

Sytuacja finansowa przedsiębiorstw o odmiennych strategiach zarządzania kapitałem obrotowym¹

Wstęp

Strategie rozwojowe mogą powstawać tylko w przedsiębiorstwach, w których w sposób prawidłowy podejmowane są decyzje dotyczące kapitału obrotowego [Pluta 1999, s. 127]. Kapitał obrotowy rozpatruje się w ujęciu netto lub brutto. Przez kapitał obrotowy netto rozumie się różnicę między aktywami bieżącymi (majątkiem obrotowym) i pasywami bieżącymi (zobowiązaniami krótkoterminowymi) [Sierpińska, Jachna 2007, s. 121]. Kapitał obrotowy brutto jest to wartość aktywów obrotowych wraz ze źródłami ich finansowania [Wędzki 2002, s. 38]. Aktywa bieżące oznaczają wszystkie te pozycje aktywów, które przedsiębiorstwo zamierza zamienić na gotówkę w ciągu najbliższego roku. Pasywa bieżące natomiast to wszelkie zobowiązania firmy, które zamierza ona spłacić lub zaspokoić w inny sposób w ciągu najbliższego roku [Wawryszuk-Misztal 2007, s. 41]. Kształtowanie kapitału obrotowego wiąże się z realizacją odpowiedniej strategii zarządzania tym kapitałem, tj. strategii konserwatywnej, umiarkowanej i agresywnej. Strategia zarządzania kapitałem obrotowym jest definiowana jako model składający się z celów, zamierzeń i działań w zakresie zarządzania aktywami bieżącymi oraz kształtowania odpowiedniej struktury źródeł ich finansowania. Celem strategii konserwatywnej jest maksymalizacja płynności finansowej, strategia agresywna dąży do maksymalizacji zysku ekonomicznego, a strategia umiarkowana jest wariantem pośrednim między strategią konserwatywną i agresywną. Zaproponowany podział strategii kapitału obrotowego wynika z koncepcji dochód-ryzyko (risk-return). Czynności podejmowane w ramach strategii zarządzania kapitałem obrotowym mają służyć przede wszystkim utrzymaniu płynności finansowej przedsiębiorstwa oraz zmierzać do optymalizacji

¹Praca naukowa finansowana ze środków na naukę w latach 2009–2011 jako projekt badawczy nr NN 113 040437.

wielkości i struktury aktywów bieżących, jak również prowadzić do kształtowania odpowiedniej struktury źródeł finansowania tych aktywów, przy minimalizacji kosztów ich finansowania [Wasilewski, Chmielewska 2006, s. 102].

Cel i metody badań

Celem opracowania jest określenie zależności zachodzących między ryzykiem utraty płynności finansowej a efektywnością finansową w ramach odmiennych sposobów zarządzania kapitałem obrotowym netto. Badaniom poddano spółki giełdowe z branży spożywczej notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Kryterium wyboru przedsiębiorstw była dostępność jednostkowych sprawozdań finansowych w badanym okresie. Strategie zarządzania kapitałem obrotowym analizowano w ujęciu dochód-ryzyko (risk-return). Okres badań obejmuje lata 2003–2007. Ze względu na ograniczoność dostępu do danych w 2003 roku liczba badanych przedsiębiorstw wynosiła 19, w latach 2004 i 2006 – po 23, natomiast w latach 2005 i 2007 – 24 przedsiębiorstwa. W badanej zbiorowości wyodrębniono cztery grupy przedsiębiorstw o agresywnych, umiarkowanie agresywnych, umiarkowanie konserwatywnych oraz konserwatywnych strategiach zarządzania kapitałem obrotowym. Następnie do studium przypadku z badanej zbiorowości wybrano przedsiębiorstwa Wilbo S.A. oraz Kofola S.A., charakteryzujące się odmiennymi (agresywną i konserwatywną) strategiami zarządzania kapitałem obrotowym oraz najmniejszą zmiennością charakteru tych strategii w latach 2003–2007. Skrajny sposób zarządzania kapitałem obrotowym oznacza, że w badanym okresie przedsiębiorstwo konsekwentnie realizowało agresywną bądź konserwatywną politykę w zakresie krótkoterminowego zarządzania finansowego. Znajdowało to odzwierciedlenie w poziomie kapitału obrotowego, przyjmującego wartości ujemne w ramach strategii agresywnych oraz dodatnie w ramach strategii konserwatywnych.

W latach 2003–2007 przedsiębiorstwo Wilbo S.A. wykorzystywało wyłącznie konserwatywne oraz umiarkowanie konserwatywne strategie zarządzania kapitałem obrotowym netto, natomiast firma Kofola S.A. charakteryzowała się strategiami agresywnymi oraz umiarkowanie agresywnymi. W celu ustalenia zależności między poziomem ryzyka a korzyściami dla właścicieli analizie poddano obszar płynności finansowej oraz rentowności działalności tych przedsiębiorstw. W aspekcie analizy ryzyka płynności wykorzystano statyczne wskaźniki płynności finansowej. Analiza dynamiki kształtowania korzyści dla właścicieli zakłada obliczenie wskaźników rentowności sprzedaży, rentowności majątku oraz rentowności kapitałów własnych.

Do określenia strategii zarządzania kapitałem obrotowym przedsiębiorstw wykorzystano wskaźnik udziału kapitału obrotowego netto (KON) w aktywach ogółem (AO) [Wasilewski, Zabolotnyy 2009, s. 112]. Zgodnie z przyjętym założeniem, strategie agresywne stosują spółki o wielkościach wskaźnika mniejszych lub równych kwartyłowi pierwszemu (25% badanej zbiorowości), strategie konserwatywne obejmują przedsiębiorstwa o wskaźniku większym od kwartyła trzeciego (25% badanej zbiorowości). Do strategii umiarkowanych zalicza się przedsiębiorstwa o wielkości wskaźnika KON/AO większych od kwartyła pierwszego oraz mniejszych od kwartyła trzeciego. Ponadto, w ramach strategii umiarkowanych wyodrębniono strategie umiarkowanie agresywne, dla których wskaźnik KON/AO znajduje się powyżej kwartyła dolnego, ale poniżej mediany, oraz strategie umiarkowanie konserwatywne, w których wskaźnik KON/AO kształtuje się powyżej mediany, ale poniżej kwartyła górnego.

Strategie zarządzania kapitałem obrotowym przedsiębiorstw Wilbo S.A. oraz Kofola S.A.

W tabeli 1 zaprezentowano dynamikę kształtowania strategii kapitału obrotowego w badanych przedsiębiorstwach z branży spożywczej. Najbardziej agresywnym podejściem do zarządzania kapitałem obrotowym charakteryzowały się przedsiębiorstwa Żywiec S.A., ZM Herman S.A., Kruszwica S.A. oraz Kofola S.A. Ze względu na duże rozmiary oraz kilkakrotnie wyższe przychody ze sprzedaży w porównaniu do innych przedsiębiorstw firmy Żywiec S.A. nie można uznać za typowe przedsiębiorstwo wśród badanej zbiorowości. Pozycja rynkowa oraz skala prowadzonej działalności w dużym stopniu decydują o wyborze metod oceny ryzyka, w tym ryzyka płynności. Strategia uważana za agresywną w większości przedsiębiorstw danej branży może być oceniana jako umiarkowana lub konserwatywna przez menadżerów przedsiębiorstwa o wiodącej pozycji rynkowej. Dla ZM Herman S.A. nie udało się ustalić strategii zarządzania kapitałem obrotowym w 2003 roku, ze względu na brak jednostkowego sprawozdania finansowego. Kruszwica S.A. charakteryzowała się stosunkowo wyższym poziomem kapitału obrotowego netto niż Kofola S.A. w badanych latach. W związku z tym stwierdzono, że przedsiębiorstwo Kofola S.A., będąc typowym przedsiębiorstwem z branży spożywczej, charakteryzowało się najbardziej agresywną strategią zarządzania kapitałem obrotowym w badanym okresie. W latach 2003–2006 zarząd przedsiębiorstwa wykorzystywał strategie agresywne, zakładające utrzymanie ujemnego kapitału obrotowego netto, co wskazywało na wyższe ryzyko płynności finansowej. W 2007 roku zmniejszenie udziału zobowiązań

Tabela 1

Strategie zarządzania kapitałem obrotowym spółek giełdowych z branży spożywczej

Nazwa przedsiębiorstwa	Lata/Rodzaj strategii				
	2003	2004	2005	2006	2007
Advanced Distribution Solutions S.A.	U-A ²	A	A	U-A	U-K
Ambra S.A.	U-K	U-K	A	K	K
Atlanta S.A.	U-K	K	A	U-K	K
Bakalland S.A.	–	U-A	U-K	U-K	K
Beef-San S.A.	A	U-A	A	U-K	U-K
Elstar Oils S.A.	A	K	U-K	U-A	U-A
Graal S.A.	K	K	A	A	U-A
Grupa Żywiec S.A.	U-A	A	A	A	A
Helio S.A.	–	U-A	U-A	–	K
Indykpol S.A.	U-A	U-K	A	U-A	U-K
Jutrzenka S.A.	K	U-A	U-K	U-K	A
Kofola S.A.	A	A	A	A	U-A
Kruszwica S.A.	A	U-A	A	A	A
Makarony Polskie S.A.	U-A	U-A	U-A	A	U-A
Mieszko S.A.	A	A	A	U-A	U-A
Mispol S.A.	–	–	U-K	K	U-A
Pamapol S.A.	K	U-K	U-A	K	U-K
Pepees S.A.	U-K	U-K	U-A	K	U-K
PKM Duda S.A.	K	U-A	U-K	U-K	A
Seko S.A.	U-A	A	U-A	U-A	K
ViaGuara S.A.	–	U-K	A	K	A
Wawel S.A.	U-K	K	U-A	U-A	U-K
Wilbo S.A.	K	K	U-K	U-K	K
ZM Herman S.A.	–	A	A	A	A

Źródło: Opracowanie własne.

bieżących w strukturze pasywów skutkowało dodatnim kapitałem obrotowym oraz przyjęciem strategii umiarkowanie agresywnej. Celem zarządu przedsiębiorstwa w ramach strategii agresywnej była minimalizacja poziomu płynności finansowej, umożliwiającą obniżenie kosztu zaangażowanego w działalność przedsiębiorstwa kapitału.

Najbardziej konserwatywnym podejściem do zarządzania kapitałem obrotowym charakteryzowało się przedsiębiorstwo Wilbo S.A. W latach 2003–2004 spółka wykorzystywała strategię konserwatywną, charakteryzującą się wysokim

²A – strategia agresywna, K – konserwatywna, U-A – umiarkowanie agresywna, U-K – umiarkowanie konserwatywna.

poziomem kapitału obrotowego. Obniżenie poziomu kapitału obrotowego w stosunku do aktywów skutkowało zmianą strategii zarządzania kapitałem obrotowym na umiarkowanie konserwatywną w latach 2005–2006. W 2007 roku zarząd przedsiębiorstwa przyjął strategię konserwatywną. Głównym celem utrzymania wysokiego poziomu kapitału obrotowego netto było zapewnienie wysokiej zdolności do regulowania własnych zobowiązań we właściwych terminach.

Efektywność strategii zarządzania kapitałem obrotowym w Kofola S.A.

Kofola S.A. jest jednostką dominującą grupy kapitałowej, koncentrującą działalność na produkcji, handlu i dystrybucji bezalkoholowych napojów gazowanych oraz niegazowanych, a także wody mineralnej. Przedsiębiorstwo w obecnym kształcie jest wynikiem połączenia spółek Kofola S.A. oraz Hoop S.A. w maju 2008 roku. Celem połączenia było wykorzystanie efektu synergii oraz intensywne rozwijanie marek w skali międzynarodowej. W celu oceny strategii zarządzania kapitałem obrotowym firmy Kofola S.A. w tabeli 2 przedstawiono wskaźniki płynności finansowej, wskaźniki rotacji, jak również średnie wielkości wskaźników dla całej badanej grupy przedsiębiorstw. W badanym okresie średni wskaźnik płynności bieżącej przedsiębiorstwa Kofola S.A. był o 0,09 poniżej średniej branżowej. Oznacza to wyższe ryzyko utraty płynności finansowej w przedsiębiorstwie w stosunku do benchmarku. Najniższą wielkość

Tabela 2

Wskaźniki płynności finansowej oraz rotacji w przedsiębiorstwie Kofola S.A.

Pozycja danych	Lata					Średnio	Średnia branżowa
	2003	2004	2005	2006	2007		
Wskaźnik płynności bieżącej	0,84	0,68	0,88	0,97	1,34	0,92	1,01
Wskaźnik płynności szybkiej	0,64	0,52	0,68	0,80	1,26	0,76	0,66
Wskaźnik środków pieniężnych	0,08	0,04	0,07	0,09	0,13	0,08	0,07
Wskaźnik obrotu zapasami	26	25	28	20	7	20	44
Wskaźnik obrotu należnościami	70	74	86	82	99	83	63
Wskaźnik obrotu zobowiązaniami	129	157	142	117	87	124	66
Konwersji gotówki	-32	-58	-28	-15	18	-20	41

Źródło: Opracowanie własne.

wskaźnika (0,68) odnotowano w 2004 roku, a następnie stwierdzono stopniowy wzrost wielkości tego wskaźnika. W 2007 roku wystąpił dodatni kapitał obrotowy netto (wskaźnik płynności bieżącej wynosił 1,34), co wskazywało na przyjęcie umiarkowanie agresywnej strategii zarządzania kapitałem obrotowym.

Wskaźnik płynności szybkiej był o 0,1 wyższy od średniej branżowej. Odnotowano zwiększenie wielkości wskaźnika z 0,52 w 2004 roku do 1,26 w 2007 roku. Relatywnie mała różnica między wielkością wskaźnika płynności bieżącej oraz płynności szybkiej wskazuje na niski poziom zapasów w przedsiębiorstwie. Świadczy to o preferowaniu przez zarząd relatywnie wyższego poziomu bardziej płynnych składników majątku obrotowego, w tym należności oraz zasobów gotówkowych. Z jednej strony, taką sytuację należy ocenić korzystnie, ze względu na bardziej efektywną politykę zarządzania zapasami. Niższe koszty utrzymania zapasów w przedsiębiorstwie powodują zwiększenie wartości przedsiębiorstwa dla właścicieli. Z drugiej strony, niski poziom zapasów (zarówno wyrobów gotowych, jak i produkcji w toku) stwarza zagrożenie braku możliwości zaspokojenia potrzeb klientów w razie przerw produkcyjnych lub gwałtownego zwiększenia popytu na produkcję przedsiębiorstwa, co może obniżać jego wartość dla właścicieli. Średni wskaźnik środków pieniężnych był o 0,01 powyżej benchmarku. Odnotowano tendencję do zwiększenia wielkości tego wskaźnika w badanym okresie (z wyjątkiem 2004 roku), z 0,08 w 2003 roku do 0,13 w 2007 roku. Oznacza to, że przedsiębiorstwo utrzymywało relatywnie wysokie zasoby gotówkowe w kasie i na rachunkach bankowych, co świadczy o wysokiej zdolności do pokrycia nieprzewidywanych wydatków operacyjnych.

Wskaźnik cyklu obrotu zapasami potwierdza dobrą efektywność polityki zarządzania tym składnikiem majątku obrotowego. Średnia wielkość wskaźnika była o 24 dni niższa od średniej branżowej. Ponadto wystąpiła tendencja do skracania się cyklu obrotu zapasami, z 26 dni 2003 roku do 7 dni w 2007 roku. Krótki cykl zapasów jest charakterystyczną cechą agresywnej strategii zarządzania kapitałem obrotowym, ponieważ świadczy o niskim ich poziomie w stosunku do wartości przychodów ze sprzedaży przedsiębiorstwa. Cykl obrotu należnościami był o 20 dni dłuższy od średniej wielkości branżowej. Stwierdzono tendencję do wydłużenia się cyklu należności, z 70 dni w 2003 roku do 99 dni w 2007 roku. Jest to cechą strategii agresywnej, zakładającej bardziej liberalną politykę ściągania należności. Wydłużenie okresu udzielenia kredytu kupieckiego może być dodatkowym czynnikiem umożliwiającym zwiększenie sprzedaży w otoczeniu konkurencyjnym, co przyczynia się do maksymalizacji wartości dla właścicieli. W badanym okresie cykl obrotu zobowiązaniami był o 58 dni dłuższy niż średnia branżowa. Różnica między średnią wielkością wskaźnika cyklu należności oraz cyklu zobowiązań wyniosła 41 dni, a dla średniej branżowej jedynie 3 dni. Oznacza to, że przedsiębiorstwo w dużym stopniu korzystało z udzielone-

go kredytu kupieckiego do finansowania działalności operacyjnej. Umożliwiło to znaczące obniżenie kosztu zaangażowanego kapitału oraz uwolnienie zasobów gotówkowych, co sprzyjało zwiększeniu wartości dla właścicieli. Stwierdzono jednak tendencję do skrócenia się cyklu zobowiązań, ze 129 dni w 2003 roku do 87 dni w 2007 roku, przy czym różnica między cyklem należności a cyklem zobowiązań w 2007 roku wyniosła 12 dni. Świadczy to o przyjęciu bardziej konserwatywnej polityki finansowania działalności operacyjnej, zmierzającej do poprawy płynności finansowej przedsiębiorstwa. Potwierdzeniem tych zależności jest dynamika kształtowania cyklu konwersji gotówki, tzn. wystąpił wzrost wielkości tego wskaźnika z -32 dni w 2003 roku do 18 dni w 2007 roku. Średni wskaźnik cyklu konwersji gotówki ukształtował się na poziomie -20 dni i był o 61 dni wyższy od średniej branżowej, co jest oznaką bardzo agresywnego podejścia do zarządzania kapitałem obrotowym w przedsiębiorstwie (tab. 2).

Reasumując, w badanym okresie (z wyjątkiem 2007 roku) przedsiębiorstwo Kofola S.A. charakteryzowało się niskimi wielkościami wskaźników płynności bieżącej. W 2007 roku wystąpiła znacząca poprawa płynności finansowej spółki, gdyż wskaźniki płynności ukształtowały się powyżej benchmarku. W celu usprawnienia procesu zarządzania składnikami majątku obrotowego wraz z utrzymaniem wysokiej zdolności do regulowania zobowiązań bieżących należałoby zwiększyć wartość zapasów, przy jednoczesnym obniżeniu poziomu należności. Utrzymywanie wyższego poziomu zapasów zapewniłoby ciągłość procesu produkcyjnego w sytuacji wstrzymania dostaw przez kontrahentów lub przy zwiększonym popycie na produkcję przedsiębiorstwa. Bardziej restrykcyjna polityka ściągania należności umożliwiłaby obniżenie kosztów prowadzonej działalności operacyjnej przez uwolnienie zasobów gotówkowych przedsiębiorstwa. Przeprowadzenie tych zabiegów miałoby na celu poprawę płynności finansowej przedsiębiorstwa, bez ryzyka zmniejszenia jego wartości dla właścicieli.

W celu charakterystyki strategii zarządzania kapitałem obrotowym w aspekcie zyskowności w tabeli 3 przedstawiono dynamikę kształtowania wskaźników rentowności. W badanym okresie przedsiębiorstwo Kofola S.A. charakteryzowało się niskimi wskaźnikami rentowności. Średni wskaźnik rentowności sprzedaży był o 5,14 pkt% niższy od średniej branżowej. W związku ze wzrostem przychodów ze sprzedaży odnotowano zwiększenie się wskaźnika rentowności sprzedaży, z 0,41% w 2003 roku do 4,14% w 2007 roku. Było to jednak o 2,73 pkt% poniżej średniej branżowej i świadczyło o niższej efektywności finansowej przedsiębiorstwa. Średni wskaźnik rentowności majątku był o 5,5 pkt% niższy od średniej branżowej. W badanym okresie wielkość tego wskaźnika wzrosła z 0,45% w 2003 roku do 3,15% w 2007 roku, przy czym w pozostałych latach nie była to tendencja jednorodna. Poprawę zyskowności sprzedaży należy ocenić korzystnie, ale było to o 4,11 pkt% poniżej średniej branżowej. Średni wskaź-

Tabela 3

Wskaźniki rentowności w przedsiębiorstwie Kofola S.A. (%)

Pozycja danych	Lata					Średnio	Średnia branżowa
	2003	2004	2005	2006	2007		
Wskaźnik rentowności sprzedaży	0,41	-1,25	1,02	3,22	4,14	1,73	6,87
Wskaźnik rentowności majątku	0,45	-1,38	1,15	3,94	3,15	1,76	7,26
Wskaźnik rentowności kapitału własnego	1,29	-3,90	3,23	10,55	4,95	3,93	15,13

Źródło: Opracowanie własne.

nik rentowności kapitału własnego wynosił 3,93% i był o 11,2 pkt% niższy od średniej branżowej. Odnotowano wzrost wielkości tego wskaźnika do poziomu 10,55% w 2006 roku. Przyczyną poprawy rentowności kapitału właścicieli było znaczne zwiększenie zysku netto, przy niezmiennym poziomie kapitału własnego. Z kolei w 2007 roku nastąpiło ponaddwukrotne zwiększenie kapitału własnego w wyniku aktualizacji jego wyceny, co obniżyło wielkość tego wskaźnika do 4,95%. Główną przyczyną niskiej efektywności finansowej badanej spółki był niski poziom zysku netto w rozpatrywanym okresie. Szczegółowa analiza rachunku zysku i strat wskazuje, że przedsiębiorstwo osiągało wysokie zyski z tytułu działalności produkcyjnej, natomiast koszty sprzedaży oraz ogólnego zarządu znacząco obniżały wynik finansowy spółki. Wskazuje to na niewystarczającą wartość poznawczą wskaźników rentowności do oceny efektywności strategii zarządzania kapitałem obrotowym. Niektóre procesy działalności handlowej oraz administracyjnej leżą poza sferą produkcyjną, a poziom dużej części kosztów sprzedaży oraz ogólnego zarządu nie jest w znaczącym stopniu uzależniony od sprawności gospodarowania majątkiem obrotowym. Ponadto, na wynik finansowy netto oddziałuje strategia podatkowa przedsiębiorstwa. W takiej sytuacji źródłem poprawy rentowności przedsiębiorstwa Kofola S.A. jest przede wszystkim redukcja kosztów sprzedaży przez usprawnienie procesów związanych z promocją i dystrybucją własnej produkcji oraz optymalizacją kosztów administracyjno-gospodarczych, stanowiących znaczącą część kosztów ogólnego zarządu. Efektywna strategia zarządzania kapitałem obrotowym powinna być oparta na skutecznej strategii marketingowej.

W sytuacji kiedy koszty są generowane w wyniku niskiej efektywności strategii marketingowej, ocena efektywności strategii zarządzania kapitałem obrotowym na podstawie analizy wskaźników rentowności może dostarczać niejednoznacznych wniosków. Niemniej wykorzystanie tradycyjnych wskaźników rentowności, jak i kategorii ekonomicznej wartości dodanej (Economic Value

Added – EVA) umożliwia pośrednią ocenę efektywności strategii zarządzania kapitałem obrotowym netto, ponieważ ta strategia jest zasadniczym elementem oddziałującym na wynik finansowy netto przedsiębiorstwa. Metoda EVA pozwala ustalić rzeczywistą efektywność zaangażowanego kapitału, gdyż pomniejszając zysk operacyjny (po opodatkowaniu) o koszt kapitału własnego i obcego określimy, czy wynik prowadzenia przedsiębiorstwa tylko pokrywa koszty zaangażowanego kapitału, czy też je przewyższa, i o tę część przewyższonego zysku zwiększa bogactwo właściciela [Wielicki 2008, s. 69]. W tabeli 4 przedstawiono dynamikę kształtowania wskaźnika EVA oraz stopy zwrotu dla właścicieli opartej na EVA (EVA/kapitał własny).

Tabela 4

Wskaźnik EVA w przedsiębiorstwie Kofola S.A.

Wskaźnik	Lata					Średnio	Średnia branżowa
	2003	2004	2005	2006	2007		
EVA (tys. zł)	3 039	-21 531	-1 716	12 733	11 605	826	12 311
EVA/KW (%)	2,78	-20,71	-1,60	10,57	3,09	0,51	9,62

Źródło: Opracowanie własne.

W badanym okresie przedsiębiorstwo Kofola S.A. charakteryzowało się dużą rozpiętością w kształtowaniu się wartości EVA, co jest związane z wysokim poziomem ryzyka płynności finansowej i jest cechą charakterystyczną strategii agresywnej. Średnia wartość EVA Kofola S.A. wyniosła 826 tys. zł, co stanowiło wartość o 11 485 tys. zł niższą od średniej branżowej. Świadczy to o relatywnie niskiej efektywności strategii kapitału obrotowego. Należy zaznaczyć, że zmniejszenie wartości przedsiębiorstwa dla właścicieli o 21 531 tys. zł oraz 1 716 tys. zł nastąpiło odpowiednio w latach 2004–2005, co wskazywało na nieopłacalność prowadzonej działalności. W latach 2006–2007 EVA ukształtowała się na poziomie 11 605–12 733 tys. zł. Średnia stopa zwrotu z kapitału przez właścicieli wyniosła 0,51%, co było o 9,11 pkt% poniżej średniej branżowej. W danej sytuacji właściciele przedsiębiorstwa powinni rozważyć inne sposoby inwestowania własnych kapitałów, na przykład w obligacje skarbu państwa lub lokaty bankowe, cechujące się zdecydowanie niższym poziomem ryzyka oraz wyższymi stopami zwrotu. Z punktu widzenia zarządzających niska wartość EVA, z jednej strony, świadczy o małej efektywności prowadzonej działalności, z drugiej natomiast wskazuje na wysoki koszt wykorzystywanych do jej finansowania kapitałów. Biorąc pod uwagę, że przedsiębiorstwo cechowało się ujemną wartością kapitału obrotowego netto, czyli wykorzystywało najtańsze źródła finansowania działalności, dalsze obniżenie kosztu kapitału może doprowadzić do zagrożenia zdolności regulowania własnych zobowiązań. Poprawa EVA może

nastąpić jedynie w wyniku zwiększenia zysku z prowadzonej działalności operacyjnej przez redukcję kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu.

Reasumując, można stwierdzić, że ocena efektywności strategii zarządzania kapitałem obrotowym Kofola S.A. w ujęciu dochód-ryzyko nie pozwala na sformułowanie jednoznacznych wniosków. W badanym okresie odnotowano agresywne podejście do zarządzania majątkiem obrotowym oraz źródłami jego finansowania. Przejawiało się to w niskich wskaźnikach płynności finansowej oraz ujemnych cyklach konwersji gotówki. Przedsiębiorstwo charakteryzowało się utrzymaniem niskiego poziomu zapasów, co było zjawiskiem korzystnym i świadczyło o sprawnym gospodarowaniu majątkiem obrotowym. Wykorzystanie kredytu kupieckiego pozwalało na obniżenie kosztu kapitału, skutkując zwiększeniem wartości przedsiębiorstwa dla właścicieli. Stwierdzono niskie wskaźniki rentowności działalności w badanym okresie. Główną tego przyczyną były wysokie koszty ogólnego zarządu oraz sprzedaży, których poziom jest w małym stopniu skorelowany z polityką w zakresie kapitału obrotowego netto. Wartość EVA również kształtowała się na niskim poziomie. Oznacza to, że narażenie przedsiębiorstwa na relatywnie wyższe ryzyko płynności nie przekłada się na zwiększenie wartości kapitałów właścicieli. Kontynuacja ryzykownej polityki w zakresie kapitału obrotowego grozi wycofaniem kapitałów właścicieli na rzecz bardziej bezpiecznych źródeł pomnażania własnego bogactwa. Poprawy efektywności finansowej spółki należałoby przede wszystkim szukać w redukcji kosztów marketingowych i administracyjnych.

Efektywność strategii zarządzania kapitałem obrotowym w Wilbo S.A.

Przedsiębiorstwo Wilbo S.A. wykorzystywało konserwatywne strategie zarządzania kapitałem obrotowym i cechowało się najmniejszą zmiennością tych strategii w badanym okresie. Wilbo S.A. jest przedsiębiorstwem z branży przetwórstwa rybnego. Działalność spółki obejmuje produkcję i sprzedaż konserw rybnych, owoców morza, ryb mrożonych oraz konserw mięsnych.

W tabeli 5 przedstawiono dynamikę kształtowania wskaźników płynności finansowej oraz rotacji w Wilbo S.A., odzwierciedlających relacje strategii zarządzania kapitałem obrotowym do utraty ryzyka płynności. W badanym okresie przedsiębiorstwo Wilbo S.A. charakteryzowało się wysokimi wskaźnikami płynności. Średni wskaźnik płynności bieżącej wynosił 1,73 i był o 0,72 wyższy od średniej branżowej. Wskazuje to na nadpłynność majątku przedsiębiorstwa, świadcząca o niskiej efektywności wykorzystania składników aktywów obrotowych.

Tabela 5

Wskaźniki płynności finansowej oraz rotacji Wilbo S.A.

Pozycja danych	Lata					Średnio	Średnia branżowa
	2003	2004	2005	2006	2007		
Wskaźnik płynności bieżącej	1,78	1,84	1,47	1,55	2,18	1,73	1,01
Wskaźnik płynności szybkiej	1,10	1,03	0,77	0,81	1,32	0,98	0,66
Wskaźnik środków pieniężnych	0,26	0,04	0,03	0,02	0,15	0,10	0,07
Wskaźnik obrotu zapasami	61	57	70	74	59	64	44
Wskaźnik obrotu należnościami	74	68	72	78	79	74	63
Wskaźnik obrotu zobowiązaniami	89	71	100	100	68	85	66
Cykl konwersji gotówki	46	55	42	52	69	53	41

Źródło: Opracowanie własne.

wych. Stwierdzono na ogół obniżenie wielkości wskaźników płynności finansowej w latach 2004–2005, spowodowane zaciągnięciem dodatkowych kredytów krótkoterminowych w celu sfinansowania działalności rozwojowej. Utrzymanie wysokiego poziomu majątku obrotowego w spółce powoduje dodatkowe koszty, co zmniejsza wartość przedsiębiorstwa dla właścicieli. Odnotowano tendencję do zwiększenia wskaźnika płynności bieżącej, z 1,78 w 2003 roku do 2,18 w 2007 roku (z wyjątkiem lat 2005–2006). Było to związane ze stopniowym zmniejszeniem kwoty zobowiązań bieżących. Średnia wielkość wskaźnika płynności szybkiej ukształtowała się na poziomie 0,98 i była o 0,32 wyższa niż średnia branżowa. Duża różnica między wielkością wskaźnika płynności bieżącej i szybkiej wskazuje na duży stan zapasów w przedsiębiorstwie. Utrzymanie wysokiego poziomu zapasów powodowało wydłużenie cyklu zapasów w stosunku do średniej branżowej. Średni wskaźnik obrotu zapasami wynosił 64 dni i był o 20 dni dłuższy niż benchmark. W takiej sytuacji zarząd przedsiębiorstwa powinien podjąć działania ukierunkowane na obniżenie poziomu zapasów przez optymalizację dostaw oraz dopasowanie zdolności produkcyjnych do poziomu popytu na wyroby przedsiębiorstwa. Średni wskaźnik środków pieniężnych wynosił 0,10 i był o 0,03 wyższy od średniej branżowej. Posiadanie relatywnie wyższych zasobów gotówkowych niż przeciętnie w branży oznacza dla przedsiębiorstwa zwiększenie kosztów alternatywnych, wynikających z rezygnacji z inwestowania nadwyżki gotówki w dochodowe projekty inwestycyjne.

Średni wskaźnik obrotu należnościami kształtował się na poziomie 74 dni i był o 11 dni wyższy od średniej branżowej. Długi cykl należności jest cechą strategii agresywnej. Dlatego ukształtowanie się relatywnie dłuższego cyklu na-

leżności w ramach strategii konserwatywnej świadczy o nieefektywnej polityce ściągania długów. Skrócenie cyklu należności spowodowałoby uwolnienie dodatkowego strumienia gotówki z tytułu prowadzonej działalności operacyjnej. Średni cykl zobowiązań wynosił 85 dni, tj. był o 19 dni dłuższy od średniej branżowej. W badanym okresie odnotowano skrócenie cyklu zobowiązań, z 89 dni w 2003 roku do 68 dni w 2007 roku, przy czym w latach 2005–2006 obrót ten wynosił 100 dni. Dłuższy w stosunku do benchmarku obrót zobowiązaniami należałoby ocenić korzystnie, ponieważ umożliwia to szersze wykorzystanie kredytu kupieckiego do sfinansowania własnej działalności bieżącej. Jednak biorąc pod uwagę straty poniesione z tytułu projektów inwestycyjnych w latach 2004–2005, problemy ze sprzedażą własnej produkcji oraz ze ściąganiem należności, należy stwierdzić, że długi cykl zobowiązań w przedsiębiorstwie Wilbo S.A. może stanowić zagrożenie ich spłaty. Dalsze wydłużenie cyklu zobowiązań w takiej sytuacji jest nieuzasadnione, ponieważ stwarza zagrożenie utraty płynności finansowej. Różnica między cyklem zobowiązań a cyklem należności wynosiła 11 dni, co oznacza, że przedsiębiorstwo miało możliwość regulacji własnych zobowiązań bieżących z zainkasowanych należności, bez konieczności angażowania dodatkowych zasobów gotówkowych do tych celów. Średni cykl konwersji gotówki wynosił 53 dni i był o 12 dni dłuższy niż średnia branżowa. Wystąpiło wydłużenie cyklu konwersji gotówki z 46 do 69 dni, co wskazuje na relatywnie wyższe koszty finansowania działalności bieżącej przedsiębiorstwa.

Reasumując, można stwierdzić, że przedsiębiorstwo Wilbo S.A. w badanym okresie charakteryzowało się nadpłynnością majątku, spowodowaną nieefektywnym wykorzystaniem zapasów i należności. Powodowało to zwiększenie kosztów prowadzenia działalności operacyjnej, co w znacznym stopniu obniżało wartość przedsiębiorstwa dla właścicieli. W danej sytuacji przedsiębiorstwo powinno wyeliminować zjawisko nadpłynności przez redukcję zapasów. Wiąże się to z usprawnieniem procesów logistycznych oraz wprowadzeniem bardziej elastycznej polityki handlowej. Jednocześnie należałoby dążyć do obniżenia poziomu należności przez udzielenie rabatów za przedterminową zapłatę za dostarczone produkty. Powinno to skutkować obniżeniem płynności finansowej do poziomu średniej branżowej, wraz ze zwiększeniem wartości przedsiębiorstwa dla właścicieli.

W tabeli 6 zaprezentowano kształtowanie się wskaźników rentowności Wilbo S.A. W badanym okresie firma ta charakteryzowała się ujemnymi średnimi wskaźnikami rentowności. Wskaźnik rentowności sprzedaży obniżył się do $-6,00\%$ w 2005 roku, a następnie wzrósł do $3,97\%$ w 2007 roku. Średni ważony wskaźnik rentowności sprzedaży wyniósł jednak $-0,18\%$, co było o $7,05$ pkt% poniżej średniej branżowej. Średni wskaźnik rentowności majątku ukształtował się na poziomie $-0,27\%$ i był o $7,53$ pkt% niższy od średniej branżowej. Wskaź-

Tabela 6

Wskaźniki rentowności w przedsiębiorstwie Wilbo S.A. (%)

Pozycja danych	Lata					Średnio	Średnia branżowa
	2003	2004	2005	2006	2007		
Wskaźnik rentowności sprzedaży	1,15	-0,81	-6,00	0,86	3,97	-0,18	6,87
Wskaźnik rentowności majątku	1,73	-1,32	-8,77	1,26	6,20	-0,27	7,26
Wskaźnik rentowności kapitału własnego	2,93	-2,13	-16,30	2,26	9,29	-0,46	15,13

Źródło: Opracowanie własne.

nik rentowności kapitału własnego w 2007 roku wzrósł o 6,36 pkt% w stosunku do 2003 roku, przy czym w latach 2004–2005 wykorzystanie kapitału własnego nie było efektywne – nie była to zatem tendencja jednolita. Średnia wielkość wskaźnika wyniosła -0,46% i była o 15,59 pkt% niższa od średniej branżowej. Taka sytuacja świadczy o zmniejszeniu wartości kapitałów zainwestowanych w przedsiębiorstwie. Właściciele spółki powinni rozważyć alternatywne sposoby ulokowania własnych zasobów finansowych. Przyczyną strat z tytułu prowadzonej działalności były wysokie koszty sprzedaży i ogólnego zarządu. Pośrednio wskazuje to na nieefektywność strategii zarządzania kapitałem obrotowym. Z jednej strony, poprawa wskaźników rentowności może nastąpić przez zwiększenie zysku brutto ze sprzedaży, przy stałym poziomie kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu. W tym celu należy minimalizować koszty utrzymania majątku obrotowego, czyli zmierzać w kierunku agresywnej strategii zarządzania kapitałem obrotowym. Z drugiej strony, przedsiębiorstwo może dążyć do obniżenia kosztów marketingowych, logistycznych oraz administracyjnych w celu zwiększenia zysku netto. Umożliwi to utrzymanie płynności finansowej na wysokim poziomie, przy zwiększeniu stóp zwrotu dla właścicieli (inwestorów).

W celu oceny efektywności finansowej strategii zarządzania kapitałem obrotowym w aspekcie dochodowości w tabeli 7 zaprezentowano dynamikę kształtowania wartości kategorii EVA oraz stopy zwrotu dla właścicieli, opartej na EVA. Średnia wartość EVA w przedsiębiorstwie Wilbo S.A. wyniosła -3222 tys. zł i była o 15 533 tys. zł niższa niż średnia branżowa. Wskazuje to na nieefektywność strategii zarządzania kapitałem obrotowym. Jedynie w 2007 roku wartość EVA ukształtowała się powyżej zera i wyniosła 7595 tys. zł. W dużym stopniu poprawa wyniku związana jest z redukcją majątku spółki oraz ze wzrostem przychodów z tytułu działalności operacyjnej.

Wartość przedsiębiorstwa dla właścicieli zmalała średnio o 4,48%. Taka sytuacja świadczy o tym, że konserwatywna strategia zarządzania kapitałem obro-

Tabela 7

Wskaźnik EVA w przedsiębiorstwie Wilbo S. A.

Wskaźnik	Lata					Średnia	Średnia branżowa
	2003	2004	2005	2006	2007		
EVA (tys. zł)	-1 977	-6 619	-13 473	-1 637	7 595	-3 222	12 311
EVA/KW (%)	-2,54	-8,70	-20,59	-2,45	10,29	-4,48	9,62

Źródło: Opracowanie własne.

towym, zakładającą minimalizację ryzyka płynności finansowej, nie przyniosła oczekiwanych efektów w postaci dodatniej stopy zwrotu z kapitałów właścicieli. W celu osiągnięcia dodatnich stóp zwrotu zarządzający przedsiębiorstwem powinni zwiększyć agresywność strategii zarządzania kapitałem obrotowym w stopniu umożliwiającym obniżenie kosztu zaangażowanego kapitału. Ponadto, należałoby opracować efektywną strategię sprzedażową i marketingową, ukierunkowaną na minimalizację kosztów sprzedaży i marketingu.

Reasumując, w badanym okresie przedsiębiorstwo Wilbo S.A. charakteryzowało się konserwatywną strategią zarządzania kapitałem obrotowym. Przejawiało się to w wysokich wskaźnikach płynności finansowej oraz długim cyklu konwersji gotówki, co wskazywało na nieefektywne wykorzystanie majątku obrotowego oraz wysokie koszty prowadzenia działalności podstawowej. W ramach konserwatywnej strategii spółka Wilbo S.A. odnotowała ujemne średnie wielkości wskaźników rentowności oraz wskaźnika stopy zwrotu dla właścicieli opartego na EVA. Potwierdza to wniosek o nieefektywnej strategii zarządzania kapitałem obrotowym. Należy jednak zaznaczyć, że istotną poprawę stóp zwrotu dla właścicieli można osiągnąć przez redukcję kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu, pośrednio związanych ze strategią zarządzania kapitałem obrotowym. W celu zwiększenia efektywności prowadzonej działalności zarząd przedsiębiorstwa musiałby podjąć wiele działań naprawczych zarówno w sferze procesów produkcyjnych, jak i sprzedażowych, marketingowych oraz administracyjnych. Umożliwiłoby to osiągnięcie efektu synergii z połączenia efektywnej krótkookresowej strategii kapitału obrotowego oraz efektywnej długookresowej strategii finansowej.

Wnioski

W opracowaniu określono zależności między odmiennymi strategiami zarządzania kapitałem obrotowym a sytuacją finansową spółek giełdowych z branży spożywczej. Dokonano oceny sytuacji finansowej wybranych przedsiębiorstw z wykorzystaniem wskaźników płynności, rentowności oraz miernika EVA. Na podstawie przeprowadzonych badań sformułowano następujące wnioski:

1. W przedsiębiorstwie Kofola S.A. wykorzystującym agresywną strategię kapitału obrotowego wystąpiły niskie wielkości wskaźników płynności finansowej, relatywnie krótkie cykle obrotu składnikami majątku obrotowego oraz ujemne cykle konwersji gotówki. Z jednej strony, świadczyło to o efektywności wykorzystania majątku obrotowego, z drugiej natomiast wskazywało na niską zdolność do regulowania własnych zobowiązań bieżących. W przedsiębiorstwie stwierdzono stosunkowo niskie wskaźniki rentowności działalności oraz niską wartość EVA. Oznacza to, że narażenie przedsiębiorstwa na wyższe ryzyko utraty płynności nie przekłada się na zwiększenie wartości kapitałów właścicieli. Główną przyczyną niskiej rentowności działalności był wysoki poziom kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu. Należałoby dążyć do poprawy płynności finansowej przez zwiększanie poziomu zapasów oraz poprawę efektywności finansowej przez obniżenie kosztów działalności operacyjnej.
2. W przedsiębiorstwie Wilbo S.A. wykorzystującym strategię konserwatywną odnotowano wysokie wskaźniki płynności finansowej, relatywnie długie cykle obrotu składnikami majątku obrotowego oraz konwersji gotówki. Świadczy to o zjawisku nadpłynności, czyli niskiej efektywności wykorzystania majątku obrotowego. W ramach konserwatywnej strategii Wilbo S.A. wystąpiły ujemne średnie wielkości wskaźników rentowności oraz wskaźnika stopy zwrotu dla właścicieli opartego na EVA. Świadczy to o braku efektywności strategii kapitału obrotowego w aspekcie dochodowości. W celu ukształtowania bardziej korzystnej relacji między poziomem płynności finansowej a wartością dla właścicieli w przedsiębiorstwie musi nastąpić redukcja majątku obrotowego, umożliwiająca obniżenie kosztów działalności operacyjnej.
3. Skrajne (agresywne bądź konserwatywne) sposoby zarządzania kapitałem obrotowym nie zapewniają osiągnięcia zadowalających stóp zwrotu z kapitałów zaangażowanych przez właścicieli przedsiębiorstwa. W przypadku strategii agresywnej taka sytuacja wiąże się z dużym ryzykiem prowadzonej działalności, warunkującym osiągnięcie ponadprzeciętnych zysków lub strat w krótkich okresach. W dłuższym horyzoncie czasowym skutkuje to jednak niższą niż średnia branżowa stopą zwrotu dla właścicieli. W przypadku strategii konserwatywnej, zakładającej maksymalizację płynności finansowej kosztem wartości dla właścicieli, istnieje duże prawdopodobieństwo wystąpienia ujemnych stóp zwrotu, spowodowanych głównie wysokimi kosztami prowadzonej działalności. Należy jednak zaznaczyć, że na kształtowanie wyniku finansowego i ekonomicznego przedsiębiorstwa wpływa wiele czynników, niekoniecznie związanych ze sposobem zarządzania kapitałem obrotowym. Dlatego dla zapewnienia pożądaných stóp zwrotu dla właścicieli

cieli duże znaczenie ma synchronizacja cząstkowych strategii przedsiębiorstwa, w tym długookresowej strategii finansowej, strategii marketingowej oraz krótkookresowej strategii kapitału obrotowego.

Literatura

- NOTORIA SERWIS: *Wyniki finansowe spółek giełdowych* (CD-ROM), 2008.
- PLUTA W.: *Planowanie finansowe w przedsiębiorstwie*. PWE, Warszawa 1999.
- SIERPIŃSKA M., JACHNA T.: *Metody podejmowania decyzji finansowych*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- WAWRZYSZUK-MISZTAŁ A.: *Strategie zarządzania kapitałem obrotowym netto w przedsiębiorstwach*. Wydawnictwo UMCS, Lublin 2007.
- WASILEWSKI M., CMIELEWSKA M.: *Strategie zarządzania kapitałem obrotowym a sytuacja finansowa spółdzielni mleczarskich*. Roczniki Nauk Rolniczych, Seria G – Ekonomia Rolnictwa, tom 93, zeszyt 1, Warszawa 2006.
- WASILEWSKI M., ZABOŁOTNY S.: *Strategies and Effectiveness of Working Capital Management in Food Industry Enterprises*. Proceedings of the International Scientific Conference “Economic Science for Rural Development”, nr 18, 19, 20, Jelgava 2009.
- WĘDZKI D.: *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa*. Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2002.
- WIELICKI W.: *Rola kapitału w przedsiębiorstwach agrobiznesu*. Roczniki Nauk Rolniczych, Seria G – Ekonomia Rolnictwa, tom 95, zeszyt 1, 2008.

Financial situation of the enterprises of different working capital strategies

Abstract

In the article the relations between opposite approaches to working capital management and chosen financial ratios are defined on the example of stock companies from food processing industry. In the enterprise Kofola S.A. using an aggressive working capital strategy a low level of liquidity, short cycles of current assets' conversion and negative cycles of cash conversion appeared. Profitability of business and the value of EVA were low in this company. In the enterprise Wilbo S.A. using conservative strategies, high level of liquidity ratios, longer cycles of current assets' conversion and cash conversion. Conservative strategy of Wilbo S.A. was characterized by negative rates of profitability and negative rate of return for owners built on EVA. Opposite approaches to working capital management do not ensure required rates of return from invested capital for shareholders. That is why the synchronization of partial strategies of the enterprise is very important.