szybko obracają swoimi aktywami obrotowymi, jednocześnie utrzymując zobowiązania handlowe relatywnie długo.

Ostatnim możliwym wariantem wielkości kapitału obrotowego jest jego zerowy poziom. Aktywa bieżące są równe zobowiązaniom krótkoterminowym, a aktywa trwałe kapitałom stałym. Zwolennicy „złotego środka” czyli koncepcji zerowego kapitału obrotowego twierdzą, że osiągnięcie zerowego poziomu zaangażowania kapitału obrotowego jest możliwe przez dążenie do minimalizowania należności i zapasów przy jednoczesnym maksymalizowaniu zobowiązań wobec dostawców. Generuje to środki pieniężne i przyspiesza produkcję, co ułatwia dokonywanie dostaw na czas i sprawniejsze działanie.

Poza korzyściami finansowymi obniżania kapitału obrotowego (utrzymywania go na zerowym poziomie) jest fakt zmuszenia zarządzających przedsiębiorstwami do produkowania i dostarczania towarów szybciej niż robi to konkurencja, co ułatwia pozyskanie nowych zamówień i otrzymywanie lepszych cen dzięki ich szybkiej realizacji. Jeśli produkcja przebiega dostatecznie szybko, firmy mogą wytwarzać towary w miarę ich zamawiania i nie muszą posługiwać się prognozami popytu i gromadzić wysokich zapasów. System takiego działania znany jest jako zarządzanie oparte na popycie (*ang. demand-based management*) i polega na wykorzystaniu metody dokładnie na czas (*ang. just in time*) stosowanej w kontroli zapasów¹¹.

Wielkość kapitału pracującego wykorzystuje się w szeregu wskaźników. Jedną z metod pomiaru jest ustalenie proporcji pomiędzy kapitałem pracującym a wartością sprzedaży, obliczaną według wzoru:

$$\frac{\text{kapitał pracujący}}{\text{przychód ze sprzedaży}}$$

Wyliczona w ten sposób wartość świadczy o prawidłowości, bądź nie, korzystania przez przedsiębiorstwo ze swoich płynnych funduszy. Niski poziom wskazuje na dużą zdolność wykorzystywania płynnych aktywów do generowania zysku i odwrotnie, wysoki poziom świadczy o małej produktywności aktywów bieżących.

Kapitał obrotowy, jak to już było powiedziane, jest niezwykle istotny w kwestii zarządzania płynnością i jej analizą. Po pierwsze ze względu na swoją bezwzględną wielkość. Interpretacja kapitału pracującego jest dość jednoznaczna: jego wzrost sygnalizuje lepszą pozycję finansową badanego przedsiębiorstwa. Przy czym wielkość tego kapitału powinna być tym wyższa, im mniejsze szanse ma dane przedsiębiorstwo na uzyskanie w szybki sposób

¹¹ szerzej: E.F. Brigham, L.C. Gapenski „Zarządzanie finansami” t. 2, PWE 2000, s. 127-128

pożyczkowych środków pieniężnych na bieżącą działalność. Nie oczywiście wzrastać do nieograniczonego poziomu. Jego nadmiar prowadzi do spadku efektywności gospodarowania. Po drugie oczekiwana wielkość kapitału obrotowego netto (dodatnia) determinuje zasady interpretowania wskaźników płynności płatniczej. Szczególnie odnosi się to do dwóch z nich, a mianowicie wskaźnika bieżącej płynności (według terminologii GUS wskaźnik III stopnia płynności) oraz wskaźnika wysokiej płynności (tj. II stopień płynności). Wskaźnik płynności bieżącej jest to relacja aktywów bieżących do zobowiązań bieżących. W przypadku tego wskaźnika mamy do czynienia z ilorazem tych dwóch wielkości, zaś zgodnie z definicją ich różnica określa wielkość kapitału obrotowego netto. Jeśli przyjmuje się za generalną zasadę, że oczekiwane jest aby przedsiębiorstwo, które posiada zdolność do regulowania swoich zobowiązań miało kapitał pracujący dodatni, to per analogia wielkość wskaźnika płynności bieżącej w takim przypadku powinna być większa od zera. Żeby nie dochodziło do sytuacji, tzw. nadpłynności dość powszechnie przyjmuje się, że oczekiwana wielkość wskaźnika płynności bieżącej powinna zawierać się w przedziale 1,2-2. Wskaźnik wysokiej płynności został stworzony w celu uszczegółowienia oceny płynności płatniczej przedsiębiorstwa. W jego konstrukcji wyeliminowano z licznika (z aktywów obrotowych) zapasy, traktując je jako najmniej płynny składnik tej kategorii finansowej. Zgodnie więc z logiką jego wielkość powinna być niższa od wskaźnika bieżącej płynności. Przyjmuje się najczęściej, jako pewien normatyw oczekiwaną jego wielkość w przedziale 0,9-1,2.

W finansach przedsiębiorstwa można zaobserwować ciągłe balansowanie pomiędzy ryzykiem a korzyściami. Im większe ponoszone ryzyko, tym większe spodziewane korzyści. Ta cecha charakteryzująca finanse jest typowa również w przypadku zarządzania kapitałem obrotowym, co jest jednocześnie, obok decyzji o charakterze długoterminowym (inwestycyjnym) jednym z podstawowych elementów zarządzania finansami przedsiębiorstwa. Przyjęło się nawet określać dwie skrajne strategie zarządzania kapitałem obrotowym: agresywną (dynamiczną) i konserwatywną. Punktem wyjścia jest stosunek do ryzyka, w pierwszej kapitał obrotowy netto jest zwykle ujemny, a co za tym idzie ryzyko finansowe wysokie. W drugim przypadku kapitał pracujący dodatni, niskie ryzyko finansowe i jednocześnie małe spodziewane korzyści. W dorobku naukowym z zakresu finansów rozróżnia się czasem również strategię umiarkowaną, dla zerowego kapitału obrotowego¹². Charakteryzuje się ona pewną wypadkową cech dwóch wcześniejszych strategii. Tym niemniej, sposób w jaki w przedsiębiorstwie finansuje się aktywa trwałe wynika z jego specyfiki działalności oraz ma silną

¹² por. D. Krzemińska „Finanse przedsiębiorstwa”, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu, Poznań 2000 r. s. 101-104

korelację z sezonowością. Ponadto, kierujący przedsiębiorstwami często nie biorą pod uwagę dorobku teorii finansów przedsiębiorstwa w tym zakresie i intuicyjnie, raz lepiej raz gorzej, zarządzają kapitałem obrotowym swoich przedsiębiorstw¹³.

Funkcjonowanie przedsiębiorstwa oprócz bieżącego zarządzania wymaga predykcji wydarzeń przyszłych. W projekcjach finansowych dokonywanych w przedsiębiorstwach nie można pominąć określania zapotrzebowania na kapitał obrotowy. Do najważniejszych zresztą decyzji w zakresie finansowym w obszarze bieżącego zarządzania finansami należy uregulowanie poziomu kapitału obrotowego z wielkością zapotrzebowania na ten kapitał¹⁴. W tym zakresie teoria finansów przedsiębiorstwa również dostarcza całego szeregu metod. Najczęściej wykorzystywanymi są metoda kosztowa, cyklu operacyjnego, udziału kosztów operacyjnych w przychodach ze sprzedaży i tzw. odsprzedażowa¹⁵.

Wydaje się uprawnionym postawienie tezy, że utrzymywany w przedsiębiorstwie kapitał obrotowy jest funkcją kondycji finansowej podmiotu gospodarczego. Więcej, bez należytego nim zarządzania, zarządzania w aspekcie bieżącym, nie jest możliwe realizowanie dalekosiężnych planów rozwojowych. Jego wielkość i sposób jego kształtowania determinują rozwój przedsiębiorstwa. Innymi słowy nie można poważnie myśleć o realizowaniu szczytnych celów, takich jak maksymalizowanie wartości rynkowej przedsiębiorstwa i kapitału własnego właścicieli bez dołożenia należytej staranności w zakresie bieżących decyzji finansowych służących zapewnieniu właściwych relacji pomiędzy aktywami i pasywami bieżącymi, a co jest z tym związane utrzymywaniem płynności płatniczej. To zresztą jest fundament, bez istnienia którego nie można prowadzić żadnej polityki rozwojowej przedsiębiorstwa.

Z badań sondażowych przeprowadzonych przez Grant Thornton we wrześniu i październiku 2003 r. wśród międzynarodowej populacji średnich przedsiębiorstw wynika, że czynniki finansowe stanowiące bariery wzrostu – koszt finansowania, niski poziom kapitału obrotowego oraz niedobór kapitału długoterminowego – są ściśle skorelowane. Problemy z nimi związane są wyjątkowo widoczne w Meksyku, Polsce, Pakistanie i Rosji, a stosunkowo mniej dotkliwe w dobrze rozwiniętych gospodarkach. Jest jednak kilka godnych uwagi wyjątków. W Japonii problemy systemu finansowego utrudniają przedsiębiorcom

¹³ por. G. Gołębiowski „Dostępność kapitału a jakość zarządzania finansami w małych i średnich przedsiębiorstwach w Polsce”, Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka, tom 1, red. W. Pluta, Prace Naukowe AE we Wrocławiu nr 974, Wrocław 2003 r.

¹⁴ por. W. Wawrzyńczak „Zarządzania kapitałem obrotowym w przedsiębiorstwie”, Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka, tom 2, red. W. Pluta, Prace Naukowe AE we Wrocławiu nr 974, Wrocław 2003 r.

¹⁵ P. Szczepankowski „Jak skutecznie planować zapotrzebowanie na kapitał obrotowy netto?”, opracowanie w: Analiza i kontrola finansowa w praktyce, Wiedza i Praktyka 2004 r.

dostęp do kapitału. W Niemczech, odsetek respondentów wskazujących na bariery finansowe jest wyższy od średniej w UE, co prawdopodobnie wynika z nadmiernej ostrożności banków, które w ostatnich latach poniosły wysokie straty. W Grecji koszt kapitału oraz brak kapitału obrotowego stanowią istotne bariery¹⁶.

W każdej prowadzonej działalności w krótko czy długoterminowym horyzoncie czasu rola kapitału obrotowego jest niebagatelna i nie może być niedostrzegalna. Szczególnie, że jak wynika z cytowanych badań jest to problematyka niezwykle aktualna w polskiej i europejskiej rzeczywistości gospodarczej. Nie należy spodziewać się, że zasadniczo straci na aktualności w przyszłości. Być może jedynie lepiej będziemy potrafili radzić sobie z właściwym doбором i kształtowaniem istotnych elementów gospodarki finansowej przedsiębiorstwa.

¹⁶ Międzynarodowy Sondaż Średnich Przedsiębiorstw, Grant Thornton 2004 r.
<http://www.pkgt.org/publikacje.htm>

Literatura:

- E.F. Brigham, L.C. Gapenski „Zarządzanie finansami” t. 2, PWE 2000,
- „Finanse przedsiębiorstwa”, red. L. Szyszko, J. Szczepański, wydanie II, PWE 2003 r.
- G. Gołębiowski „Dostępność kapitału a jakość zarządzania finansami w małych i średnich przedsiębiorstwach w Polsce”, w: Prace Naukowe AE we Wrocławiu nr 974, Wrocław 2003 r.
- G. Gołębiowski „W jaki sposób możesz wpływać na poziom kapitału obrotowego?”, opracowanie w: Analiza i kontrola finansowa w praktyce, Wiedza i Praktyka 2004 r.
- D. Krzezińska „Finanse przedsiębiorstwa”, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu, Poznań 2000 r.
- A. Kusak “Nieoperacyjny kapitał obrotowy w przedsiębiorstwie” – materiał powielony, Warszawa 2003 r.
- Międzynarodowy Sondaż Średnich Przedsiębiorstw, Grant Thornton 2004 r.
<http://www.pkgt.org/publikacje.htm>
- R. Moyer, J. McGuigan, W. Kretlow, “Contemporary financial management” 1990 r.
- „Polityka bilansowa i analiza finansowa” red. K. Sawicki, Ekspert Wydawnictwo i Doradztwo, Wrocław 2001 r.
- B. Prusak „Uwarunkowania upadłości przedsiębiorstw”, w: Gospodarka Polski w okresie transformacji, red. F. Bławat, Wydawnictwo Politechniki Gdańskiej, Gdańsk 2001 r.
- M. Sierpińska, T.Jachna, „Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych”, PWN Warszawa 1999 r.,
- D. Stos „Wpływ struktury kapitału obrotowego na ryzyko bankructwa przedsiębiorcy”, Prace Naukowe AE we Wrocławiu nr 965, red. T. Jajuga, W. Pluta, Wrocław 2002 r.
- P. Szczepankowski „Jak skutecznie planować zapotrzebowanie na kapitał obrotowy netto?”, opracowanie w: Analiza i kontrola finansowa w praktyce, Wiedza i Praktyka 2004 r.
- W. Wawrzyńczak „Zarządzania kapitałem obrotowym w przedsiębiorstwie”, w: Prace Naukowe AE we Wrocławiu nr 974, Wrocław 2003 r.