

IWONA OTOLA**Politechnika Częstochowska****STRATEGIE KRÓTKOTERMINOWEGO FINANSOWANIA SPÓŁEK
KAPITAŁOWYCH PRZEMYSŁU LEKKIEGO****1. Wprowadzenie**

Przedsiębiorstwa indywidualnie formułują swoje potrzeby kapitałowe, przyjmując określoną strategię finansową. Zmienność otoczenia oraz niepewność gospodarowania powodują, że stworzenie strategii finansowej nie jest proste i wymaga od kadry zarządzającej sporych umiejętności menedżerskich i analitycznych. Formułując strategię finansową należy uwzględnić zarówno determinanty wewnętrzne jak i zewnętrzne, gdyż wywierają one wpływ na efektywność prowadzonej działalności gospodarczej przedsiębiorstwa. Wybór strategii finansowej następuje w wyniku wieloaspektowej oceny otoczenia przedsiębiorstwa i jest wypadkową pozycji przedsiębiorstwa w otoczeniu, jego kompetencji, sytuacji na rynku i stopnia jej rozpoznania, przewidywanych kierunków zmian w otoczeniu oraz stopnia skłonności do ryzyka. M. Marchesnay w książce *Zarządzanie strategiczne*, przytacza bogatą listę definicji strategii, próbując sam na końcu sformułować ją w sposób syntetyczny. Zdaniem autora pojęcie strategia można uporządkować wokół kilku powtarzających się wątków: celów, planu, otoczenia i zmiany. Ujmując ją w słowa, strategia to: „całość złożona z refleksji, decyzji i działań mających na celu określenie celów ogólnych, następnie zadań, dokonanie wyboru środków realizacji celów, a w konsekwencji podjęcie i wykonanie określonej działalności, kontrolowanie osiągnięć związanych z jej wykonaniem i realizacją celów”¹. Zawarte w literaturze przedmiotu liczne definicje strategii ujawniają jej różnorodność, która wynika ze zmieniających się warunków funkcjonowania przedsiębiorstw, określanych przez nich celów oraz sposobów ich osiągania. Niemniej jednak należy zauważyć, że strategia jest spójną koncepcją działania, której wdrożenie ma zapewnić osiągnięcie założonych celów. Rolą strategii przedsiębiorstwa jest działalnie umożliwiające funkcjonowanie w zmieniających się warunkach oraz zbudowanie trwałej przewagi konkurencyjnej. Ponadto strategia ma za zadanie osiągnięcie celu głównego przedsiębiorstwa, którym jest maksymalizacja wartości dla właścicieli. Należy zatem zauważyć, iż aspekty finansowe odgrywają coraz większą rolę w projektowaniu, realizacji oraz ocenie realizowanych przez przedsiębiorstwo strategii². Zintegrowanie finansów i strategii ma wpływ na zmiany w obu dziedzinach, a także na ogólne prowadzenie działalności gospodarczej. Zasadniczo finanse odnoszą się do alokacji rzadkich zasobów w przedsiębiorstwie podczas gdy strategia ma na celu wyróżnienie tego przedsiębiorstwa na tle jego konkurentów. Umiejętne przewidywanie wyników i dostosowanie kierunków działań jest zależne od właściwie przygotowanych

¹ M. Marchesnay, *Zarządzanie strategiczne*, Poltext, Warszawa 1994, s. 14.

² A. Wawryszuk – Misztal, *Strategie zarządzania kapitałem obrotowym netto w przedsiębiorstwach*. Wyd. UMCS, Lublin 2007, s.5.

i wykonanych, zarówno finansów jak i strategii³. Ze względu na szczególne znaczenie aspektów finansowych w strategiach przedsiębiorstw, w dalszych rozważaniach zaprezentowano krótkoterminowe strategie finansowe przedsiębiorstw.

2. Krótkoterminowe strategie finansowania

Realizacja celów działania przedsiębiorstwa, w tym celu głównego, którym jest dążenie do maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa wymaga sformułowania i realizacji strategii generalnej oraz skoordynowania z nią strategii funkcjonalnych, w tym strategii finansowej i inwestycyjnej. Decyzje inwestycyjne podejmowane w przedsiębiorstwie określają poziom aktywów trwałych, a te z kolei wpływają na poziom wymaganych aktywów obrotowych. Natomiast decyzje finansowe wpływają na rodzaj i wielkość wykorzystanych kapitałów. Decyzje dotyczące aktywów bieżących i pasywów bieżących oznaczają konieczność dokonywania wyboru pomiędzy ryzykiem a stopą zwrotu, w taki sposób by jednocześnie przyczyniały się one do maksymalizacji wartości dla właścicieli. Rentowność, płynność i pewność działania jest konsekwencją decyzji podejmowanych w różnych obszarach zarządzania finansami, dla których należy opracować strategie finansowe⁴.

W literaturze przedmiotu wyróżnia się trzy rodzaje strategii finansowania działalności przedsiębiorstwa. Są to⁵:

- strategia agresywna, zwana również strategią dynamiczną, ryzykowną, aktywną, ofensywną, optymistyczną lub rozwoju;
- strategia umiarkowana, określana także jako strategia harmonijna, równowagi, elastyczna, mieszana;
- strategia konserwatywna, przyjmując nazwy strategii zachowawczej, łagodnej, defensywnej, pasywnej, pesymistycznej, przetrwania.

W literaturze przedmiotu, strategie te są przedstawiane jako strategie związane z finansowaniem aktywów obrotowych, a co za tym idzie, z wielkością kapitału obrotowego. O ile W. Bień, H. Zalewski i Z. Fedorowicz odnoszą je do sposobów finansowania aktywów obrotowych i trwałych w przedsiębiorstwie, to A. Wawryszuk – Misztal i A. Rutkowski utożsamiają je ze strategią kapitału obrotowego.

Istotne z punktu widzenia niniejszego opracowania jest zatem zaprezentowanie definicji kapitału obrotowego. Przez kapitał obrotowy netto rozumie się różnicę między aktywami bieżącymi i zobowiązaniami bieżącymi⁶. Zdaniem M. Sierpińskiej i T. Jachny kapitał obrotowy stanowi tą część kapitałów stałych, która jest zaangażowana w operacyjnej działalności przedsiębiorstwa⁷. M. Chudzicki rozumie kapitał obrotowy brutto jako całość źródeł finansowania aktywów obrotowych, zaś kapitał obrotowy netto jest tworzony poprzez

³ J. Calandro Jr, R. Flynn, *On financial strategy*, *Business Strategy Series*, Vol. 8 No 6, 2007, s. 409-417.

⁴ A. Wawryszuk – Misztal *Strategie zarządzania kapitałem obrotowym netto w przedsiębiorstwach*. Wyd. UMCS, Lublin 2007, s.38.

⁵ A. Tokarski, M. Tokarski, *Charakterystyka strategii finansowania działalności przedsiębiorstwa*, [w:] B. Kółośowska, A. Tokarski, M. Tokarski, E. Chojnacka, *Strategie finansowania działalności przedsiębiorstw*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006, s.32.

⁶ A. Rutkowski, *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa 2003, s.377.

⁷ M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, PWN, Warsaw 2005 s.121.

redukcję kapitału obrotowego brutto o wartość bieżących zobowiązań⁸. Kapitał obrotowy netto stanowi⁹:

- miarę płynności finansowej, ponieważ wyraża wielkość majątku zabezpieczającego spłatę wymagalnych zobowiązań,
- bufor chroniący przedsiębiorstwo przed stratami operacyjnymi,
- margines bezpieczeństwa przed negatywnym wpływem otoczenia na funkcjonowanie przedsiębiorstwa, zabezpieczając je między innymi przed zmiennością popytu, nieterminowością dostaw, terminowych spłat należności.

Potrzeby w zakresie kapitału obrotowego organizacji zależą od wielu czynników, takich jak: poziom działalności operacyjnej, poziom wydajności operacyjnej, poziom usług, polityka zapasów, polityka zadłużenia, itd., podobnie, finansowanie opiera się na rozmiarach wewnętrznego tworzenia gotówki, dostępności linii kredytowych, minimalnych warunków narzutu marży, względnego kosztu efektywności różnych źródeł finansowania, itd.¹⁰ Korzyści związane z posiadaniem kapitału obrotowego wskazują na rolę jaką on pełni w przedsiębiorstwie. Decyzje dotyczące struktury kapitałowo – majątkowej wyznaczają poziom kapitału obrotowego, i wpływają na wybór strategii finansowania działalności przedsiębiorstwa. W każdej ze strategii występuje inny poziom kapitału obrotowego. Ujemny poziom kapitału obrotowego charakteryzuje strategię agresywną, dodatni kapitał obrotowy występuje w strategii konserwatywnej, zaś poziom oscylujący wokół zera utożsamiany jest ze strategią umiarkowaną.

Rozpatrując alternatywy strategii finansowych aktywów obrotowych należy uwzględnić¹¹:

- związki zachodzące pomiędzy stałymi a zmiennymi składnikami aktywów obrotowych,
- stopień realności przewidywanych wpływów ze sprzedaży oraz ich regularność,
- koszty wykorzystania kapitałów.

Maksymalizacja udziału kapitałów stałych w finansowaniu aktywów obrotowych umacnia równowagę finansową przedsiębiorstwa oraz jej standing. Jednakże korzystanie z kredytów długoterminowych niesie ze sobą wyższe koszty odsetek, niż ma to miejsce w przypadku kapitałów krótkoterminowych. W przypadku zaś, gdy kapitał stały koncentruje się niemal wyłącznie na kapitale własnym, zmniejszają się potencjalne korzyści, jakie mogłyby być osiągnięte dzięki efektowi dźwigni finansowej¹². Z kolei finansowanie aktywów obrotowych kapitałami krótkoterminowymi może prowadzić, do wyższych zysków i korzystniejszej ich relacji w stosunku do kapitałów własnych, ale jednocześnie zwiększa ryzyko płynności finansowej. Decyzje dotyczące zarządzania kapitałem pracującym powinny zarówno zmierzać do optymalizacji wielkości i struktury aktywów obrotowych, w celu maksymalizacji przychodów ze sprzedaży, jak też optymalizować zadłużenie przed-

⁸ M. Chudzicki, *Zarządzanie kapitałem obrotowym*, [w:] M. Chudzicki, D. Wielgórka, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Wyd.PCz, Częstochowa, 2009, s.48.

⁹ D. Wędzki, *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa: przepływy pieniężne a wartość dla właścicieli*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2003, s. 40.

¹⁰ M. K. Kolay, *Managing Working Capital Crises: A system Dynamic Approach*, *Management Decision* Vol. 29 No 5, 1991, s.46-52.

¹¹ W. Bień, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 1999, s. 184.

¹² W. Bień, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 1999, s. 184.

siębiorstwa, ponieważ zwiększanie długu prowadzi do wzrostu ryzyka finansowego i wzrostu kosztu kapitału własnego¹³.

Głównym celem prowadzenia strategii agresywnej przez przedsiębiorstwo jest maksymalizacja zysku w dłuższym okresie, co z kolei powoduje utrzymywanie wysokiego poziomu kapitału obcego długoterminowego. W strategii agresywnej występuje ujemny poziom kapitału obrotowego netto. Kapitał stały, w którego skład wchodzi kapitały własne oraz kapitały obce długoterminowe, nie pokrywa w całości aktywów trwałych. Oznacza to, że aktywa obrotowe stałe oraz zmienne, a także część aktywów trwałych finansowana jest kapitałami krótkoterminowymi (zob. rys. 3.1). W strategii tej zakłada się bowiem, że aktywa obrotowe charakteryzujące się krótkim cyklem eksploatacyjnym powinny zostać sfinansowane zobowiązaniami krótkoterminowymi. Finansowanie majątku obrotowego kredytami krótkoterminowymi powoduje oprócz niskiego kosztu pozyskania kapitału, wysokie ryzyko finansowe. W strategii tej wykorzystywana jest w większym stopniu dźwignia finansowa, która w przypadku pozytywnych efektów, podnosi rentowność kapitałów własnych, przynosząc tym samym większe korzyści dla właścicieli. Wskaźniki obrazujące poziom płynności finansowej, w przypadku prowadzenia strategii agresywnej, są na niższym poziomie niż średnie dla danego sektora. Utrzymywanie niskiego poziomu płynności finansowej może spowodować zagrożenie wypłacalności, a w konsekwencji prowadzić do bankructwa przedsiębiorstwa. Niski poziom płynności finansowej oraz ujemna wartość kapitału obrotowego wydłuża czas spłaty zobowiązań krótkoterminowych niepowodujących odsetek. Ujemny poziom kapitału obrotowego świadczy także o wysokim poziomie zobowiązań krótko i długoterminowych wymagających zapłaty odsetek. Prowadzenie strategii agresywnej jest źle odbierane przez większość wierzycieli, obawiających się obawiających się utraty zdolności terminowego regulowania zobowiązań przez przedsiębiorstwo. Biorąc pod uwagę relację dochód – ryzyko, strategia agresywna przynosi duże korzyści, ale niesie ze sobą duże ryzyko.

W strategii konserwatywnej przedsiębiorstwo zakłada maksymalizację zysku w krótkich okresach. Przyjmując strategię konserwatywną przedsiębiorstwo stara się utrzymywać wiarygodność i pozycję rynkową działając w ramach istniejącej struktury, minimalizując ryzyko i neutralizując zagrożenia¹⁴. Strategia konserwatywna cechuje się dodatnim poziomem kapitału obrotowego. Oznacza to, że kapitał stały w całości pokrywa aktywa trwałe, a także stałą część aktywów obrotowych. Tylko zmienna część aktywów obrotowych finansowana jest kapitałami krótkoterminowymi. Utrzymywanie wysokiego poziomu kapitału stałego w przedsiębiorstwie obniża stopę zwrotu z kapitału własnego, ale jednocześnie minimalizuje ryzyko finansowe. Wzrost zapotrzebowania na kapitał obrotowy, który jest finansowany z kapitałów obcych długoterminowych, prowadzi do wzrostu kosztów kapitału, gdyż kredyty długoterminowe są wyżej oprocentowane niż kredyty krótkoterminowe¹⁵. Jednakże w dużej mierze, w strategii tej, poziom kapitału własnego w kapitale stałym jest wysoki. Zatem kapitał obrotowy finansowany jest z kapitałów własnych a przedsiębiorstwo

¹³ M. Grabowska, *Analysis of the Role of Working Capital and Cash Flow in Management of Limited Liability Companies*, [w:] *Modern Company Management*, red. I. Otola, Wyd. WZPCz., Częstochowa 2010 s. 43.

¹⁴ A. Tokarski, *Strategie finansowania działalności przedsiębiorstw produkcyjnych*, Wydaw. Adam Marszałek, Toruń 2006, s. 91.

¹⁵ A. Tokarski, *Strategie finansowania działalności przedsiębiorstw produkcyjnych*, Wydaw. Adam Marszałek, Toruń 2006, s. 95.

ponosi koszty alternatywne, co z kolei prowadzi do uzyskania niższej stopy zwrotu. Mały udział kredytów w strukturze kapitału przedsiębiorstwa, nie pozwala na wykorzystanie dźwigni finansowej oraz osłony podatkowej w dużym stopniu. W strategii konserwatywnej, ryzyko utraty płynności finansowej jest minimalne, gdyż przedsiębiorstwo utrzymuje wysokie wartości wskaźników płynności. Dodatni poziom kapitału obrotowego świadczy także o krótkim okresie spłaty zobowiązań krótkoterminowych niepowodujących odsetek, oraz o niskim poziomie zobowiązań krótko i długoterminowych wymagających spłaty odsetek. Analizując relację dochód – ryzyko w strategii konserwatywnej należy stwierdzić, iż strategia ta przynosi małe korzyści, ale jest również obciążona niskim ryzykiem.

Strategia umiarkowana jest strategią znajdującą się pomiędzy strategią konserwatywną a strategią agresywną. Poziom kapitału obrotowego oscyluje wokół zera, przyjmując niewielkie wartości dodatnie. W strategii tej aktywa trwałe finansowane są kapitałem własnym oraz kapitałem obcym długoterminowym. Zatem poziom kapitału stałego nie pozwala na finansowanie aktywów obrotowych. Zarówno stała część aktywów obrotowych jak i zmienna część tych aktywów finansowane są ze źródeł krótkoterminowych. Udziały kapitału własnego i kapitału obcego długoterminowego w kapitale stałym są na podobnym poziomie. W porównaniu do powyżej omówionych strategii, koszty kapitału oraz ryzyko finansowe kształtują się na przeciętnym poziomie. Strategia ta pozwala na umiarkowane wykorzystanie dźwigni finansowej oraz osłony podatkowej, przynosząc tym samym przeciętną stopę zwrotu z zainwestowanego kapitału własnego. Wartości wskaźników płynności pozwalają na utrzymanie bezpiecznego poziomu płynności, jednak przedsiębiorstwo powinno mieć możliwość pozyskać w dowolnym czasie kapitał krótkoterminowy. Poziom kapitału obrotowego w strategii umiarkowanej pozwala w średnim czasie na regulowanie zobowiązań krótkoterminowych niepowodujących odsetek. Natomiast udział zobowiązań krótko i długoterminowych wymagających zapłaty odsetek jest większy niż w przypadku strategii konserwatywnej, ale mniejszy niż w strategii agresywnej. Strategia umiarkowana poszukuje kompromisu między ryzykiem finansowym a zyskiem, pozwalając na osiągnięcie przeciętnych korzyści i niosąc ze sobą średni poziom ryzyka.

Tabela 1. Cechy charakterystyczne strategii finansowania aktywów

Kryterium	Cechy charakterystyczne		
	Strategia konserwatywna	Strategia agresywna	Strategia umiarkowana
Stopień finansowania aktywów obrotowych kapitałem obrotowym netto	większy	mniejszy	przeciętny
Stopień finansowania aktywów obrotowych kapitałem stałym	większy	mniejszy	przeciętny
Stopień finansowania aktywów obrotowych kapitałem krótkoterminowym	mniejszy	większy	przeciętny
Koszty finansowania	wyższe	niższe	przeciętne
Ryzyko finansowe zadłużenia	niższe	wyższe	przeciętne
Korzystanie z dźwigni finansowej i odśrody podatkowej	mniejsze	większe	przeciętne
Stopa zwrotu z kapitału własnego	niższa	wyższa	przeciętna
Płynność finansowa	większa	mniejsza	przeciętna
Czas spłaty zobowiązań krótkoterminowych niepowodujących odsetek	krótki	długi	średni

Udział kapitału własnego w kapitale stałym finansującym kapitał obrotowy netto	wysoki	niski	średni
Udział zobowiązań krótko- i długoterminowych wymagający zapłaty odsetek	niski	wysoki	średni
Koszt kapitału stałego i zobowiązań krótkoterminowych wymagający poniesienia kosztów odsetek	wysoki	niski	średni

Źródło: D. Wędzki, *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2002, A. Tokarski, M. Tokarski, *Charakterystyka strategii finansowania działalności przedsiębiorstwa* [w:] A. Tokarski, M. Tokarski, E. Chojnacka, *Strategie finansowania działalności przedsiębiorstw*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006, s. 37.

Przedstawione strategie finansowe wpływają odmiennie na rentowność kapitałów własnych oraz na płynność finansową przedsiębiorstwa. W miarę zwiększania udziału zobowiązań kapitału obcego w strukturze kapitału przedsiębiorstwa, rośnie ryzyko w zakresie płynności finansowej¹⁶. Strategie finansowe wskazują gdzie i w związku z pokryciem jakich potrzeb angażować trzeba długoterminowe źródła finansowania, gdzie i kiedy należy użyć kapitałów krótkoterminowych i wreszcie, w jakich sytuacjach wskazane są przemieszczenia w ramach aktywów, środków z grupy płynnych papierów wartościowych, na rzecz sfinansowania mniej płynnych aktywów, np. zapasów¹⁷. Potrzeby finansowe danego przedsiębiorstwa mogą być bardzo różne i związane są ściśle ze zapotrzebowaniem na składniki aktywów trwałych i obrotowych w przedsiębiorstwie. Potrzeby finansowe zmieniają się w zależności od skali aktywności przedsiębiorstwa, a także od czynników zewnętrznych tj. popyt na rynku. Wybór źródła finansowania jest zatem kluczową decyzją wpływającą na funkcjonowanie przedsiębiorstwa i kształtującą strukturę jego kapitału. Do czynników branżowych przy wyborze źródeł finansowania zalicza się przede wszystkim, rezerwy finansowe umożliwiający spłatę zadłużenia, ryzyko finansowe i operacyjne, podatki płacone przez przedsiębiorstwo, poziom rentowności oraz rodzaje aktywów związanych z prowadzeniem działalności¹⁸. Długoterminowe źródła finansowania są mniej elastyczne niż źródła krótkoterminowe. Poziom i struktura długoterminowych źródeł finansowania wiążą się zwykle ze szczególnymi zabiegami i uwarunkowaniami. Dotyczy to np. zgromadzenia kapitału akcyjnego, emisji obligacji, pozyskania długoterminowych pożyczek i kredytów¹⁹. Posiadanie źródeł długoterminowych na poziomie właściwym dla prowadzenia działalności gospodarczej czyni przedsiębiorstwo wiarygodnym. Krótkoterminowe źródła finansowania, obejmujące zarówno kredyty różnego rodzaju jak i zobowiązania z innych tytułów, ulegają wielokrotnej fluktuacji w ciągu roku, co powoduje konieczność działań zmierzających do terminowego ich regulowania celem utrzymania bieżącej płynności finansowej. W tej sytuacji powstaje problem wyboru właściwej struktury kapitałowej finansującej aktywa.

¹⁶ W. Bień, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 1999, s. 188.

¹⁷ H. Zalewski, *Polityka i strategia w zarządzaniu finansami firmy*, ODDK, Gdańsk 1999, s.30.

¹⁸ I. Ołota, *Kapitał wysokiego ryzyka w zasilaniu finansowym przedsiębiorstwa*, [w:] *Zarządzanie kapitałem przedsiębiorstwa*, Ed. H. Kościelniak, Wyd.PCz. Częstochowa 2008, s.204.

¹⁹ H. Zalewski, *Polityka i strategia w zarządzaniu finansami firmy*, ODDK, Gdańsk, s. 27.

3. Badania empiryczne

Badaniom empirycznym, dotyczącym analizy wartości kapitału obrotowego, poddane zostały sprawozdania finansowe spółek giełdowych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych (GPW) w Warszawie należących do branży lekkiej. Dane empiryczne pochodzą z pięciu lat, sprawozdań finansowych tych podmiotów za okres od 01.01.2005r. do 31.12.2010.

Tabela 2. Wielkość kapitału obrotowego w spółkach kapitałowych przemysłu lekkiego

Spółka	Kapitał obrotowy w tys. zł					
	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Bytom	732	18495	29787	12948	-9469	-3894
Lubawa	18039	13997	22186	27472	19132	21989
Novita	-601	-884	-3162	5279	7364	6770
Protektor	10990	15697	2697	11046	1368	3650
Próchnik	5514	18920	8305	5204	6066	14279
Sanwil	6966	8654	9634	38155	32242	32873
Skotan	92205	238042	135676	89782	74042	84638
Wistil	40863	21450	16930	-8080	-48441	40888
Wojas	7113	6573	8867	19742	19262	21204

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z serwisu Notoria.

Tabela 3. Wskaźniki płynności w spółkach kapitałowych przemysłu lekkiego

Spółka	Wskaźniki płynności	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Bytom	bieżącej	1,04	1,63	2,07	1,24	0,84	0,87
	szybki	0,69	1,16	1,31	0,57	0,34	0,36
	natychniastowej	0,01	0,16	0,15	0,02	0,02	0,16
Lubawa	bieżącej	5,55	2,45	3,37	5,17	4,96	2,74
	szybki	4,78	2,18	2,95	4,41	3,82	1,77
	natychniastowej	0,58	0,71	0,75	0,49	0,52	0,34
Novita	bieżącej	0,97	0,97	0,86	1,36	1,67	1,49
	szybki	0,58	0,58	0,41	0,72	0,89	0,72
	natychniastowej	0,02	0,06	0,05	0,08	0,16	0,07
Protektor	bieżącej	2,76	5,75	1,20	3,13	1,11	1,35
	szybki	0,99	3,22	0,62	1,28	0,48	1,17
	natychniastowej	0,10	0,24	0,14	0,15	0,20	0,44
Próchnik	bieżącej	2,21	6,66	1,94	1,48	1,48	7,26
	szybki	1,31	3,76	0,58	0,37	0,18	0,61
	natychniastowej	0,10	0,38	0,13	0,14	0,04	0,03
Sanwil	bieżącej	1,79	1,90	1,75	2,32	2,45	2,66
	szybki	0,89	0,85	0,69	2,03	1,63	1,68
	natychniastowej	0,02	0,03	0,02	0,55	0,14	0,30
Skotan	bieżącej	20,41	10,10	2,59	2,40	91,63	74,34
	szybki	19,37	8,80	2,45	2,40	91,63	74,34
	natychniastowej	0,90	0,81	0,67	0,63	0,99	0,97
Wistil	bieżącej	1,19	1,10	1,09	0,95	0,65	1,50
	szybki	0,59	0,51	0,48	0,43	0,30	0,70
	natychniastowej	0,07	0,04	0,05	0,05	0,03	0,05
Wojas	bieżącej	1,32	1,31	1,43	1,93	1,63	1,50

szybki	0,66	0,83	0,87	1,37	1,33	1,26
natychmiastowej	25,13	25,89	31,14	61,56	47,98	47,08

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z serwisu Notoria.

Większość badanych spółek prowadzi konserwatywną strategię finansowania i utrzymują dodatni poziom kapitału obrotowego. W przypadku przedsiębiorstw, które w badanym okresie poniosły stratę (tj. Próchnik, Sanwil, Skotan) dodatni poziom kapitału obrotowego pozwolił im na utrzymanie płynności finansowej, a właściwie, biorąc pod uwagę wskaźnik płynności bieżącej, można mówić nawet o nadpłynności finansowej w tych spółkach. W przypadku spółki Próchnik, można zauważyć, iż spółka utrzymuje bardzo wysoki poziom wskaźnika płynności bieżącej, ale od 2007r. wartość wskaźnika płynności szybkiej jest na niskim poziomie. Różnica pomiędzy wartościami omawianych dwóch wskaźników oznacza, że spółka posiada środki finansowe zamrożone w zapasach. Niepokojącym jest też fakt, iż w dwóch ostatnich latach wartość wskaźnik płynności natychmiastowej wskazuje na brak środków finansowych do regulowania natychmiast wymagalnych zobowiązań. Analizując wskaźniki płynności spółki Skotan, należy zauważyć, iż utrzymuje ona nadmierną nadpłynność, która jest spowodowana posiadaniem niespłaconych należności, pomimo to spółka posiada dużą ilość gotówki na regulowanie bieżących zobowiązań. Podobnie jest w przypadku spółki Sanwil, głównym powodem nadpłynności są środki pieniężne zamrożone w należnościach, lecz w tym wypadku wskaźnik płynności natychmiastowej w pierwszych trzech latach badawczych wskazywał na brak gotówki do regulowania zobowiązań bieżących, w następnych latach sytuacja uległa poprawie. W spółkach Wojas, Protektor i Lubawa wystąpiła najbardziej naturalna i pożądana sytuacja w zakresie wyników finansowych oraz przyjętej konserwatywnej strategii zarządzania kapitałem obrotowym. Spółki te charakteryzowały się bowiem w badanym okresie dodatnią wartością kapitału obrotowego oraz prawidłowymi wielkościami wskaźników płynności finansowej, osiągając dodatnie wyniki finansowe z prowadzonej działalności gospodarczej.

W trzech z badanych spółek wystąpiła sytuacja, w której kapitał obrotowy przyjął wartości ujemne. Dotyczy to spółek: Bytom (w latach 2009 – 2010), Novita (w latach 2005 – 2007) oraz Wistil (w latach 2008 – 2009). Analizując kapitał obrotowy w spółce Bytom w początkowym okresie badawczym przyjmował on wartości dodatnie i systematycznie wzrastała jego wartość. Prowadzona konserwatywna strategia finansowa, przy wysokiej stopie zadłużenia (od 78% w 2005 r. do 45,5% w 2007) pozwoliła na otrzymanie wysokich stóp zwrotu z kapitału własnego (od 37,5% w 2005r. do 13,5% w 2007 r.) i jednocześnie zapewniła płynność finansową spółki. O ile do 2008 roku wskaźnik płynności bieżącej nie wskazywał problemów w regulowaniu zobowiązań spółki, to jego wartości w następnych latach uległy pogorszeniu. Wskaźnik płynności szybki już od 2008 roku przyjmował niskie wartości świadczące o braku środków finansowych na regulowanie bieżących zobowiązań. Agresywna strategia finansowa przyjęta przez spółkę w latach 2009 – 2010 (o czym świadczy ujemna wartość kapitału obrotowego), nie wpłynęła korzystnie na pozostałe wyniki finansowe spółki. Bardzo wysoka stopa zadłużenia (od 58% w 2008 roku do 96% w 2010 roku) oraz straty z prowadzonej działalności gospodarczej w ostatnich trzech latach, spowodowały wysokie ujemne wartości wskaźników ROE i ROA. Ujemny poziom kapitału obrotowego odnotowano także w spółce Novita w latach 2005 – 2007. Wskaźniki płynności w tym okresie kształtowały się poniżej wielkości uznanych za prawidłowe, choć nie osiągnęły bardzo niskiego poziomu. Spółka w całym badanym okresie osiągała dodatni wynik finansowy i w miarę przyrostu zysku zmieniono również podejście do zarządzania

kapitałem obrotowym, zmieniając dotychczasową strategię agresywną na konserwatywną. Zmiana ta wpłynęła na poprawę wyników wskaźników płynności. Działania podjęte celem zmniejszenia stopnia zadłużenia spółki (z 55% w 2005 r. do 25% w 2010 r.) przy nie zbyt wysokich zyskach operacyjnych spowodowały polepszenie się wyników wskaźników ROE i ROA. Spółką, która w dwóch latach (2008r. i 2009r.) charakteryzowała się ujemną wielkością kapitału obrotowego jest Wistil. Biorąc pod uwagę pozostałe wyniki finansowe spółki, można przyjąć, że zmiana strategii z konserwatywnej na agresywną nie była celowa, a wynikała z chwilowej niemożności utrzymania dodatniej wartości kapitału obrotowego. Spółka bowiem, w całym badanym okresie ponosiła starty z prowadzonej działalności gospodarczej, a w 2008 roku poniosła ogromną (w stosunku do lat wcześniejszych) stratę z działalności finansowej.

4. Podsumowanie

Podsumowując rozważania dotyczące strategii finansowania działalności przedsiębiorstwa należy zauważyć, iż:

- strategia agresywna angażuje kapitał obcy na granicy utraty płynności finansowej, akceptując tym samym wysoki poziom ryzyka finansowego,
- strategia konserwatywna preferuje wewnętrzne źródła finansowania, akceptując niższą rentowność kapitału własnego, ale zabezpieczając długoterminową płynność finansową
- strategia umiarkowana wiąże się z dywersyfikacją źródeł finansowania oraz optymalizacją poziomu zadłużenia, ograniczając ryzyko niewypłacalności.

Zaprezentowane strategie finansowania aktywów, różnią się wielkością kapitału obcego krótkoterminowego, jaki występuje w każdej z tych strategii. Przeważa pogląd wśród badaczy przedmiotu, że dominującą strategią finansowania aktywów jest strategia umiarkowana. To nie wyklucza stosowania przez przedsiębiorstwa dwóch pozostałych strategii finansowania aktywów. Należy bowiem pamiętać, że wybór konkretnej strategii finansowej zależy od wielu czynników i sytuacji, w której znajduje się dane przedsiębiorstwo.

5. Literatura

- [1] Bień W., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 1999.
- [2] Calandro J., Flynn Jr, R., *On financial strategy, Business Strategy Series*, Vol. 8 No 6, 2007.
- [3] Chudzicki M., *Zarządzanie kapitałem obrotowym*, [w:] M. Chudzicki, D. Wielgórka, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Wyd.PCz, Częstochowa, 2009.
- [4] Grabowska M., *Analysis of the Role of Working Capital and Cash Flow in Management of Limited Liability Companies*, [w:] *Modern Company Management*, red. I. Otolą, Wyd. WZPCz., Częstochowa 2010.
- [5] Kolay M. K., *Managing Working Capital Crises: A system Dynamic Approach*, Management Decision Vol. 29 No 5, 1991.
- [6] Marchesnay M., *Zarządzanie strategiczne*, Poltext, Warszawa 1994.
- [7] Otolą I., *Kapitał wysokiego ryzyka w zasilaniu finansowym przedsiębiorstwa*, [w:] *Zarządzanie kapitałem przedsiębiorstwa*, Ed. H. Kościelniak, Wyd.PCz. Częstochowa 2008.
- [8] Rutkowski A., *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa 2003.

- [9] Sierpińska M., Jachna T., *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, PWN, Warsaw 2005.
- [10] Tokarski A., *Strategie finansowania działalności przedsiębiorstw produkcyjnych*, Wydaw. Adam Marszałek, Toruń 2006.
- [11] Tokarski A., Tokarski M., *Charakterystyka strategii finansowania działalności przedsiębiorstwa*, [w:] B. Kołosowska, A. Tokarski, M. Tokarski, E. Chojnacka, *Strategie finansowania działalności przedsiębiorstw*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006.
- [12] Wawryszuk – Misztal A., *Strategie zarządzania kapitałem obrotowym netto w przedsiębiorstwach*. Wyd. UMCS, Lublin 2007.
- [13] Wędzki D., *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa: przepływy pieniężne a wartość dla właścicieli*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2003.
- [14] Zalewski H., *Polityka i strategia w zarządzaniu finansami firmy*, ODDK, Gdańsk 1999.

Streszczenie

W artykule scharakteryzowano krótkoterminowe strategie finansowania aktywów obrotowych przedsiębiorstwa, omawiając istotne cechy dla każdej ze strategii. Przedstawiono także empiryczne badania nad kapitałem obrotowym i płynnością finansową spółek kapitałowych przemysłu lekkiego.

Słowa kluczowe: kapitał obrotowy, strategie finansowania krótkoterminowego, spółki kapitałowe.

STRATEGIES OF SHORT-TERM FINANCING JOINT-STOCK COMPANIES OF LIGHT INDUSTRY

Summary

In the article short-term strategies of financing current assets of the enterprise were characterised discussing essential features for every of strategies. Also an empirical research on the working capital and the financial liquidity of joint-stock companies of the light industry was presented.

Keywords: working capital, strategies of short-term financing, joint-stock companies.

Translated by Iwona Otola

IWONA OTOLA
Politechnika Częstochowska
e-mail: iotola@zim.pcz.pl