

JANUSZ NARKIEWICZ

*Struktura kapitałowo-majątkowa a płynność finansowa  
przedsiębiorstwa*

---

The capital and property structure versus the financial availability of an enterprise

**Ogólne podstawy oceny płynności finansowej przedsiębiorstwa**

Jednym z podstawowych warunków funkcjonowania przedsiębiorstw w gospodarce rynkowej jest utrzymanie płynności finansowej, czyli zdolności do osiągnięcia przepływów pieniężnych umożliwiających regulowanie bieżących zobowiązań. Brak możliwości wywiązywania się z zaciągniętych zobowiązań prowadzi często do niewypłacalności przedsiębiorstw i stanowi główną przyczynę ich upadłości.

Potwierdzeniem tego są wyniki licznych badań empirycznych, z których wynika, że ograniczenie płynności finansowej stanowi przyczynę około 70-80% bankructw przedsiębiorstw, przy czym bardzo często bankructwa te dotyczą rentownych jednostek gospodarczych, tj. osiągających zyski<sup>1</sup>. Utrzymanie płynności finansowej należy uznać za najważniejszy cel zarządzania finansami przedsiębiorstw, szczególnie w krótkim horyzoncie czasowym, a kryterium płynności za jedno z głównych kryteriów oceny ich kondycji finansowej.

Aby efektywnie zarządzać płynnością finansową należy posiadać stale wiarygodne informacje dotyczące zdarzeń i czynników wpływających na kształtowanie się aktualnych i przyszłych strumieni pieniężnych przedsiębiorstwa. Informacje takie pochodzą z analizy finansowej, w ramach której ocenie pod-

---

<sup>1</sup> Por. D. Davies, *Sztuka zarządzania finansami*. PWN, Warszawa-Londyn 1994, s. 9; D. Wędzki: *Problem wykorzystania analizy wskaźnikowej do przewidywania upadłości polskich przedsiębiorstw – studium przypadków*. „Bank i Kredyt” 2000, nr 5.

lega m.in. przeszła, bieżąca i przyszła zdolność jednostki gospodarczej, a także współpracujących z nią kontrahentów do wywiązywania się z zaciągniętych zobowiązań.

Szczególnie duże znaczenie w sterowaniu wpływami i wydatkami pieniężnymi mają analizy ostrzegawcze, sygnalizujące zbliżające się niebezpieczeństwo utraty płynności finansowej. Podstawowe dane źródłowe do tego typu analiz zawierają sprawozdania finansowe przedsiębiorstw, obejmujące m.in. bilans, rachunek zysków i strat, rachunek przepływów pieniężnych oraz tzw. informację dodatkową<sup>2</sup>.

Kompleksowa analiza płynności finansowej przedsiębiorstwa obejmuje wiele szczegółowych problemów. Rozpoczyna się przeważnie od ogólnej oceny danych bilansu, a w szczególności struktury majątku i źródeł jego finansowania (tzw. analiza pionowa bilansu) oraz wzajemnych powiązań kapitałowo-majątkowych mających istotny wpływ na zdolność płatniczą przedsiębiorstwa (analiza pozioma bilansu). Podsumowaniem analizy strukturalnej bilansu może być syntetyczna ocena ryzyka utraty płynności finansowej przedsiębiorstwa w oparciu o określenie typu realizowanej strategii finansowania aktywów obrotowych.

W dalszej kolejności na podstawie szczegółowych danych bilansu i wybranych danych z innych elementów sprawozdania finansowego obliczane są różnorodne wskaźniki charakteryzujące płynność jednostki gospodarczej (głównie relacje pomiędzy aktywami obrotowymi o różnym stopniu płynności a zobowiązaniami krótkoterminowymi i wskaźniki rotacji wybranych składników aktywów obrotowych w powiązaniu z rotacją zobowiązań bieżących).

O ile dane bilansowe umożliwiają w zasadzie statyczną ocenę płynności finansowej, o tyle informacje pochodzące z rachunku przepływów pieniężnych pozwalają na dynamiczną ocenę potencjału finansowego przedsiębiorstwa. Analiza przepływów pieniężnych umożliwia weryfikację realności wypracowanego wyniku finansowego a także pozwala na ocenę poziomu samofinansowania jednostki w zakresie wydatków o charakterze długoterminowym.

Niektóre zagadnienia mające istotne znaczenie dla płynności finansowej przedsiębiorstwa powinny być przedmiotem bardziej szczegółowych badań analitycznych. Analizy te dotyczą, np. porównania poziomu i struktury czasowej należności handlowych z poziomem i strukturą czasową zobowiązań handlowych, oceny efektywności polityki kredytowania odbiorców, efektywności gospodarowania środkami pieniężnymi itp.

<sup>2</sup> Ustawa z dnia 29 września o rachunkowości. Dz.U. 1994 nr 121, poz. 591, z późn. zm., art. 64.

## **Pionowa i pozioma analiza bilansu jako narzędzie oceny płynności finansowej przedsiębiorstwa**

Duże możliwości oceny płynności finansowej związane są ze wstępną analizą bilansu przedsiębiorstwa, określaną często mianem analizy struktury kapitałowo-majątkowej. W ramach obszernej problematyki stanowiącej przedmiot takiej analizy istotne znaczenie w ocenie zdolności przedsiębiorstwa do spłaty krótkoterminowych zobowiązań mogą mieć następujące zagadnienia:

- \* poziom i płynność aktywów przedsiębiorstwa,
- \* poziom i struktura zadłużenia przedsiębiorstwa,
- \* relacje pomiędzy strukturą kapitałów i aktywów przedsiębiorstwa.

Na aktywa przedsiębiorstwa składają się aktywa trwałe i obrotowe. Pierwsze angażowane są długoterminowo i charakteryzują się niskim stopniem płynności finansowej, co w praktyce oznacza bardzo ograniczoną możliwość ich zamiany na aktywa pieniężne.

Aktywa obrotowe cechuje natomiast relatywnie wysoka płynność finansowa, przy czym jest ona w sposób istotny zróżnicowana w przekroju poszczególnych ich składników. I tak, bardzo wysoka płynność dotyczy aktywów pieniężnych i krótkoterminowych aktywów finansowych, znacznie mniejszą płynnością charakteryzują się należności krótkoterminowe, a zdecydowanie najniższą zapasy i krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe.

Wskaźniki obrazujące udział aktywów obrotowych w aktywach ogółem, a także udział w aktywach obrotowych najbardziej płynnych składników (aktywów pieniężnych i krótkoterminowych aktywów finansowych zamienialnych w krótkim czasie na gotówkę) są ważnym źródłem informacji na temat kształtowania się płynności finansowej przedsiębiorstwa. Aby ocenić płynność majątku na podstawie tak obliczonych wskaźników należy porównać je ze wskaźnikami konkurencyjnych przedsiębiorstw o zbliżonym charakterze działalności bądź też z wielkościami średnimi w branży (porównania statyczne), jak również ze wskaźnikami osiągniętymi w badanym przedsiębiorstwie w ubiegłych okresach (porównania dynamiczne).

Wysoki udział kapitałów obcych, a w szczególności zobowiązań krótkoterminowych w pasywach przedsiębiorstwa oznacza duże ryzyko finansowe, w tym również ryzyko utraty płynności finansowej. Relacje kapitałów obcych do kapitałów własnych (tzw. przekładnia kapitałowa), kapitałów stałych do aktywów ogółem, a przede wszystkim zobowiązań krótkoterminowych do aktywów ogółem pozwalają na ogólną ocenę ryzyka utraty płynności finansowej. Pierwsza z wymienionych relacji może być porównana z powszechnie obowiązującym standardem zadłużenia (wielkość maksymalna wynosi 1). W przypadku pozostałych podstawę porównań stanowią przeważnie wskaźniki osiągnięte przez przedsiębiorstwa o zbliżonym profilu działalności bądź wielkości średnie w branży.

Najbardziej przydatna w ocenie płynności finansowej jest analiza porównawcza struktury majątkowej i kapitałowej przedsiębiorstwa. Można bowiem przyjąć założenie, że przestrzeganie złotej zasady finansowania, mówiącej o tym, że termin zaangażowania kapitałów powinien odpowiadać terminowi zaangażowania aktywów przedsiębiorstwa, ogranicza w dużym stopniu ryzyko utraty płynności finansowej. Znajduje to odzwierciedlenie w tzw. strategii płynności finansowej w ujęciu „harmonizacji”<sup>3</sup>.

Na ryc. 1 przedstawiono podział aktywów i pasywów przedsiębiorstwa mający istotne znaczenie dla oceny przedstawionej zasady, a co za tym idzie charakterystyki poziomu płynności finansowej przedsiębiorstwa.

AKTYWA TRWAŁE		KAPITAŁ WŁASNY	} KAPITAŁ STAŁY
KAPITAŁ OBROTOWY NETTO		ZOBOWIĄZANIA DŁUGOTERMINOWE	
AKTYWA OBROTOWE OPERACYJNE		ZOBOWIĄZANIA BIEŻĄCE OPERACYJNE	
AKTYWA OBROTOWE NIEOPERACYJNE (INWESTYCJE KRÓTKOTERMINOWE)		ZOBOWIĄZANIA BIEŻĄCE NIEOPERACYJNE	

Ryc. 1 Struktura kapitałowo-majątkowa przedsiębiorstwa

Źródło: Opracowanie własne.

W ramach analizy bilansu formułuje się podstawowe zasady ułatwiające ocenę struktury kapitałowo-majątkowej, określane często mianem złotych zasad bilansowych. Można je przedstawić następująco:

1.  $\frac{Kw}{At} \geq 1$
2.  $\frac{Ks}{At} \geq 1$
3.  $\frac{Ks}{At + Aos} \geq 1$

gdzie: Kw – kapitał własny, At – aktywa trwałe, Ks – kapitał stały, Aos – stabilne aktywa obrotowe.

<sup>3</sup> D. Wędzki, *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa*. Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2002, s. 170.

Pierwsza z przedstawionych reguł oznaczająca pokrycie najbardziej stabilnej części aktywów przedsiębiorstwa najbardziej stabilnymi kapitałami jest w praktyce trudna do spełnienia, szczególnie w dużych przedsiębiorstwach, które nie są w stanie zgromadzić tak dużych własnych kapitałów i muszą być finansowane w większym stopniu długiem. Należy mieć także na uwadze fakt, że obce kapitały mogą pozytywnie wpływać na rentowność kapitałów własnych przedsiębiorstwa, a zjawisko to określane jest mianem dźwigni finansowej<sup>4</sup>.

Druga nierówność oznaczająca pokrycie aktywów trwałych stałymi kapitałami nie oznacza jednak spełnienia złotej zasady finansowania. W formule obliczeniowej nie uwzględniono bowiem, że część aktywów obrotowych posiada stabilny charakter i wymaga stabilnych źródeł finansowania.

Najbardziej przydatna z punktu widzenia oceny płynności finansowej mogła by być trzecia nierówność, określana mianem złotej zasady bankowej, która w całości spełnia postulat mówiący o konieczności sfinansowania stałej części aktywów kapitałami stałymi.

Ustalenie stabilnej części aktywów obrotowych sprawia jednak w praktyce wiele problemów. Niezbędne są szczegółowe dane nie występujące w sprawozdaniach finansowych dotyczące poszczególnych składników aktywów obrotowych, umożliwiające ocenę ich unieruchomienia, a przy dużej pracochłonności obliczeń wynik będzie i tak określony jedynie w dużym przybliżeniu.

W ocenie tej ostatniej zasady pomocna może być więc analiza kapitału obrotowego netto, który jak widać na rysunku 1 można zdefiniować jako „część aktywów obrotowych posiadających stabilne źródła finansowania”.

Kapitał obrotowy netto określany często mianem kapitału pracującego (*working capital*) jest bezwzględnym miernikiem płynności finansowej przedsiębiorstwa<sup>5</sup>. Podstawową funkcją kapitału obrotowego netto w przedsiębiorstwie jest zmniejszenie ryzyka utraty płynności finansowej wynikającego z unieruchomienia części aktywów obrotowych w trudno zbywalnych zapasach lub trudno ściągalnych należnościach. Stanowi on jednocześnie płynną rezerwę przeznaczoną do pokrycia zapotrzebowania na fundusze w przypadku pojawienia się nieprzewidzianych potrzeb przedsiębiorstwa.

Poziom kapitału obrotowego w przedsiębiorstwie powinien pokrywać zapotrzebowanie operacyjne na ten kapitał (ZKO), ustalone następująco:

$$\text{ZKO} = \text{Aktywa obrotowe operacyjne} - \text{Zobowiązania bieżące operacyjne}$$

Operacyjne aktywa obrotowe obejmują zapasy, należności i krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe a więc mają niepieniężny charakter.

<sup>4</sup> Ocena efektu działania dźwigni finansowej przedstawiona jest obszernie w artykule D. Zarzeckiego, *Analiza wpływu dźwigni finansowej na rentowność kapitału własnego*. „Przegląd Organizacji” nr 12, 2002.

<sup>5</sup> W. Pazio, *Jak gospodarować finansami. Ekonomiczne podstawy biznesu*. PWN, Warszawa 1994, s. 299.



W skład operacyjnych zobowiązań bieżących wchodzi wszystkie zobowiązania krótkoterminowe za wyjątkiem kredytów i pożyczek, obligacji i papierów wartościowych.

W ramach oceny kapitału obrotowego netto ustala się również saldo płynności netto (SPN) będące różnicą pomiędzy nieoperacyjnymi aktywami obrotowymi i nieoperacyjnymi zobowiązaniami bieżącymi:

$$\text{SPN} = \text{Aktywa obrotowe nieoperacyjne} - \text{Zobowiązania bieżące nieoperacyjne}$$

Kapitał obrotowy netto przedsiębiorstwa (KON) może więc zostać przedstawiony jako suma zapotrzebowania na ten kapitał i salda płynności netto.

Z punktu widzenia płynności finansowej przedsiębiorstwa za optymalną należy uznać sytuację, kiedy kapitał obrotowy netto przewyższa zapotrzebowanie na ten kapitał i występuje dodatnie saldo płynności netto.

Nieco gorzej ocenić należy teoretycznie możliwą sytuację, kiedy kapitał obrotowy netto jest równy zapotrzebowaniu na ten kapitał a saldo płynności netto wynosi 0. W tej sytuacji występuje znaczne ryzyko utraty płynności finansowej, gdyż zobowiązania operacyjne są regulowane na bieżąco z inkasowanych należności, a wszelkie opóźnienia w spłacie należności mogą powodować trudności płatnicze.

Niedobór kapitału obrotowego netto, jak również ujemny poziom tego kapitału oceniany jest negatywnie i sytuacja taka stanowi duże zagrożenie dla utraty płynności finansowej przedsiębiorstw, szczególnie tych, które prowadzą działalność wytwórczą. Przypadki finansowania aktywów trwałych zobowiązaniami bieżącymi spotykane są jedynie w działalności handlowej. Wysoki i stabilny poziom kredytów handlowych powoduje bowiem, że mogą być one źródłem finansowania przedsięwzięć mających na celu zwiększenie zasobu posiadanego majątku trwałego bez negatywnych konsekwencji dla płynności finansowej i wypłacalności przedsiębiorstwa.

Również brak zachowania odpowiednich relacji pomiędzy zmianami w czasie kapitału obrotowego netto, przychodów ze sprzedaży i zapotrzebowania na kapitał obrotowy i prowadzi do sytuacji kryzysowych w finansach przedsiębiorstw<sup>6</sup>. Przedstawione skrótowo założenia oceny płynności finansowej przedsiębiorstwa na podstawie struktury kapitałowo-majątkowej zweryfikowano na przykładzie dwóch spółek giełdowych branży cukierniczej, uwzględnionej w ramach EKD w klasie „Produkcja kakao, czekolady i wyrobów cukierniczych”<sup>7</sup>. W tabeli 1 przedstawiono podstawowe relacje dotyczące struktury aktywów i pasywów.

<sup>6</sup> Sytuacje kryzysowe związane z niedoborem kapitału obrotowego netto opisuje szerzej S. Ryżewska, *Bankowa analiza przedsiębiorstwa dla potrzeb oceny ryzyka kredytowego*. Twigger, Warszawa 1997, s. 149-155.

<sup>7</sup> Europejska Klasyfikacja Działalności. GUS, Warszawa 1991, s. 13.

Tab. 1. Podstawowe wskaźniki struktury aktywów i pasywów badanych spółek

Wyszczególnienie	ZPC „Wawel”		ZPC „Mieszko”	
	31.12.2000	31.12.2001	31.12.2000	31.12.2001
Aktywa trwałe (w tys. zł)	27 266	25 161	82 056	71 082
Aktywa obrotowe (w tys. zł)	50 405	49 329	45 560	65 630
– inwestycje krótkoterminowe	1 898	2 063	2 758	2 541
Udział aktywów obrotowych w aktywach ogółem (w%)	64,9	66,2	35,7	48,0
Udział aktywów obrotowych płynnych w aktywach obrotowych (w%)	3,8	4,2	6,1	3,9
Zadłużenie kapitału własnego	1,1	0,8	2,2	2,1
Udział kapitałów stałych w aktywach	50,2%	57,2%	51,1%	46,7%
Zobowiązania bieżące (w tys. zł)	36 948	30 400	56 818	67 671
Udział zobowiązań bieżących w aktywach ogółem	47,6%	40,8%	44,5%	49,5%
Płynność zobowiązań bieżących	5,1%	6,8%	4,9%	3,8%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie bilansów badanych spółek za lata 2000-2001.

Dane przedstawione w tabeli wskazują na duże zróżnicowanie struktur aktywów i pasywów badanych spółek. ZPC „Wawel” posiadały w analizowanych latach znacznie wyższy poziom aktywów obrotowych i samofinansowania niż ZPC „Mieszko”. Zbliżony udział zobowiązań bieżących i kapitałów stałych w aktywach ogółem wynikał natomiast ze znacznego zadłużenia długoterminowego, jakie posiadały ZPC „Mieszko”. Na tej podstawie można sądzić, iż ryzyko utraty płynności finansowej w pierwszej ze spółek było o wiele niższe. Znacznie mniejsze różnice dotyczyły płynności aktywów obrotowych, gdyż oba analizowane przedsiębiorstwa osiągały stosunkowo niskie wskaźniki, charakterystyczne dla branży cukierniczej.

Analiza zmian w czasie wskazuje na zmniejszenie ryzyka utraty płynności finansowej w ZPC „Wawel”, a znalazło to potwierdzenie we wzroście poziomu i płynności aktywów obrotowych, zwiększeniu poziomu samofinansowania i kapitałów stałych oraz zmniejszeniu udziału krótkoterminowych źródeł finansowania majątku.

Zmiany struktury aktywów w ZPC „Mieszko” z punktu widzenia płynności finansowej były zróżnicowane. Z jednej strony wystąpił korzystny wzrost poziomu aktywów obrotowych, z drugiej zaś zmniejszyła się płynność tych aktywów, co należy ocenić negatywnie.

Bardzo niekorzystne zmiany strukturalne dotyczyły natomiast pasywów. Zwiększył się bowiem poziom zadłużenia spółki, zmniejszył się udział kapitałów stałych oraz wzrósł udział zobowiązań krótkoterminowych w aktywach. Takie zmiany wpłynęły istotnie na wzrost ryzyka utraty płynności finansowej.

Znacznie lepszą sytuację w ujęciu statycznym i dynamicznym w zakresie płynności finansowej ZPC „Wawel” potwierdzają również wskaźniki płynności

zobowiązań bieżących, ustalane jako relacje płynnych aktywów obrotowych do zobowiązań krótkoterminowych.

O wiele większe możliwości interpretacyjne dotyczące płynności finansowej związane są z analizą struktury kapitałowo-majątkowej, określaną mianem analizy poziomej bilansu. Niezbędne dane do tej analizy przedstawiono w tabeli 2.

Tab. 2. Dane do analizy kapitału obrotowego netto badanych spółek

Wyszczególnienie	ZPC „Wawel” S.A.			ZPC „Mieszko” S.A.		
	31.12.2000 w tys. zł	31.12.2001 w tys. zł	dynamika w%	31.12.2000 w tys. zł	31.12.2001 w tys. zł	dynamika w%
Aktywa obrotowe	50 405	49 329	97,9	45 560	65 630	144,1
– zapasy	13 396	14 582	108,9	12 717	11 541	90,8
– należności	34 911	30 634	87,7	28 323	49 778	175,8
– inwestycje krótkoterminowe	1 898	2 063	108,7	2 758	2 541	92,1
– rozliczenia międzyokresowe	200	2 050	1 025,0	1 762	1 770	100,5
Zobowiązania bieżące	36 948	30 400	82,3	56 818	67 671	119,1
– operacyjne	27 133	30 172	111,2	38 820	43 742	112,7
– pozostałe	9 815	228	2,3	17 998	23 929	133,0
Kapitał obrotowy netto	13 257	18 929	142,8	–11 258	–2 041	18,1
Zapotrzebowanie na kapitał obrotowy netto	21 374	17 094	80,0	3 982	19 347	485,9
Saldo płynności netto	–7 917	1 835	–	–15 240	–21 388	140,3
Przychody netto ze sprzedaży	107 291	134 836	125,7	131 662	111 714	84,8

Źródło: Opracowanie własne na podstawie bilansów i rachunków zysków i strat badanych spółek za lata 2000 i 2001.

Jak widać w ZPC „Wawel” kapitał obrotowy netto był dodatni, co wskazuje na spełnienie ważnej złotej zasady bilansowej, mówiącej o pokryciu aktywów trwałych kapitałami stałymi. W roku 2000 kapitał ten był jednak znacznie niższy od zapotrzebowania, na co wskazuje ujemne saldo netto środków pieniężnych. Można więc przypuszczać, że w wyjściowym roku analizy firma ponosiła pewne ryzyko utraty płynności finansowej. W roku 2001 nastąpiła zdecydowana poprawa, o czym świadczy nadwyżka kapitału pracującego i dodatnie saldo płynności netto.

W ZPC „Mieszko” w dwóch analizowanych latach krótkoterminowe zobowiązania finansowały w dużym stopniu aktywa trwałe, co stwarzało szczególne zagrożenie dla utraty płynności finansowej. Wystąpiły również niekorzystne zmiany w czasie, o czym świadczy wzrost ujemnego kapitału pracującego, przy rosnącym zapotrzebowaniu na ten kapitał i jednoczesnym wzroście ujemnego salda netto środków pieniężnych.

W tabeli 2 zamieszczono także informacje dotyczące przychodów netto ze sprzedaży badanych spółek. Porównując ich dynamikę z dynamiką majątku



obrotowego można wskazać na duży wzrost rotacji tego majątku w ZPC „Wawel” i istotne obniżenie rotacji w ZPC „Mieszko”. Zmiany te miały niewątpliwie wpływ na ograniczenie płynności finansowej w tej spółce i wzrost płynności w ZPC „Wawel”.

### **Strategia finansowania majątku przedsiębiorstwa a ryzyko utraty płynności finansowej**

Skalę ryzyka utraty płynności finansowej wynikającego ze struktury kapitałowo-majątkowej można w sposób syntetyczny ująć określając typ realizowanej przez przedsiębiorstwo strategii finansowania aktywów obrotowych.

W teorii zarządzania finansami wyróżnia się trzy klasyczne strategie finansowania majątku obrotowego przedsiębiorstwa: konserwatywną (określaną też często mianem zachowawczej), umiarkowaną (określaną jako strategię równowagi bądź harmonijną) oraz agresywną (zwaną też dynamiczną)<sup>8</sup>.

**Strategia konserwatywna** charakteryzuje się tym, że przedsiębiorstwo dąży do sfinansowania prawie całego majątku obrotowego kapitałami stałymi. Ryzyko utraty płynności finansowej jest ograniczone praktycznie do zera, ponieważ występuje niski stopień uzależnienia od wahań krótkoterminowych źródeł finansowania. Strategia ta charakteryzuje się jednak bardzo niską rentownością własnych kapitałów i powoduje konieczność zagospodarowania zgromadzonych w nadmiarze czasowo wolnych płynnych środków obrotowych. Strategię tę realizują przeważnie przedsiębiorstwa działające na konkurencyjnych rynkach, gdzie występują duże i często trudne do przewidzenia wahania w zakresie osiągniętych przychodów ze sprzedaży.

**Strategia umiarkowana** związana jest ściśle z realizacją złotej zasady finansowej mówiącej o dopasowaniu terminowości kapitałów i aktywów. Stabilna część aktywów obrotowych znajduje więc pokrycie w kapitałach stałych, zmienna zaś finansowana jest zobowiązaniami krótkoterminowymi (są to głównie kredyty handlowe i bankowe) będącymi relatywnie tańszym w stosunku do kapitałów stałych źródłem finansowania majątku. Ryzyko utraty płynności finansowej nie jest duże, o czym przesądza także duża elastyczność w pozyskiwaniu alternatywnych źródeł finansowania. Niższy koszt zaangażowanego kapitału oraz częściowe wykorzystanie efektu dodatniej dźwigni finansowej zapewnia znacznie wyższą rentowność zaangażowanych kapitałów w porównaniu ze strategią zachowawczą.

<sup>8</sup> Charakterystyka podstawowych strategii finansowania majątku obrotowego opisana jest szerzej m.in. w pracy W. Bienia, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*. Difin, Warszawa 1996, s. 148-152.

**Strategia agresywna** oznacza odstępstwo od złotej zasady finansowania i ma na celu uzyskanie jak największych korzyści finansowych związanych z dużym zaangażowaniem krótkoterminowych kapitałów o niskim koszcie pozyskania i maksymalnym wykorzystaniem efektu dźwigni finansowej. W tym typie strategii cały majątek obrotowy posiada krótkoterminowe źródła finansowania. Ryzyko utraty płynności finansowej jest bardzo wysokie, a każde wahanie poziomu krótkoterminowych zobowiązań może odbić się bardzo negatywnie na działalności przedsiębiorstwa. Jest to strategia bardzo niebezpieczna i zazwyczaj oceniana negatywnie przez wierzycieli. Na jej realizację mogą sobie pozwolić jedynie przedsiębiorstwa o stabilnej pozycji rynkowej, wysokim poziomie dochodów i dużej elastyczności w pozyskiwaniu alternatywnych źródeł finansowania majątku.

Aby określić typ strategii finansowania aktywów obrotowych, a co za tym idzie ryzyko utraty płynności finansowej można posłużyć się metodyką zaproponowaną przez D. Wędzkiego określaną mianem koncepcji „dochód – ryzyko”<sup>9</sup>. Zgodnie z tą koncepcją na strategię finansowania aktywów obrotowych składają się strategie cząstkowe dotyczące:

- \* kształtowania aktywów obrotowych,
- \* kształtowania źródeł finansowania aktywów obrotowych,
- \* kształtowania kapitału obrotowego brutto.

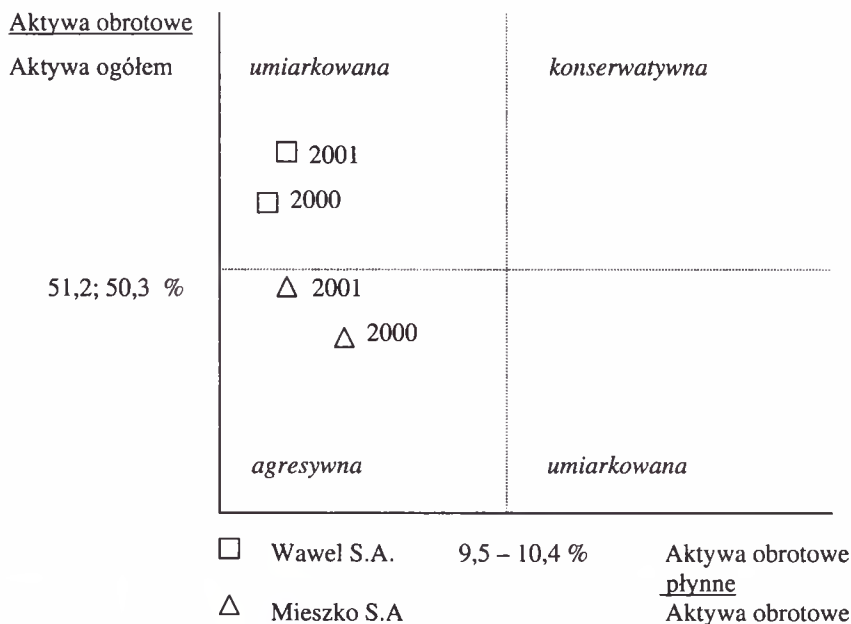
Oceniając strategię kształtowania aktywów obrotowych bierze się pod uwagę dwa obliczone wcześniej wskaźniki struktury aktywów, tj. poziom aktywów obrotowych, czyli relację tych aktywów do całego majątku przedsiębiorstwa, oraz płynność aktywów obrotowych, czyli udział w aktywach obrotowych ich najbardziej płynnych składników (aktywów pieniężnych i krótkoterminowych aktywów finansowych). Podstawę odniesienia stanowią wielkości średnie dla branży. Wyniki analizy tej strategii cząstkowej dla badanych dwóch spółek przedstawić można na ryc. 2.

Na podstawie ryciny można stwierdzić, że ZPC „Mieszko” realizowały w badanych latach strategię agresywną w zakresie kształtowania aktywów obrotowych, charakteryzującą się niższym poziomem aktywów obrotowych i niższą płynnością aktywów obrotowych niż wynosiła średnia branżowa. Strategia taka związana była z dużym zagrożeniem utraty płynności finansowej.

Ryzyko utraty płynności finansowej w ZPC „Wawel” w latach 2000-2001 można określić natomiast jako umiarkowane, gdyż niższej od średniej w branży płynności aktywów obrotowych towarzyszył znacznie wyższy ich poziom.

Określenie typu strategii kształtowania źródeł finansowania aktywów obrotowych wymaga porównania ze średnimi wielkościami branżowymi takich wskaźników, jak: poziomu zobowiązań bieżących, czyli udziału tych zobowiązań

<sup>9</sup> D. Wędzki, *Strategie płynności...*, s. 126.



Ryc. 2. Strategie kształtowania aktywów obrotowych badanych spółek w latach 2000-2001

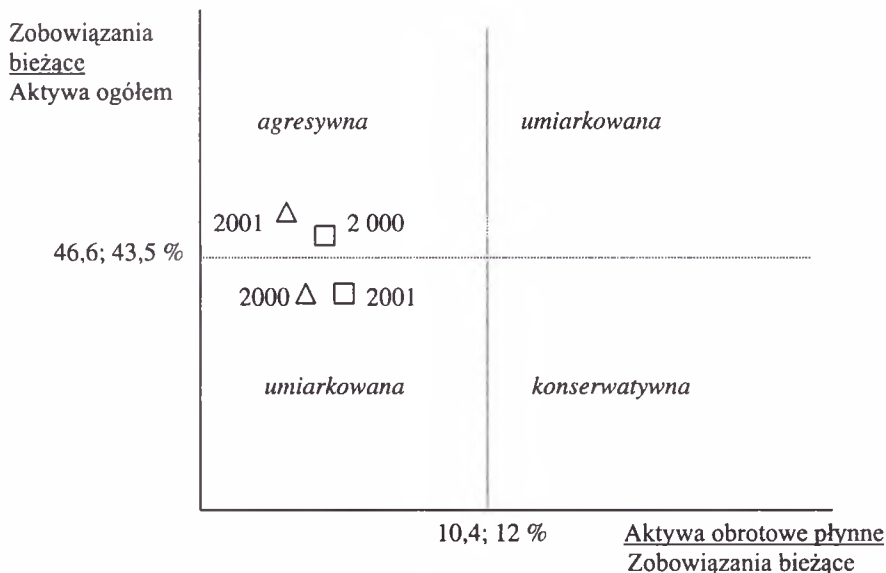
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z tabeli 1.

w całości aktywów, oraz płynności zobowiązań bieżących, jako stopnia pokrycia zobowiązań bieżących z najbardziej płynnych składników majątku obrotowego.

Sytuację badanych spółek dotyczącą realizowanych strategii kształtowania źródeł finansowania aktywów obrotowych prezentuje ryc. 3.

Analizowane spółki realizowały w badanych latach zróżnicowane strategie w zakresie kształtowania źródeł finansowania majątku obrotowego. Strategia ZPC „Mieszko” S.A zmieniła się z umiarkowanej w 2000 r. na agresywną w 2001 r., co związane było ze znacznym wzrostem udziału zobowiązań bieżących w aktywach, bo aż o 5 pkt%, przy niskiej i malejącej płynności zobowiązań bieżących. Można więc stwierdzić, że zwiększyło się ryzyko utraty płynności finansowej przez tą spółkę.

ZPC „Wawel” S.A. realizowały w roku 2000 agresywną strategię w zakresie źródeł finansowania majątku, co wynikało z wyższego od średniego w branży udziału zobowiązań bieżących w aktywach. Duży spadek tego udziału, bo o prawie 7 pkt% w 2001 roku spowodował, że strategia kształtowania źródeł finansowania zmieniła się na umiarkowaną. Jednocześnie wzrosła płynność zobowiązań bieżących, a więc można stwierdzić, iż istotnie poprawiła się płynność finansowa tej spółki.



Rys. 3. Strategie kształtowania źródeł finansowania aktywów obrotowych badanych spółek w latach 2000-2001

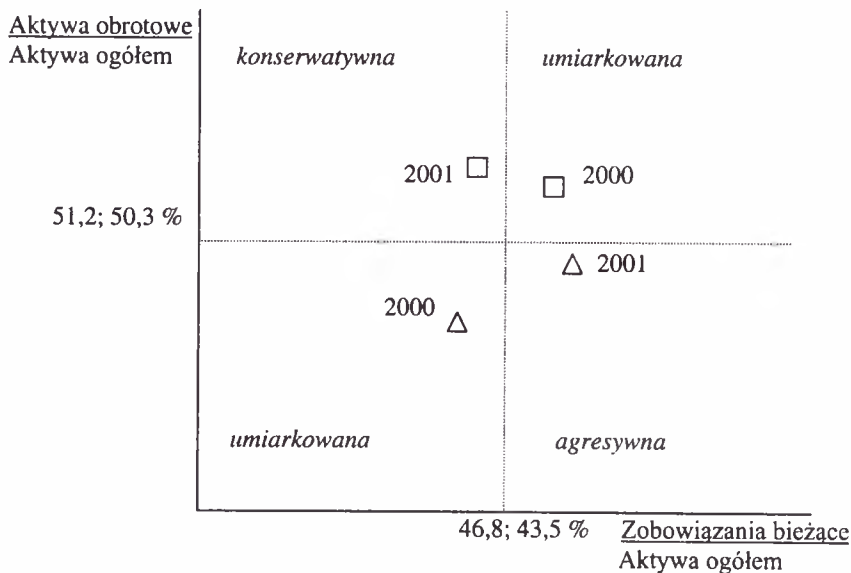
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z tabeli 1.

Na rycinie 4 przedstawiono strategie kształtowania kapitału obrotowego badanych spółek. Określenie strategii wymagało porównania ze średnimi wielkościami branżowymi wskaźników poziomu aktywów obrotowych i zobowiązań bieżących.

Jak wynika z rysunku 4 w latach 2000-2001 nastąpiła zmiana ogólnej strategii kształtowania kapitału obrotowego brutto ZPC „Mieszko” S.A. z umiarkowanej na agresywną. W przypadku ZPC „Wawel” zmiana ta dotyczyła przejścia ze strategii umiarkowanej do konserwatywnej. Te wyniki potwierdzają sformułowaną wcześniej tezę o wysokim i rosnącym ryzyku utraty płynności finansowej przez ZPC „Mieszko” S.A. oraz o relatywnie niższym i malejącym ryzyku utraty płynności finansowej przez ZPC „Wawel” S.A.

W zakończeniu należy podkreślić, że przedstawiona w niniejszym artykule metodyka analizy struktury kapitałowo-majątkowej przedsiębiorstwa, mimo ograniczonego zakresu, może być z powodzeniem wykorzystywana w ramach wstępnej oceny sytuacji ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstwa. Jej zaletą jest możliwość przeprowadzenia „szybkiego testu płynności finansowej” na podstawie ogólnie dostępnych danych liczbowych, pochodzących ze sprawozdania finansowego.

Trzeba jednak pamiętać, że wnioski dotyczące kształtowania się płynności finansowej przedsiębiorstw sformułowane w ramach analizy strukturalnej



Ryc. 4 Strategie kształtowania kapitału obrotowego brutto badanych spółek w latach 2000-2001

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z tabeli 1.

bilansu mają charakter wstępny, a ich weryfikacja wymaga obliczenia i interpretacji dodatkowych wskaźników płynności<sup>10</sup> oraz przeprowadzenia wielu analiz szczegółowych, dotyczących m.in. polityki kredytowania odbiorców oraz zastosowania kapitałów obcych jako czynnika wzrostu rentowności kapitału własnego, przy uwzględnieniu skali ponoszonego ryzyka ekonomicznego.

<sup>10</sup> Chodzi tutaj m.in. o klasyczne wskaźniki płynności finansowej, takie jak: bieżącej płynności, przyspieszonej płynności, wypłacalności środkami pieniężnymi, zobowiązań natychmiast wymagalnych. Por. M. Sierpińska, D. Wędzki, *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*. PWN, Warszawa 1997, s. 58-69. Wskaźniki te powinny być każdorazowo analizowane w powiązaniu z cyklami rotacji zapasów, należności i zobowiązań bieżących.



