

AGNIESZKA WÓJCIK

*Mierniki kapitału obrotowego netto
a próba wyznaczenia jego optymalnego poziomu*

Measuring instruments of working capital and attempt of evaluation of its optimal value

Abstrakt: Przedmiotem niniejszej publikacji jest problematyka kapitału obrotowego netto w przedsiębiorstwie w kontekście jego podstawowych mierników (zarówno ujęcie wartościowe jak i formuły ilorazowe). Interpretacja ilościowego ujęcia tej wartości została poddana krytyce i wskazano szereg sytuacji, w których jej uproszczona interpretacja może doprowadzić do wygenerowania błędnego sygnału. Z kolei mierniki KON oparte na formule ilorazowej znalazły zastosowanie w zaproponowanej w artykule metodzie wyznaczania optymalnego poziomu KON dla konkretnego podmiotu. W tym celu wykorzystano między innymi średnie wartości branżowe z lat 2004-2010.

WPROWADZENIE

Introduction

W kontekście obserwowanego niedawno spowolnienia gospodarczego kluczową kwestią dla wielu przedsiębiorstw stało się utrzymanie płynności finansowej, gdyż to właśnie płynność finansowa decyduje o egzystencji spółki. „Utrzymanie płynności finansowej należy uznać za niezbędny warunek trwania i rozwoju przedsiębiorstwa, a zatem decyzje podejmowane w tym obszarze wpływają zarówno na rentowność przedsiębiorstwa, jak i na bezpieczeństwo finansowe”¹.

¹ A. Wawryszuk, *Strategia kapitału obrotowego netto z punktu widzenia maksymalizacji wartości dla właścicieli*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska Lublin Polonia” Sectio H 2005, vol. XXXIX, 20.

Na szybką ocenę potencjału przedsiębiorstwa do dysponowania gotówką² (a zatem na wstępną ocenę jego płynności sensu largo) pozwala kategoria kapitału obrotowego netto³ (KON). Daje ona pogląd na przyjętą strategię finansowania majątku oraz zarządzania płynnością.

Najczęściej kategorię kapitału obrotowego netto analizuje się w ujęciu ilościowym, jednak, jak zostanie to wykazane w dalszej części tekstu, jest to podejście zawodne, gdyż niejednokrotnie zachowanie tej kategorii finansowej nie odzwierciedla zmian zachodzących w przedsiębiorstwie. Nie można też zapominać o znacznych różnicach pomiędzy branżami. Wspomniane zjawiska wymuszają poszukiwania innych, bardziej wiarygodnych sposobów pomiaru kapitału obrotowego netto, które mogłyby w przyszłości posłużyć do wyznaczenia optymalnego poziomu kapitału obrotowego netto przy uwzględnieniu branży i modelu biznesowego.

KATEGORIA KAPITAŁU OBROTOWEGO NETTO

Category of working capital

Kapitał obrotowy netto może być obliczany dwojako:

- 1) według podejścia długoterminowego czyli jako różnica aktywów długoterminowych i pasywów długoterminowych,
- 2) według podejścia krótkoterminowego czyli jako różnica między aktywami bieżącymi i pasywami bieżącymi⁴.

Podejście długoterminowe nazywane jest niekiedy podejściem kapitałowym (jaka część kapitału długoterminowego finansuje majątek bieżący?), a podejście krótkoterminowe – podejściem majątkowym (jaka część majątku krótkoterminowego jest finansowana kapitałem długookresowym?)⁵.

W praktyce wartość KON pozwala na określenie, czy przedsiębiorstwo dysponuje buforem operacyjnym czyli odpowiednim zapasem środków, które umożliwią bezpieczne działanie w okresie pomiędzy zapłatą zobowiązań i ściągnięciem należności⁶. Ponadto wartość ta umożliwia ocenę, czy przestrzegana jest tak zwana złota reguła bilansowa, zakładająca że majątek trwały powinien być finansowany kapitałem o charakterze długoterminowym⁷. Obydwa warunki może spełnić tylko dodatni kapitał obrotowy

² Określenie „potencjał do dysponowania gotówką” zostało tutaj użyte, ponieważ przy obliczaniu kapitału obrotowego netto uwzględnia się wszystkie kategorie aktywów bieżących, a więc nie tylko gotówkę, ale także te składniki majątku, które mają się wkrótce przekształcić w środki pieniężne.

³ Określana w dalszej części artykułu skrótem KON.

⁴ M. Dobija, *Rachunkowość zarządcza i controlling*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997, s. 310.

⁵ M. Sierpińska, D. Wędzki, *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997, s. 74.

⁶ A. Wawryszuk-Misztal, *Strategie zarządzania finansami. Studium empiryczno-teoretyczne*, Wydawnictwo UMCS, Lublin 2007, s. 45.

⁷ A. Zbroja, *Jak prawidłowo czytać informacje zawarte w bilansie przedsiębiorstwa*, „Doradca Podatnika” 2004, nr 17.

netto. Im jest on silniej większy od zera, tym przedsiębiorstwo ma bezpieczniejsze warunki finansowania prowadzonej działalności operacyjnej. Z kolei wartość równa zero oznaczałoby idealną korelację charakteru aktywów z terminem zapadalności źródeł ich finansowania, ale przy jednoczesnym braku bufora operacyjnego.

Wspomniana wyżej sytuacja, w której pojawia się zerowy kapitał obrotowy netto ma charakter teoretyczny⁸. Znacznie częściej kapitał obrotowy przyjmuje wartości dodatnie, chociaż może też zaistnieć sytuacja, w której jest ujemny. Dodatni KON występuje, gdy część majątku obrotowego finansowana jest kapitałem długoterminowym. Występuje więc bufor operacyjny i jest przestrzegana złota reguła bilansowa. Niekiedy wskazuje się nawet, że kapitał obrotowy powinien być nie niższy niż wartość niepiętnych aktywów obrotowych, na przykład trudnozbywalnych zapasów⁹.

Idąc tym tropem, można by stwierdzić, że im wyższy kapitał obrotowy, tym lepiej dla spółki. Pojawia się jednak kwestia kosztu obsługi zaangażowanego kapitału długoterminowego. Wymaga on ponoszenia wyższych kosztów odsetkowych niż w przypadku kapitału krótkoterminowego. Rośnie więc średnioważony koszt kapitału (ze względu na większy udział droższego kapitału długoterminowego)¹⁰. Wzrostowi kosztu zaangażowanego kapitału towarzyszy wzrost oczekiwań co do rentowności kapitału. Powinna być ona wyższa od średnioważonego kosztu kapitału, niekiedy przyjmuje się nawet że powinna być wyższa od realnej stopy procentowej, aby zwiększanie poziomu kapitału obrotowego netto mogło przynieść korzyści dla podmiotu gospodarczego¹¹.

Należy też zauważyć, że nadmierna dbałość o bezpieczeństwo w zakresie kapitału obrotowego netto, może się niekorzystnie odbić na wartościach wskaźników mierzących potencjał przedsiębiorstwa do generowania zysku, które wykorzystują w swej konstrukcji wartość średnioważonego kosztu kapitału, na przykład EVA, SHV¹². W związku z tym zjawiskiem inwestorzy mają tendencję do preferowania spółek, które nie tworzą nadmiernego bufora w postaci wysokiego KON. Fakt ten znalazł potwierdzenie w wynikach badań Y.J. Wanga, który stwierdził negatywną zależność między długością cyklu rotacji gotówki a rentownością netto aktywów i rentownością netto kapitałów własnych¹³.

Podsumowując, dodatni kapitał obrotowy netto oznacza większe bezpieczeństwo działalności operacyjnej, ale też wyższy koszt zaangażowanego kapitału, a więc mniejszą jego realną rentowność czyli niższą stopę zwrotu na właścicieli spółki.

Jak wspomniano wyżej kapitał obrotowy może też przyjmować wartości ujemne. Sytuacja taka występuje, gdy majątek trwały finansowany jest częściowo kapitałem krótkookresowym. Jest to rozwiązanie tańsze niż polityka dodatniego KON (niższy koszt kapitału krótkoterminowanego i większy udział tegoż kapitału dają niższy śre-

⁸ M. Sierpińska, D. Wędzki, *op. cit.*, s. 77.

⁹ A. Zbroja, *op. cit.*

¹⁰ J. Pawłowski, *Wybrane metody oceny efektywności finansowej przedsięwzięć gospodarczych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2007, s. 143-144.

¹¹ M. Sierpińska, D. Wędzki, *op. cit.*, s. 77.

¹² B. Nita, *Controlling w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa*, [w:] *Controlling w działalności przedsiębiorstwa*, pod red. E. Nowaka, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2004, s. 342-348.

¹³ A. Wawryszuk, *op. cit.*

dnioważony koszt kapitału), ale jednocześnie bardziej ryzykowna – spółka nie posiada bufora, który łagodziłby skutki zmian na rynku czy też wpływ pogorszenia się sytuacji finansowej kluczowych odbiorców.

Ze względu na zaprezentowane charakterystyki wyróżnia się trzy podstawowe strategie zarządzania kapitałem obrotowym¹⁴:

- 1) strategię konserwatywną,
- 2) strategię agresywną,
- 3) strategię umiarkowaną.

Strategia konserwatywna opiera się na stałym utrzymywaniu silnie dodatniego kapitału obrotowego netto i finansowaniu znacznej części aktywów obrotowych kapitałem stałym. Jak już wspomniano wcześniej, strategia ta jest uważana za bezpieczną i drogą.

Strategia agresywna zakłada finansowanie kapitałami krótkoterminowymi aktywów trwałych, co oznacza ujemny kapitał obrotowy netto. Jest to strategia tańsza od konserwatywnej, ale i bardziej ryzykowna.

Strategia umiarkowana zakłada utrzymywanie kapitału obrotowego na niewielkim¹⁵ poziomie powyżej zera, przy jednoczesnym pokrywaniu ewentualnych wzrostów zapotrzebowania na KON kapitałem o terminie zapadalności ściśle powiązanim z charakterem finansowanych aktywów. Przykładowo: sfinansowanie zakupu surowców kredytem trzymiesięcznym, gdy cykl produkcyjny trwa trzy miesiące¹⁶.

Należy zaznaczyć, że zaprezentowana powyżej klasyfikacja ma charakter ogólny i nie uwzględnia różnic między branżami.

NIEDOSKONAŁOŚCI UPROSZCZONEJ INTERPRETACJI KON W UJĘCIU WARTOŚCIOWYM

Defects of simplified interpretation of working capital value

Zaprezentowane opisy strategii zarządzania KON znacznie upraszczają rzeczywistość gospodarczą z powodu sztywnego założenia, że dodatni kapitał obrotowy netto oznacza bezpieczeństwo spółki. Można bowiem wskazać szereg sytuacji, w których KON będzie dodatni, ale bezpieczeństwo przedsiębiorstwa zostanie naruszone:

- 1) Spółka zaciąga limit kredytowy w celu pozyskania środków na wypłatę dywidendy¹⁷. Mamy więc do czynienia z typowym wypływem środków pieniężnych, nie znajdującym odbicia w budowaniu wartości majątku. Jest to szczególnie niebezpieczne w przypadku rabunkowej polityki dywidendy prowadzonej przez akcjonariuszy. Jeśli wspomniany limit jest zaciągnięty niedługo przed dniem sporządzenia bilansu,

¹⁴ J. Czekaj, Z. Dresler, *Podstawy zarządzania finansami firm*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1995, s. 186.

¹⁵ Niewielkim w porównaniu do wartości aktywów obrotowych.

¹⁶ M. Sierpińska, D. Wędzki, *op. cit.*, s. 106-107.

¹⁷ Limit w takim przypadku musiałaby mieć charakter długoterminowy, aby nie został w całości zaliczony jednorazowo do zobowiązań krótkoterminowych (banki oferują już tego typu produkty hybrydowe, które są spłacane jak kredyt celowy, ale zachowują się jak linia kredytowa w rachunku).

który na dodatek poprzedza dzień wypłaty dywidendy (w całości lub transzy), to analiza finansowa wykaże wysoki KON (przy założeniu, że pozostałe pozycje bilansu kształtują się w standardowych przedziałach¹⁸).

- 2) Utworzenie zabezpieczenia na niektórych składnikach majątku obrotowego, na przykład kaucja na pozostałych środkach pieniężnych (lokacie)¹⁹. Środki te stanowią nadal własność spółki, ale ta nie może nimi swobodnie dysponować, a to oznacza ograniczoną zdolność do regulowania zobowiązań. Oczywiście opisane zabezpieczenie ma na ogół charakter tymczasowy i jest utrzymywane najczęściej do czasu ustanowienia zabezpieczenia w postaci hipoteki. Można jednak wyobrazić sobie sytuację, w której ustanowienie właściwego zabezpieczenia znacznie się opóźnia (na przykład przedłużenie się procedury ustanowienia hipoteki²⁰) lub występuje konieczność znalezienia w spółce znacznej ilości środków finansowych w związku z nieprzewidywanymi wcześniej wydarzeniami (na przykład poważna awaria linii produkcyjnej).
- 3) Problemy z wypłacalnością odbiorców. Mogą one skutkować skokowym wzrostem należności (w tym należności przeterminowanych), zwłaszcza gdy dotyczy to głównego odbiorcy. Skrajnie niebezpieczną sytuacją byłyby w tym ujęciu kłopoty z wypłacalnością odbiorcy, od którego spółka jest uzależniona²¹.

Podobne efekty może dać brak sprawnej polityki ściągania należności przeterminowanych²².

- 4) Niedostosowanie na czas poziomu produkcji do zapotrzebowania zgłaszanego przez rynek. To z kolei powoduje nienaturalne „pompowanie” pozycji zapasów, które ze względu na specyfikę sytuacji rynkowej należałoby uznać za trudnozbilansowe²³. Utrzymywanie produkcji na zbyt wysokim poziomie względem popytu może wynikać z nierozpoznania przez przedsiębiorstwo na czas zmieniających się tendencji rynkowych lub też ze świadomego produkowania „na magazyn”, gdy koszty przestoju są zbyt duże (na przykład gdy nie ma realnej możliwości zredukowania kosztów wynagrodzeń pomimo przestoju lub hala produkcyjna wymaga stałego ogrzewania niezależnie od tego, czy odbywa się produkcja).

Produkowanie „na magazyn” mimo rozpoznania spadku popytu może też mieć miejsce w sytuacji, w której spółka ma ustanowiony zastaw na zapasach i w razie spadku wartości tego zastawu nie ma realnej możliwości przedstawienia dla banku (lub innego

¹⁸ Dotyczy to zwłaszcza zobowiązań i należności handlowych.

¹⁹ Zabezpieczenie kredytu obrotowego zastawem na zapasach wyrobów gotowych lub towarach handlowych nie wywołuje takiego ryzyka.

²⁰ Może to być efektem trudności związanych z uzyskaniem zgody innych organów spółki niż zarząd na ustanowienie zabezpieczenia na majątku spółki, np. problemy z zebraniem głosów członków rady nadzorczej w trybie obiegowym.

²¹ Opisana sytuacja dotyczy momentu przed utworzeniem odpisu aktualizującego należności.

²² Banki na ogół badają strukturę czasową należności i zobowiązań, więc ten problem ma raczej charakter teoretyczny.

²³ Banki różnie określają moment czasowy, od którego zapas jest uznawany za trudnozbilansowy. Są to na ogół dość długie terminy, np. 12 miesięcy.

podmiotu, na rzecz którego ustanowiono zabezpieczenie) innego zabezpieczenia lub też z jakichś przyczyn nie chce tego zabezpieczenia przedstawiać.

- 5) Utrata dostępu do materiałów i surowców niezbędnych do produkcji. To spowodowałoby wygaszenie zobowiązań handlowych spółki, a mogłoby zostać wywołane na przykład zerwaniem kontaktów handlowych z głównym dostawcą przy jednoczesnym niezapewnieniu na czas alternatywnych źródeł zaopatrzenia lub też załamaniem się rynku danego surowca.

Z drugiej strony możliwe są sytuacje, spółka realizująca na co dzień strategię konserwatywnego (lub umiarkowanego) zarządzania kapitałem obrotowym netto, wykazałaby okresowo ujemny KON i to mimo stabilnej sytuacji finansowej:

- 1) Zaciągnięcie znacznego limitu kredytowego z możliwością rolowania. Standardowo umowy takie podpisywane są przez banki na rok z możliwością rolowania produktu. Jednak umowa roczna oznacza jednorazowe „wrzucenie” całego limitu w zobowiązania krótkoterminowe, a to odbija się na poziomie KON.
- 2) Zaciągnięcie znacznego limitu kredytowego bez możliwości rolowania. Sytuacja taka nie stanowiłaby zagrożenia dla spółki, gdyby środki z limitu miały zostać przekazane na realizację celu emisyjnego (konieczność dokonania zaliczek i przedpłat), a następnie zobowiązanie zostałoby szybko zgaszone środkami z emisji.
- 3) Zaciągnięcie znacznego limitu kredytowego na realizację inwestycji współfinansowanej ze środków unijnych. Sytuacja taka nie byłaby ryzykowna dla spółki w sytuacji, gdy spółka nie wystąpiłaby o zaliczkowanie, a kredyt krótkoterminowy miałby być w całości zgaszony środkami unijnymi. Jednocześnie część nakładów inwestycyjnych, która nie byłaby objęta refinansowaniem ze środków unijnych powinna zostać sfinansowana kapitałem długoterminowym.
- 4) Przejęcie zobowiązań z tytułu emisji papierów dłużnych do pozycji pasywów bieżących. Oczywiście spłata tego typu zobowiązania powinna być poprzedzona zgromadzeniem odpowiednich zasobów środków pieniężnych, co zapewne powinno już znaleźć odzwierciedlenie w bilansie lub sprawozdaniu kwartalnym. Możliwa jest jednak sytuacja, w której spółka planuje zgasić zobowiązanie wobec obligatariuszy wpływami z dywidendy uzyskanej od spółki zależnej (poziom zysku a więc i dywidendy można oszacować odpowiednio wcześniej, a jako akcjonariusz ma wpływ na termin wypłaty dywidendy).
- 5) Realizacja dużego zlecenia w przedsiębiorstwie charakteryzującym się długim cyklem operacyjnym. W przypadku dużego zamówienia najpierw wzrosną zobowiązania handlowe (zakup surowców i materiałów do produkcji), a odpowiednio później aktywa bieżące (zapasy, a w konsekwencji należności). Opisana sytuacja ma miejsce, gdy zlecniodawca nie zaliczkuje produktów.

Zaprezentowane przykłady pokazują, że często banki popełniają błąd, umieszczając w zapisach umowy kredytowej klauzulę utrzymywania na KON na sztywnym poziomie lub nie niższym niż wskazany. Określenie w ten sposób wartości kapitału obrotowego netto, całkowicie odrywa tę wartość od realiów rynkowych.

MIERNIKI KON BAZUJĄCE NA RELACJI DO KLUCZOWYCH KATEGORII FINANSOWYCH

Measuring instruments of working capital based on relations to key financial categories

Badanie kapitału obrotowego netto tylko w ujęciu ilościowym jest bardzo nieefektywne, gdyż nie uwzględnia przede wszystkim skali działalności przedsiębiorstwa, która ma charakter dynamiczny. Zmieniający się poziom aktywów będzie determinował zmiany KON. Można jednak wskazać następujące wskaźniki badające KON, uwzględniające jego relację do skali działalności przedsiębiorstwa:

- 1) rotacja kapitału obrotowego netto w dniach,
- 2) relacja kapitału obrotowego netto do aktywów ogółem.

Rotacja kapitału obrotowego netto w dniach liczona jest jako iloczyn ilości dni w roku²⁴ oraz udziału KON w przychodach netto ze sprzedaży²⁵. Interpretuje się ją jako ilość dni, w czasie których spółka zachowa płynność nawet, jeśli nie będzie osiągała przychodów, gdyż kapitał obrotowy netto finansuje działalność spółki w okresie pomiędzy terminem regulacji zobowiązań a dniem ściągnięcia należności²⁶. Interpretując tę definicję w najprostszy sposób należałoby uznać, że im dłuższy cykl rotacji KON, tym lepiej (spółka jest w stanie dłużej czekać na płatności i nie traci przy tym płynności). W praktyce cykl ten powinien być powiązany z długością cyklu produkcyjnego oraz cyklu operacyjnego, a co za tym idzie powinien być odpowiednio dłuższy dla branż o długim cyklu produkcyjnym.

Tab. 1. Rotacja kapitału obrotowego netto mierzona w dniach dla wybranych branż
Turnover of working capital in days for chosen industries

Lp.	Sektor	2009	2008	2007	2006	2005	2004
1	budownictwo	63	55	63	53	38	26
2	deweloperzy	415	621	708	348	146	107
3	elektromaszynowy	91	83	112	85	85	105
4	energetyczny	30	-38	8	36	32	18
5	farmaceutyczny	-25	-59	72	221	97	116
6	finanse (z wyłączeniem banków)	242	123	469	178	165	81
7	handel	11	15	21	22	17	16
8	hotele i restauracje	-84	-32	-15	-11	5	-27

²⁴ Lub okresie, dla którego obliczany jest wskaźnik.

²⁵ M. Sierpińska, D. Wędzki, *op. cit.*, s. 95.

²⁶ A. Wawryszuk-Misztal, *op. cit.*, s. 45.

Lp.	Sektor	2009	2008	2007	2006	2005	2004
9	materiały budowlane	71	88	62	122	83	63
10	media	81	96	87	79	71	88
11	metalowy	67	70	65	54	27	21
12	motoryzacyjny	43	33	40	28	37	52
13	paliwowy	30	1	48	44	56	20
14	spożywczy	36	15	35	41	36	20
max		415	621	708	348	165	148
min		-84	-59	-15	-11	5	-27
mediana		63	55	63	54	56	52
średnia		77	78	129	96	67	57

Źródło: Serwis Analiz Finansowych²⁷.

Wartość tego wskaźnika jest ściśle związana z branżą, w jakiej działa przedsiębiorstwo, ale już w obszarze tej branży i modelu biznesowego względnie niezależna od wielkości podmiotu, a co za tym idzie wskaźnik rotacji KON jest pozbawiony jednej z istotnych wad ilościowego ujęcia KON.

Znaczne różnice omawianego wskaźnika pomiędzy poszczególnymi branżami wynikają z długości cyklu produkcyjnego. Za przykład niech posłuży tutaj porównanie branży deweloperskiej, gdzie rotacja w dniach na koniec 2009 r. wynosiła 415, oraz branży hotelarsko-resturacyjnej, która nie dałaby rady utrzymać się bez codziennego generowania przychodu (wartość ujemna wskaźnika)²⁸.

Rotacja KON jest wartością charakteryzującą się znaczną dynamiką w czasie. Ze względu na zachowanie tej wartości można wskazać dwie grupy branż (przedsiębiorstw). Pierwsza grupa wykazuje zmiany rotacji KON w niezbyt szerokim przedziale zmian. Przykładem takiej branży jest przemysł motoryzacyjny, które w badanym okresie miały cykl rotacji wahający się od 71 do 96 dni. Po drugiej stronie skali są branże o wyjątkowo niestabilnym poziomie kapitału obrotowego, na przykład branża finansowa z wyłączeniem banków (od 81 do 469 dni).

Analiza danych empirycznych wskazuje, że co do zasady poziom kapitału obrotowego netto spada w okresie dekonunktury, a co za tym idzie w okresie spowolnienia gospodarczego rotuje on szybciej. (Ma to związek z tym, że w okresie dekonunktury trudniej jest spółce wypracować wyższą rentowność kapitału od średnioważonego kosztu zaangażowanego kapitału, w sytuacji w której jest duży udział kapitału długoterminowego, a realne stopy procentowe rosną). Dzieje się tak dla przemysłu paliwowego czy

²⁷ Dane za okres 2004-2008 pochodzą z dnia 02.12.2009 r., a dane za rok z dnia 04.06.2010 r.

²⁸ Dane pochodzą z Serwisu Analiz Rynkowych. Są to zagregowane branżami dane dla spółek giełdowych.

spożywczego. Bywają jednak wyjątki od tej reguły, np. przemysł motoryzacyjny, który w roku 2004 wykazał prawie 1,5 raza dłuższy cykl rotacji niż rok później i to pomimo porównywalnych przychodów.

Analiza danych empirycznych prowadzi do następujących wniosków:

- 1) Rotacja KON jest kategorią dynamiczną, zależną od fazy cyklu koniunkturalnego.
- 2) Rotacja kapitału obrotowego jest wartością charakterystyczną dla branży i zmienną w czasie.
- 3) Cykl rotacji KON w dniach jest powiązanych zarówno z długością cyklu produkcyjnego jak i cyklu konwersji gotówki²⁹.
- 4) Ze względu na niekorzystną relację produktywności zaangażowanego kapitału i jego kosztu w sytuacji silnie dodatniego KON, w okresach dekonunktury gdy drożeje pieniądz, przedsiębiorstwa często czynią swoją politykę KON agresywniejszą, a co za tym idzie KON szybciej rotuje.

Drugim z wymienionych wskaźników badających KON w oparciu o formułę ilorazową jest wskaźnik udziału KON w aktywach ogółem (liczony jako iloraz kapitału obrotowego netto i sumy bilansowej³⁰). Wskaźnik ten wykazuje znaczne zróżnicowanie pomiędzy branżami, ponieważ poszczególne typy działalności gospodarczej wymuszają odmienne struktury aktywów oraz sposoby ich finansowania, a co za tym idzie różne modele kształtowania typowego dla branży kapitału obrotowego netto. Warto w tym miejscu zauważyć, że identyczne wartości wskaźników mogą dla jednej branży oznaczać strategię agresywną, a dla innej konserwatywną (uwaga ta dotyczy również wcześniej omawianego wskaźnika rotacji KON w dniach). Podobnie jak w przypadku poprzedniego wskaźnika również tutaj osiągane wartości są w znacznym stopniu niezależne od skali działalności.

Co do zasady w okresie spowolnienia gospodarczego kapitał obrotowy stanowi mniejszą część aktywów niż w okresie dobrej koniunktury rynkowej (przedsiębiorstwa rezygnują z bezpieczeństwa na rzecz tańszej polityki zarządzania płynnością).

Przemysł motoryzacyjny, który wykazywał spowolnienie rotacji KON w czasie dekonunktury (nietypowe na tle innych branż), również w przypadku analizy udziału KON w aktywach ogółem zachowuje się nietypowo. Nie można wskazać jednoznacznego kierunku reakcji na trudności gospodarcze; wydaje się, że zamiast tego następuje spadek tego wskaźnika względem wartości historycznych, a więc mamy pewnie do czynienia z długookresową zmianą modelu zarządzania płynnością w tej branży.

Drugim wyjątkiem od reguły są media. W tym przypadku relacja kapitału obrotowego netto do sumy bilansowej rośnie w okresach dekonunktury, czemu towarzyszy wolniejsza jego rotacja. Można więc wysnuć teorię o kontrariańskim zachowaniu wobec rynku przynajmniej części z tych spółek w okresie spowolnienia gospodarczego. Przykładem tego mogą być chociażby notowania giełdowe Agory (wycena giełdowa odzwierciedla wartość spółki), która od lipca 2007 aż do października 2008 zachowywała się lepiej niż WIG20³¹.

²⁹ Np. deweloperzy.

³⁰ M. Sierpińska, D. Wędzki, *op. cit.*, s. 100.

³¹ Agora wchodzi w skład indeksu WIG20, stąd porównanie.

Tab. 2. Wskaźnik relacji kapitału obrotowego netto do aktywów ogółem dla wybranych branż
Relation of working capital to assets for chosen industries

Lp.	Sektor	2009	2008	2007	2006	2005	2004
1	budownictwo	19%	17%	20%	18%	14%	9%
2	deweloperzy	14%	21%	26%	19%	10%	9%
3	elektromaszynowy	22%	18%	28%	24%	21%	27%
4	energetyczny	3%	-4%	1%	4%	3%	2%
5	farmaceutyczny	-1%	-4%	5%	22%	16%	21%
6	finanse (z wyłączeniem banków)	13%	10%	17%	7%	32%	28%
7	handel	7%	7%	12%	13%	10%	13%
8	hotele i restauracje	-19%	-6%	-3%	-2%	1%	-4%
9	materiały budowlane	13%	14%	12%	21%	17%	14%
10	media	14%	18%	17%	14%	14%	15%
11	metalowy	16%	19%	21%	18%	7%	6%
12	motoryzacyjny	13%	10%	15%	11%	15%	21%
13	paliwowy	9%	0%	14%	11%	14%	5%
14	spożywczy	11%	4%	11%	13%	13%	6%
max		22%	21%	28%	24%	32%	28%
min		-19%	-6%	-3%	-2%	1%	-4%
mediana		13%	10%	15%	14%	14%	11%
średnia		10%	9%	14%	14%	13%	12%

Źródło: Serwis Analiz Finansowych³².

Analiza danych empirycznych wskazuje, że dla większości branż wartość kapitału obrotowego netto stanowi kilkanaście procent sumy bilansowej. Wyjątkiem są tutaj branże konsekwentnie charakteryzujące się ujemnym KON, na przykład hotele i restauracje.

Podsumowując opisany wskaźnik, można stwierdzić, że:

- 1) Relacja kapitału obrotowego netto do majątku ogółem jest kategorią dynamiczną, zależną od fazy cyklu koniunkturalnego.
- 2) Relacja kapitału obrotowego netto do majątku ogółem jest wartością charakterystyczną dla branży i również zmienną w czasie.

³² Dane za okres 2004-2008 pochodzą z dnia 02.12.2009 r., a dane za rok z dnia 04.06.2010 r.

- 3) Relacja kapitału obrotowego netto do majątku ogółem jest powiązana ze stopniem elastyczności aktywów oraz z polityką zarządzania pieniędzem gotówkowym.
- 4) Na ogół relacja kapitału obrotowego netto do majątku ogółem jest niższa w okresach dekonjunktury³³.

PRÓBA WYZNACZENIA OPTIMALNEGO POZIOMU KAPITAŁU OBROTOWEGO NETTO DLA KONKRETNEGO PODMIOTU

Attempt of evaluation of optimal value for the company

Można dokonać próby wyznaczenia optymalnego poziomu kapitału obrotowego netto dla konkretnego podmiotu, posługując się w tym celu opisanymi powyżej wskaźnikami.

Należałoby wyjść najpierw z relacji majątkowej i jeśli spółka nie należy do żadnej ze wskazanych wcześniej jako nietypowe branż (np. media). W tym celu należy określić przedział, w jakim powinna się mieścić z dużym prawdopodobieństwem relacja KON do sumy bilansowej. Będzie to przedział rzędu 10-20% (wynika to analizy z danych empirycznych) czyli od 10% do 20% wszystkich aktywów powinien stanowić majątek obrotowy finansowany kapitałem stałym.

Następnie należy powiązać poziom kapitału obrotowego netto z osiąganymi przychodami.

Na podstawie tych dwóch wskaźników można spróbować wyznaczyć przedział, w którym powinien znajdować się optymalny dla danych warunków rynkowych i konkretnego przedsiębiorstwa kapitał obrotowy netto. Można się posłużyć w tym celu wartościami historycznymi dla spółki³⁴ lub branży³⁵. Konieczne jest wtedy wzięcie pod uwagę podczas agregowania danych zarówno lat ożywienia gospodarczego jak spowolnienia, które odbiło się na poziomie generowanych przychodów. Dane te powinny zostać oczyszczone z wyników dla lat nietypowych³⁶, na przykład kiedy spółka była w okresie postępowania upadłościowego, naprawczego lub też nastąpiło skokowe znaczne podwyższenie kapitałów własnych na drodze IPO³⁷.

Przykładowo: spółka ma sumę bilansową na poziomie około 35 mln zł, co oznacza, że analiza w podejściu majątkowym daje przedział od 3,50-7,00 mln zł. Założmy, że firma osiąga rocznie przychód w wysokości 50 mln zł i jest spółką budowlaną wykonawczą. Analiza danych historycznych wskazuje, że przeciętna rotacja dla branży w ostatnich latach wahała się w przedziale 26-63 dni, co daje przedział dla optymalnego KON: 3,56-8,83 mln zł. Porównanie tych przedziałów daje przedział zbliżony do określonego w pierwszym etapie analizy: 3,56-7,00 mln zł. Należy to interpretować w następujących

³³ Zjawisko zostało już wytłumaczone wcześniej. Wynika to z chęci ograniczenia kosztów kapitału.

³⁴ Konieczne jest wtedy założenie, że dotychczasowa polityka zarządzania KONo była racjonalna.

³⁵ Konieczne jest założenie, że przedsiębiorstwo jest typowe na tle branży.

³⁶ Można też je oczyścić o wyniki dla lat, kiedy spółka wykazała stratę, wychodząc z założenia, że poziom KON mógł wtedy nie być właściwy.

³⁷ Pierwotna oferta publiczna.

sposób: jeśli omawiany przychód i suma bilansowa obserwowane są w okresie ożywienia gospodarczego, KON powinien zbliżyć się do górnej granicy przedziału, natomiast jeśli są to dane dla okresu spowolnienia, to KON powinien zbliżyć się do dolnej granicy. Należy na tym etapie pamiętać, czy spółka w okresie dekonjunktury zwiększa czy zmniejsza obrotowość kapitału obrotowego netto (w przypadku zmniejszania obrotowości – relacja będzie odwrotna do opisanej w przykładzie).

Zaprezentowany sposób postępowania ma charakter uproszczony i daje jedynie przedział, w którym z dużym prawdopodobieństwem powinien znaleźć się KON (można się posłużyć tą metodą chociażby podczas oceny, czy wymagania banku zapisane w umowie kredytowej nie są zbyt restrykcyjne). Niestety można wskazać szereg sytuacji, w których opisana metoda nie da wiarygodnego wyniku lub jej zastosowanie będzie niemożliwe:

- 1) Spółka jest podmiotem nowym, więc nie ma danych historycznych, które mogłyby posłużyć do analizy. W takiej sytuacji można się posiłkować jedynie uśrednionymi danymi dla branży. Te z kolei mogą odbiegać mocno od sposobu, w jaki podmiot faktycznie będzie się zachowywał w przyszłości.
- 2) Dane dla spółki znacznie różnią się od zagregowanych danych dla branży. W takiej sytuacji pojawia się problem interpretacyjny: czy uznać, że średnia odpowiada przeciętnemu, a więc sprawdzającemu się u większości podmiotów, a przez to optymalnemu sposobowi finansowania czy też można dopuścić możliwość, że optymalny KON może się nawet znacznie różnić w obrębie branży i że odchylenia nie muszą od razu oznaczać negatywnych tendencji w przedsiębiorstwie.
- 3) Dane dla branży stanowią znaczne uproszczenie rzeczywistości gospodarczej. Na średnią taki sam wpływ wywiera wskaźnik wyliczony dla przedsiębiorstwa zarządzanego we wzorcowy sposób jak i dla tego, które jest na skraju upadłości.
- 4) Metoda ta pozwala na przybliżenie pożądanych poziomów kapitału obrotowego netto jedynie w przypadku przedsiębiorstw w na tyle dobrej kondycji, że ryzyko upadłości nie jest w ogóle rozpatrywane. Dodatkowo w przedsiębiorstwie nie mogą w badanym okresie zajść znaczące zmiany w sferze finansowania ani zmiany organizacyjne. Przykładowo: metody tej nie da się zastosować w przypadku akwizycji, fuzji, prywatyzacji, umorzenia akcji, znacznej emisji obligacji, realizacji dużego (w relacji do sumy bilansowej) projektu inwestycyjnego współfinansowanego ze środków unijnych lub IPO.
- 5) Zagregowane dane dla branży publikowane są ze znacznym opóźnieniem. Samodzielna agregacja danych jest oczywiście możliwa, ale pracochłonna i nie wydaje się, aby była konieczna na poziomie podmiotu produkcyjnego czy usługowego.

Ponadto przy próbie wyznaczenia przedziału, w którym powinien znaleźć się KON dla danej branży należy uwzględnić strategię realizowaną przez spółkę. Dane dla branży mają charakter uśredniony i przez to są zbliżone do strategii umiarkowanej dla danego sektora. W praktyce przedsiębiorstwo może realizować przecież jeden z trzech rodzajów polityki zarządzania KON: agresywną, konserwatywną i umiarkowaną. Oczywiście to, co w jednej branży oznacza podejście konserwatywne może być w ujęciu innej branży czy też całej gospodarki strategią agresywną. Przykładowo na tle całej gospodarki

hotele i restauracje charakteryzują się agresywną polityką KON. Jednak jak się spojrzy na samą branżę, to średnia rotacja KON w dniach na poziomie -19 (dane za 2008 r.) odpowiada raczej strategii umiarkowanej, natomiast prawdziwie agresywną strategię realizował w tym okresie Sfinks S.A., który w roku 2008 miał rotację KON na poziomie -443 dni³⁸. Z kolei zaliczana do tej samej branży spółka Rainbow Tours S.A. wykazała rotację w badanym okresie na poziomie 30 dni³⁹. W skali całej gospodarki jest to wynik zbliżony do strategii umiarkowanej ciężącej nieco w stronę strategii agresywnej, jednak na tle branży jest to strategia bardzo konserwatywna.

Drugim skrajnym przykładem jest branża deweloperska. Na tle całej gospodarki charakteryzuje się strategią konserwatywną (wskaźnik rotacji 621 za 2008 r.), ale na tle branży strategią konserwatywną prezentował dopiero Polnord S.A. z rotacją KON wynoszącą 995 dni w 2008 r.⁴⁰ Z kolei BBI Development NFI S.A. na tle branży deweloperskiej prowadził w badanym okresie politykę agresywną w zakresie KON. Jednak na tle całej gospodarki rotacji kapitału obrotowego w dniach wynosząca 423⁴¹ dni jest interpretowana jako jednoznacznie konserwatywna.

Przy wyliczaniu wspomnianego przedziału należy wziąć poprawkę na realizowaną przez spółkę strategię. Im jej strategia zarządzania KON silniej odbiega od tego, co można nazwać strategią umiarkowaną dla branży, tym większe prawdopodobieństwo, że rzeczywiste KON nie znajdzie się w zaprognozowanym przedziale. Wyjątkiem jest tu sytuacja, w której przedział wyznaczono na podstawie danych historycznych dla spółki, a ta nie zmieniała przez ten czas strategii zarządzania KON. Jeśli jednak przedział był wyznaczany na podstawie średnich danych dla branży, to bardzo trudno wskazać, w jakich granicach powinno się znaleźć odchylenie wartości wskaźników KON spółki od przeciętnych wskaźników dla sektora. Jak widać na wyżej zaprezentowanych przykładach, odchylenia te mogą być bardzo znaczne, a ich występowanie wcale nie musi oznaczać kłopotów spółki (wszystkie cztery podmioty wskazane jako przykłady nadal istnieją w momencie powstawania niniejszego tekstu czyli ponad rok od chwili, na którą zostały wyliczone wskaźniki).

PODSUMOWANIE

Summary

Jak wynika z zaprezentowanej analizy kapitał obrotowy netto jest złożoną interpretacyjnie kategorią. Niestety jego potencjał informacyjny jest często niedoceniany, a sam

³⁸ Obliczenia na podstawie danych z jednostkowego raportu finansowego publikowanego w standardzie systemu ESPI na stronie internetowej spółki: www.sfinks.pl.

³⁹ Obliczenia na podstawie danych z jednostkowego raportu finansowego publikowanego w standardzie systemu ESPI na stronie internetowej spółki: www.rainbowtours.pl.

⁴⁰ Obliczenia na podstawie danych z jednostkowego raportu finansowego publikowanego w standardzie systemu ESPI na stronie internetowej spółki: www.polnord.pl.

⁴¹ Obliczenia na podstawie danych z jednostkowego raportu finansowego publikowanego w standardzie systemu ESPI na stronie internetowej spółki: www.bbidevelopment.pl.

KON jest na ogół pobieżnie analizowany tylko w ujęciu wartościowym. Tymczasem takie podejście uwzględnia jedynie wartości bezwzględne oderwane od skali działalności i specyfiki branży. Ponadto może generować negatywne sygnały w sytuacji pełnego bezpieczeństwa przedsiębiorstwa i odwrotnie – nie dawać żadnych ostrzeżeń w sytuacji pojawienia się ryzyka zagrożenia płynności.

Znacznie większy potencjał informacyjny mają wskaźniki badające relację KON do aktywów i przychodów ze sprzedaży. Uwzględniają one skalę działania i po części specyfikę branży (konieczny udział aktywów obrotowych finansowanych kapitałem stałym w aktywach ogółem). Poza tym mogą stanowić bazę do wyznaczenia przedziału, w którym z dużym prawdopodobieństwem powinna się znaleźć wartość KON dla danej jednostki.

SUMMARY

The subject of this publication is working capital in context of basic measuring instrument (both value and ratio formula). Interpretation of value approach was criticised and it was showed that in many situations simplified interpretation can cause that spurious signals may appear. On the other hand, ratio measuring instrument were used to evaluation of optimal value for the company according to method, that was proposed in this article. In this order, there were applied average values of ratios for particular industries (data for 2004-2010).

mgr Agnieszka Wójcik, Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej