

## 2. Podstawy teoretyczne zarządzania majątkiem obrotowym

### 2.1. Majątek obrotowy – wprowadzenie

#### 2.1.1. Majątek obrotowy jako składnik aktywów przedsiębiorstwa

Pojęcie majątku może być różnie definiowane. Według *Uniwersalnego słownika języka polskiego* majątek można zdefiniować jako ogół dóbr należących do danej osoby albo instytucji, stan posiadania, mienie o charakterze ruchomym lub nieruchomym.<sup>113</sup> W literaturze przedmiotu utrwalił się podział na majątek trwały i obrotowy. Przedmiotem zainteresowania w pracy jest właśnie ta druga forma.

Ross, Westerfield i Jordan definiują majątek obrotowy jako taki majątek, którego życie ekonomiczne trwa krócej niż rok, co oznacza, że w ciągu 12 miesięcy będzie on zamieniony na gotówkę.<sup>114</sup> Według Bienia majątek obrotowy uczestniczy w cyklicznie powtarzających się operacjach gospodarczych o okresach nie przekraczających roku. Składniki majątku obrotowego ze względu na charakter można podzielić na:

- rzeczowy (zapasy) i
- finansowy (gotówka, papiery wartościowe, należności).

Tak samo jest klasyfikowany majątek obrotowy w nauce o przedsiębiorstwie.<sup>115</sup> Składniki rzeczowe wymagają ponoszenia kosztów zamrożonego w nich kapitału tak samo jak składniki o charakterze finansowym. Dodatkowo ich utrzymanie obciążone jest większym ryzykiem, gdyż zanim zostaną zamienione na gotówkę, przechodzą szereg faz przejściowych.<sup>116</sup> Majątek obrotowy najogólniej można dzielić na majątek obrotowy, który:

- jest ujmowany w aktywach w bilansie,
- nie jest ujmowany w aktywach w bilansie.

Pierwsza kategoria majątku obrotowego znajduje się w aktywach bilansu, którego układ

<sup>113</sup> *Uniwersalny słownik języka polskiego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003, t. 2, s. 532.

<sup>114</sup> S.A. Ross, R.W. Westerfield, B.D. Jordan, *Finanse przedsiębiorstw*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1999, s. 37.

<sup>115</sup> *Podstawy nauki o przedsiębiorstwie*, pod red. J. Lichtarskiego, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2003, s. 155-169.

<sup>116</sup> W. Bień, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2002, s. 211.

określa ustawa o rachunkowości. W ustawie z 29 września 1994 r. o rachunkowości pojęcie majątku obrotowego obejmowało:

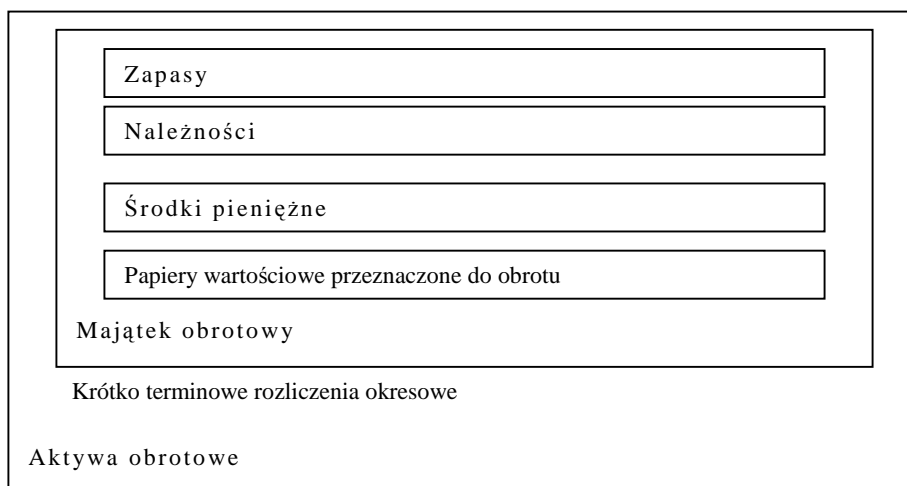
- Poz. B.I. Zapasy.
- Poz. B.II. Należności i roszczenia.
- Poz. B.III. Papiery wartościowe przeznaczone do obrotu.
- Poz. B.IV. Środki pieniężne.

Po wejściu w życie znowelizowanej ustawy z 09 listopada 2000 r. pojęcie majątku obrotowego zostało zastąpione szerszym pojęciem aktywów obrotowych. Do dotychczasowych składników majątku obrotowego dołączono krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe. W związku z tym z nowego układu bilansu do majątku obrotowego zalicza się następujące składniki aktywów obrotowych:

- Poz. B.I. Zapasy.
- Poz. B.II. Należności krótkoterminowe.
- Poz. B.III. Inwestycje krótkoterminowe.

Do drugiej grupy majątku obrotowego należą te jego składniki, które nie zostały ujęte w aktywach bilansu.<sup>117</sup>

W rachunkowości według aktualnego prawa bilansowego pojęcie majątku obrotowego zostało zastąpione aktywami obrotowymi. Jednakże rozumienie aktywów obrotowych jest szersze niż dotychczasowe ujęcie majątku obrotowego. Jak pokazano na rysunku 2.1.1, aktywa obrotowe obejmują dotychczasowe składniki majątku obrotowego jak i krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe.



**Rysunek 2.1.1. Relacje między majątkiem obrotowym a aktywami obrotowymi.** Źródło: opracowanie własne

<sup>117</sup> Można tu np. zaliczyć należności, na które zostały utworzone rezerwy zaliczone w ciężar pozostałych kosztów operacyjnych, czyli takie składniki majątku obrotowego, które nie zostały ujęte w aktywach bilansu, a jednocześnie o odpowiadającą im wielkość zostały pomniejszone pasywa za pośrednictwem wyniku finansowego.

W rachunkowości przez wiele lat funkcjonowało pojęcie majątku obrotowego. Przed Ustawą o rachunkowości z 1994 r. do majątku obrotowego zaliczano zapasy, należności, środki pieniężne, papiery wartościowe oraz rozliczenia międzyokresowe. Ustawa z 1994 r. zawęziła pojęcie majątku obrotowego do zapasów, należności, środków pieniężnych i papierów wartościowych, tworząc niezależną pozycję z rozliczeń międzyokresowych. Według nowej ustawy o rachunkowości pojęcie majątku obrotowego zostało zmienione na pojęcie aktywów obrotowych, przy czym rozszerzono je o tę część rozliczeń międzyokresowych, która ma charakter krótkoterminowy.

Dylemat, który się pojawia w kontekście niniejszej pracy, jest następujący: jakim zbiorczym pojęciem należy się posłużyć do określenia obszaru, które obejmowało takie składniki aktywów, jak zapasy, należności oraz środki pieniężne i ich ekwiwalenty. Nasuwają się dwa rozwiązania:

- posłużyć się pojęciem: *majątek obrotowy*,
- posłużyć się pojęciem: *aktywa obrotowe*.

Najpierw należy się zastanowić, czy nie należy rozszerzyć obszaru zainteresowań o krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe. Rozszerzenie zakresu zainteresowań o krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe wydaje się niecelowe w kontekście koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa - *VBM*. Wynika to dwóch przyczyn. Po pierwsze z faktu, iż rozliczenia międzyokresowe są zabiegiem księgowym, który ma zapewnić współmierność przychodów i związanych z nimi kosztów.<sup>118</sup> Po drugie, jedna z naczelných zasad rachunkowości: zasada współmierności kosztów i przychodów w niektórych metodach pomiaru kreacji wartości przedsiębiorstwa (np. opartych na przepływach pieniężnych) wykorzystywanych w koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa nie jest respektowana. Oznacza to, że z punktu widzenia tych metod pozycja „Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe” w aktywach nie miałyby racji bytu.

Za pojęciem *majątku obrotowego* (pierwsze rozwiązanie) przemawiają następujące argumenty:

- pojęcie to utrwaliło się w świadomości wielu osób, zarówno teoretyków jak i praktyków,
- praca będzie wykorzystywała dane z bilansów przedsiębiorstw od 1991 r. do 2003 r., w których w dłuższym okresie posługiwano się tym właśnie określeniem,

---

<sup>118</sup> Na pozycję „Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe” składają się m.in. opłacone z góry na przyszły rok obrotowy czynsze, ubezpieczenia, prenumeraty, przygotowania nowej, jeszcze niepodjętej produkcji .

- obejmuje dokładnie zakres tych pojęć, których dotyczy praca.

Przeciw pierwszemu rozwiązaniu przemawia to, że:

- pojęcie to przestało być aktualne w rachunkowości.

Za pojęciem *aktywa obrotowe* (drugie rozwiązanie) przemawia następujący argument:

- pojęcie to jest aktualnie używane w bilansie.

Przeciw drugiemu rozwiązaniu przemawia to, że:

- obejmuje szerszy zakres pojęć niż ten, których dotyczy praca.

Zdaniem autora, z przytoczonych argumentów wynika, że w niniejszej pracy właściwe jest używanie pojęcia *majątek obrotowy*. Przemawia za tym przede wszystkim fakt, iż obejmuje ono dokładnie ten zakres pojęć, którego dotyczy praca (zapasy, należności, środki pieniężne i ich ekwiwalenty).

Przedmiotem zainteresowania w pracy jest zarządzanie majątkiem obrotowym, rozumiane jako spójne działanie w ramach zarządzania zapasów, należności oraz środków pieniężnych i ich ekwiwalentów, którego efektem jest zwiększanie wartości dla właścicieli przedsiębiorstwa.

W literaturze przedmiotu szeroko prezentowana jest kwestia zarządzania majątkiem obrotowym.<sup>119</sup> Zamiennie z pojęciem majątku obrotowego używa się również określeń: *kapitał pracujący* (*working capital*) i *kapitał obrotowy*. Kapitał pracujący jest raczej jednoznacznie rozumiany jako suma takich aktywów krótkoterminowych, jak środki pieniężne, należności, zapasy. Pojęcie kapitału obrotowego nie jest jednoznacznie rozumiane. W definicji Brigham i Gapenskiego kapitał obrotowy, zwany czasami kapitałem obrotowym brutto, oznacza aktywa bieżące.<sup>120</sup> Tego samego zdania jest Leahigh, dla którego kapitał obrotowy stanowi łączną sumę środków obrotowych będących w posiadaniu przedsiębiorstwa.<sup>121</sup> Inną opinię prezentuje Fedorowicz, dla którego kapitał obrotowy oznacza źródła finansowania majątku obrotowego przedsiębiorstwa.<sup>122</sup> Czekał i Dresler podobnie definiują kapitał obrotowy brutto: jako ogół źródeł finansowania majątku obrotowego.<sup>123</sup> Z kolei dla Rossa, Westerfielda i Jordana pojęcie kapitału obrotowego obejmuje krótkoterminowe aktywa i zobowiązania firmy.<sup>124</sup> Zbliżoną definicję podają Bradley i Myers, dla których kapitał obrotowy to suma majątku obrotowego i zobowiązań

<sup>119</sup> Zob. Z. Fedorowicz, *Finanse przedsiębiorstwa*, Poltext, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2000, s. 149.

<sup>120</sup> E.F. Brigham, L.C. Gapenski, *Zarządzanie finansami*, PWE Warszawa 2000, t. 2, s. 114

<sup>121</sup> D.J. Leahigh, *Zarządzanie finansami*, PWE Warszawa 1999, s. 109.

<sup>122</sup> Z. Fedorowicz, *Finanse ...* wyd. cyt., s. 149.

<sup>123</sup> J. Czekał, Z. Dresler, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw Podstawy teorii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999, s. 118

<sup>124</sup> S.A. Ross, R.W. Westerfield, B.D. Jordan, *Finanse ...* wyd. cyt., s. 21

bieżących.<sup>125</sup> Jeszcze inaczej widzą to pojęcie Shim i Siegel, którzy utożsamiają pojęcie kapitału obrotowego z kapitałem obrotowym netto.<sup>126</sup>

Z powyższych rozważań wynika, że istnieje wiele podejść do pojęcia kapitału obrotowego. Zdaniem autora, w rozstrzygnięciu, jak należy definiować pojęcie kapitału obrotowego, może pomóc definicja kapitału, który w polskim języku oznacza źródła finansowania. W związku z tym logiczne wydają się definicje Czekaja, Dreslera i Fedorowicza. Definicje Rossa, Westerfielda i Jordana oraz Breadleya i Myersa, rozszerzające pojęcie kapitału obrotowego na majątek obrotowy, należy być może rozumieć z punktu widzenia problemów, jakie można napotkać w procesie zarządzania tym obszarem. Wydaje się oczywiste, że zarządzanie źródłami finansowania majątku obrotowego nie jest możliwe w oderwaniu od składników majątku obrotowego. Tak samo trudno wyobrazić sobie zarządzanie majątkiem obrotowym, jak również innymi aktywami, i podejmowanie racjonalnych decyzji w oderwaniu od źródeł finansowania aktywów. W związku z tym zarządzanie majątkiem obrotowym będzie obejmować nie tylko aktywa, ale również źródła ich finansowania. Wynika stąd, że z racji wspólnego obszaru pojęcia: zarządzania majątkiem obrotowym i zarządzania kapitałem obrotowym można traktować wymiennie. Jednakże zdaniem autora niniejszej pracy, różnica tkwi w rozłożeniu akcentów. Autor przyjął definicję zarządzania majątkiem obrotowym, według której jego wielkość i struktura winny być budowany zgodnie z potrzebami przedsiębiorstwa z uwzględnieniem kosztu źródeł finansowania. Jednocześnie autor zdaje sobie sprawę, że trudno znaleźć jednoznaczny, nie kontrowersyjny termin obejmujący omawianą problematykę.

### 2.1.2. Charakterystyka majątku obrotowego polskich przedsiębiorstw

W polskich przedsiębiorstwach największy udział w aktywach ma majątek trwały (62%), ale majątek obrotowy, który stanowi 36%, ma jednak większą dynamikę wzrostu (tabela 2.1.1).<sup>127</sup>

---

<sup>125</sup> R.A. Brealey, S.C. Myers, *Podstawy finansów przedsiębiorstw*, t. 2, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999, s. 1409.

<sup>126</sup> J.K. Shim, J.G. Siegel, *Dyrektor finansowy*, Dom wydawniczy ABC, Kraków 2001, s. 229.

<sup>127</sup> Dane GUS - badania za okres 1999-2000 opracowane na podstawie 46 332 bilansów finansowych i rachunków zysków i strat, które wpłynęły do urzędów statystycznych. Jednostki sektora prywatnego stanowiły 90,4% zbiorowości i udział ten zwiększył się o 0,2 pkt. w stosunku do 1999 roku. Badaniem objęto prowadzące działalność gospodarczą osoby prawne, jednostki organizacyjne nie mające osobowości prawnej oraz osoby fizyczne zobowiązane do prowadzenia ksiąg rachunkowych, o liczbie pracujących 10 i więcej osób, z wyłączeniem banków, biur (domów) maklerskich, przedsiębiorstw ubezpieczeniowych, szkół wyższych, indywidualnych gospodarstw rolnych oraz podmiotów niekomercyjnych.

Tabela 2.1.1. Struktura aktywów przedsiębiorstw w Polsce

|                            | Struktura |      |      |      |      |      |
|----------------------------|-----------|------|------|------|------|------|
|                            | 1998      | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 |
| Majątek trwały             | 64%       | 63%  | 62%  | 63%  | 64%  | 64%  |
| Majątek obrotowy           | 34%       | 36%  | 36%  | 35%  | 35%  | 36%  |
| Rozliczenia międzyokresowe | 2%        | 1%   | 2%   | 2%   | 1%   | 1%   |

*Źródło: opracowanie własne na podstawie: Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych, roczniki 1999-2004, GUS, Warszawa.*

Jeżeli przyjrzymy się z osobna przedsiębiorstwom prywatnym i publicznym (tabela 2.1.2), to okaże się, że w sektorze przedsiębiorstw prywatnych relacja między majątkiem trwałym i obrotowym jest bardziej wyrównana niż w sektorze przedsiębiorstw publicznych.<sup>128</sup> Z tabeli 2.1.2 wynika, że w przedsiębiorstwach prywatnych udział majątku obrotowego w strukturze aktywów wynosi 41%, podczas gdy w przedsiębiorstwach publicznych kształtuje się na poziomie 26%. Z czego może wynikać ta dysproporcja? Powodów może być kilka:

- z obserwacji autora wynika, że większość nowo zakładanych przedsiębiorstw prywatnych to przedsiębiorstwa handlowe lub usługowe,<sup>129</sup>
- w przedsiębiorstwach prywatnych optymalizuje się wielkość majątku trwałego do poziomu niezbędnego z punktu widzenia prowadzonej działalności operacyjnej, natomiast wciąż wiele przedsiębiorstw publicznych jest obciążonych majątkiem, który nie jest konieczny dla działalności operacyjnej, a jego wielkość jest wynikiem zaszłości historycznych.<sup>130</sup>
- z obserwacji autora wynika, że przedsiębiorstwa prywatne chętniej niż przedsiębiorstwa publiczne korzystają z leasingu aktywów, które w większości nie są uwidaczniane w bilansie.

Prawdopodobnie gdyby spośród przedsiębiorstw prywatnych wyłączyć były przedsiębiorstwa państwowe udział majątku obrotowego w strukturze aktywów jeszcze znacząco wzrósłby.<sup>131</sup>

W strukturze majątku obrotowego przedsiębiorstw prywatnych jak ilustruje to wykres 2.1.1, największy udział w majątku należą do należności, następnie zapasy i środki pieniężne i ich

<sup>128</sup> Sektor przedsiębiorstw publicznych obejmuje przedsiębiorstwa, gdzie większościowym właścicielem jest Skarb Państwa lub samorządy terytorialne.

<sup>129</sup> W zasadzie przedsiębiorstwa handlowe czy też usługowe dysponują mniejszym majątkiem trwałym niż przedsiębiorstwa produkcyjne, w związku z tym większy jest udział majątku obrotowego w ich aktywach.

<sup>130</sup> Chodzi tu o te składniki majątku trwałego, które są związane np. z działalnością socjalną (mieszkania zakładowe, domy wczasowe, przychodnie zakładowe itp.) oraz te rodzaje działalności pomocniczej w stosunku do działalności operacyjnej, które nie mają ekonomicznego uzasadnienia z racji np. skali działalności

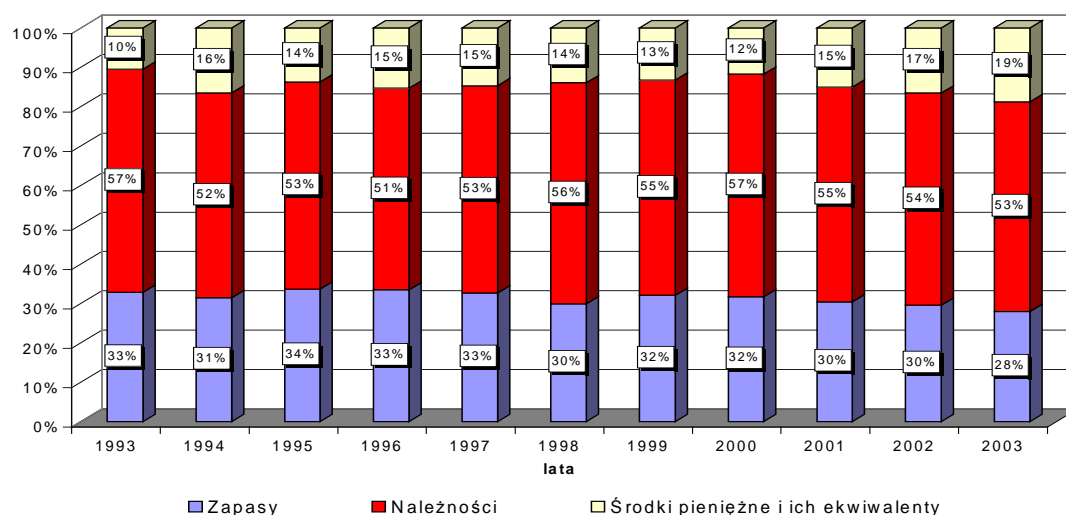
<sup>131</sup> Były przedsiębiorstwa państwowe, które zostały sprywatyzowane, to przedsiębiorstwa produkcyjne z dużym majątkiem trwałym.

ekwiwalenty<sup>132</sup>. Spośród składników majątku obrotowego na przestrzeni lat 1993-2003 największą dynamikę wzrostu, jak ilustruje to wykres 2.1.2, wykazują środki pieniężne i ich ekwiwalenty następne są należności, a najwolniej rosły zapasy. W efekcie udział środków pieniężnych i ich ekwiwalentów w majątku obrotowym wzrósł z 10 do 19%, podczas gdy udział należności spadł z 57 do 53%, a zapasów z 33 do 28%.

**Tabela 2.1.2. Struktura aktywów przedsiębiorstw prywatnych i publicznych w Polsce**

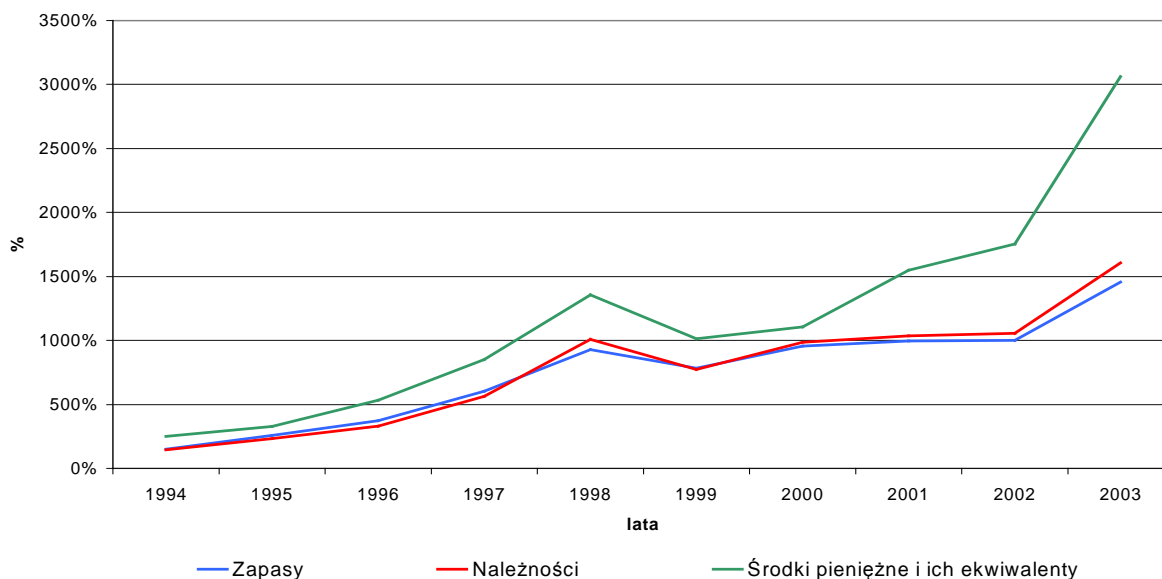
|                  | Struktura |           |          |           |          |           |          |           |
|------------------|-----------|-----------|----------|-----------|----------|-----------|----------|-----------|
|                  | 1999      |           | 2000     |           | 2002     |           | 2003     |           |
|                  | prywatne  | publiczne | prywatne | publiczne | prywatne | publiczne | prywatne | publiczne |
| Majątek trwały   | 57%       | 72%       | 57%      | 71%       | 61%      | 69%       | 59%      | 75%       |
| Majątek obrotowy | 41%       | 26%       | 41%      | 26%       | 37%      | 30%       | 40%      | 25%       |

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Bilansowe wyniki ...* wyd. cyt.



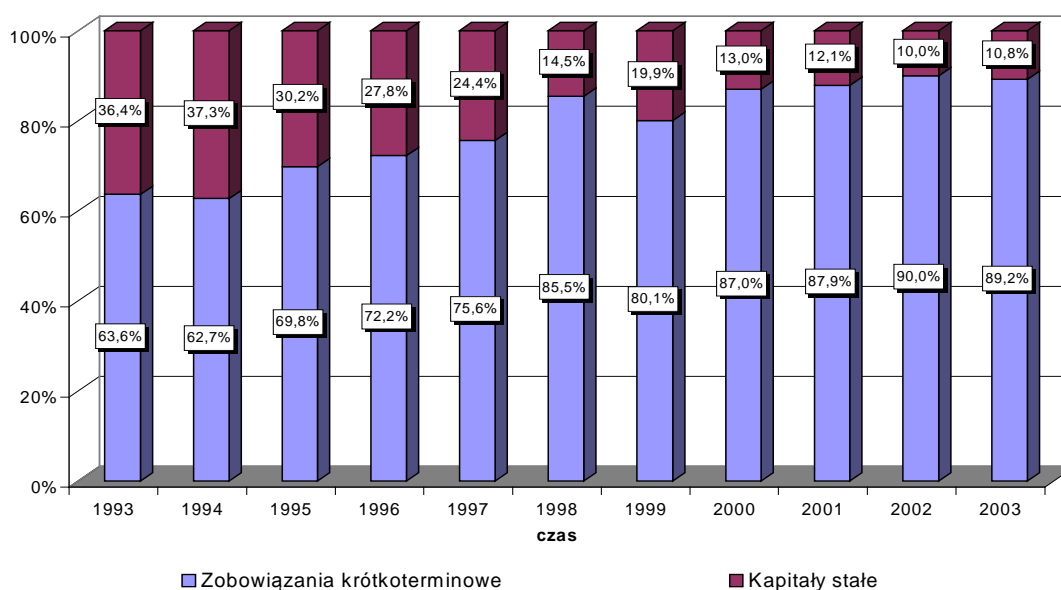
**Wykres 2.1.1. Struktura majątku obrotowego przedsiębiorstw prywatnych w Polsce.** Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Bilansowe wyniki ...* wyd. cyt.

<sup>132</sup> Termin: środki pieniężne i ich ekwiwalenty, używany w pracy odpowiada, według Ustawy o rachunkowości z 1994 r., sumie środków pieniężnych i papierów wartościowych przeznaczonych do obrotu, a według Ustawy z 2000 r. inwestycjom krótkoterminowym.



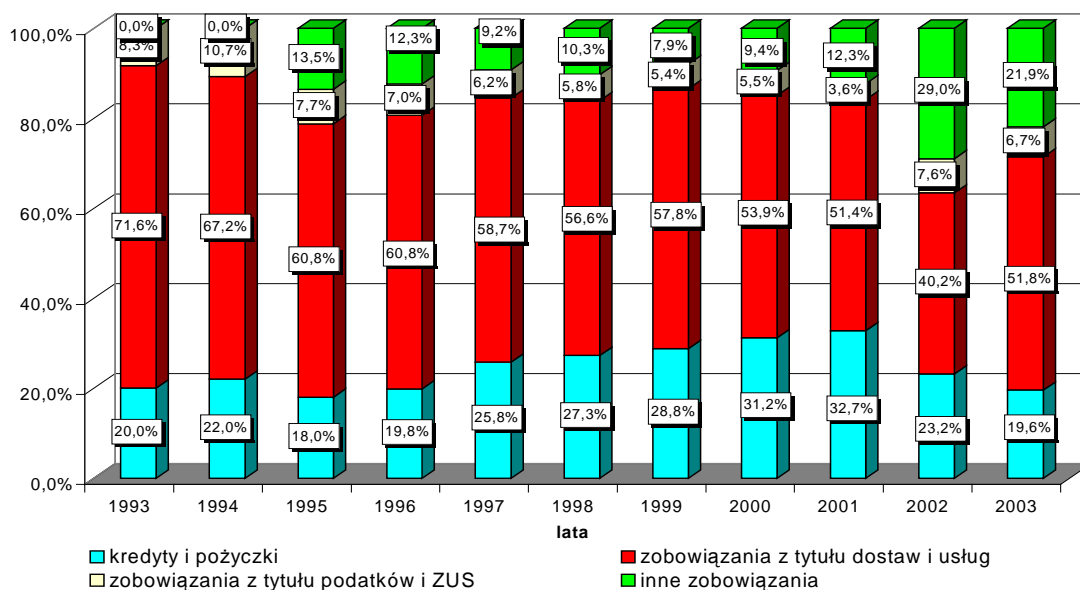
Wykres 2.1.2. Dynamika składników majątku obrotowego przedsiębiorstw prywatnych w Polsce rok 1993 = 100%. Źródło: opracowanie własne na podstawie: Bilansowe wyniki ... wyd. cyt.

Na przestrzeni lat 1993-2003 w przedsiębiorstwach prywatnych nastąpiły istotne zmiany w źródłach finansowania majątku obrotowego. W roku 1993 majątek obrotowy był finansowany 63,6% z zobowiązań krótkoterminowych, a w 36,4% z kapitału stałego (wykres 2.1.3). Do roku 2003 udział kapitałów stałych w finansowaniu majątku obrotowego zmalał do 10,8%, a zobowiązań krótkoterminowych wzrósł do 89,2%. Spośród zobowiązań krótkoterminowych w finansowaniu majątku obrotowego dominują (wykres 2.1.4) zobowiązania z tytułu dostaw i usług (51,8%), dalej są inne zobowiązania (21,9%), kredyty i pożyczki (19,6%) oraz zobowiązania z tytułu podatków i ubezpieczeń społecznych (6,7%).



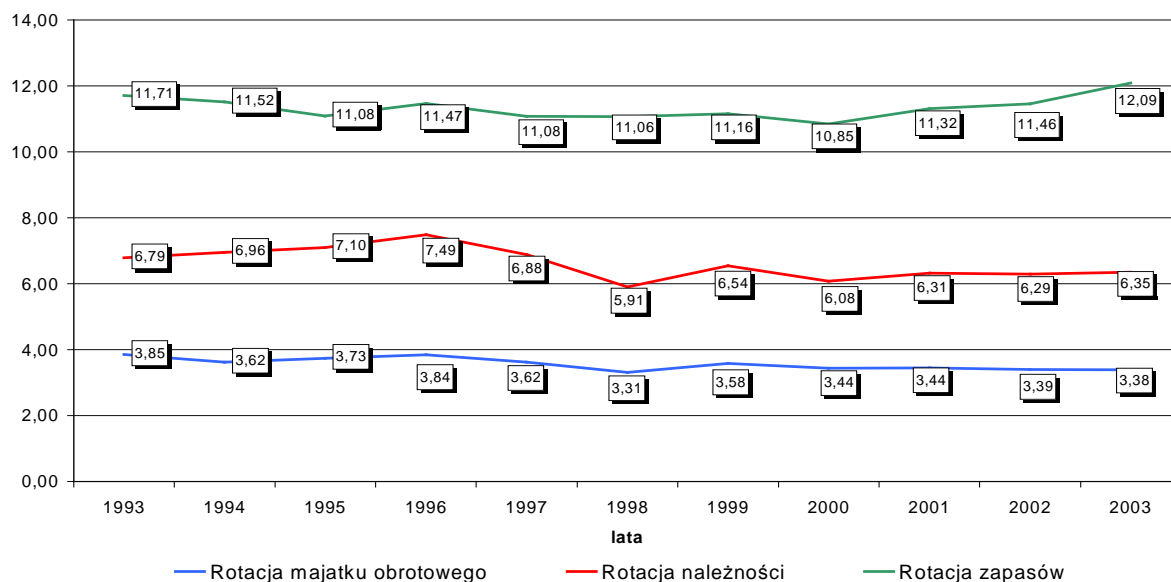
Wykres 2.1.3. Struktura źródeł finansowania majątku obrotowego w przedsiębiorstwach prywatnych w Polsce. Źródło: opracowanie własne na podstawie: Bilansowe wyniki ... wyd. cyt)





**Wykres 2.1.4. Struktura zobowiązań krótkoterminowych finansujących majątek obrotowy przedsiębiorstwach prywatnych w Polsce.** Źródło: opracowanie własne na podstawie: Bilansowe wyniki ... wyd. cyt.

Wykres 2.1.5 pokazuje, że efektywność zarządzania majątkiem obrotowym w przedsiębiorstwach prywatnych na przestrzeni lat 1993-2003, mierzona wskaźnikami rotacji nieznacznie się pogorszyła. Porównanie roku 2003 z 1993 r., wskazuje, że zmniejszyła się rotacja należności o 7%, a rotacja majątku obrotowego o 12%, poprawiła się natomiast rotacja zapasów – wzrosła o 3%.



**Wykres 2.1.5. Wskaźniki rotacji majątku obrotowego, należności i zapasów w przedsiębiorstwach prywatnych w Polsce.** Źródło: opracowanie własne na podstawie: Bilansowe wyniki ... wyd. cyt.

Na podstawie danych statystycznych za lata 1993-2003, dotyczących przedsiębiorstw prywatnych, można zaobserwować następujące zjawiska<sup>133</sup>:

- wzrost udziału majątku obrotowego w sumie bilansowej (a w ramach majątku obrotowego najszybciej rosną środki pieniężne i ich ekwiwalenty, najwolniej zaś zapasy),
- wzrost udziału zobowiązań krótkoterminowych w strukturze źródeł finansowania majątku obrotowego – co może powodować obniżenie bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstw z punktu widzenia wskaźników płynności.

Prawdopodobnie te tendencje można zaobserwować już w latach wcześniejszych, co pośrednio potwierdzają badania struktury majątku obrotowego, dotyczące lat 1991-1994 w branżach notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Badania te wykazały, że nastąpiło zmniejszenie udziału zapasu surowców i materiałów w majątku obrotowym ogółem na rzecz wzrostu udziału w tym majątku środków obrotowych płynnych, czyli należności i gotówki<sup>134</sup>.

Jak pokazują powyższe dane, udział majątku obrotowego w strukturze aktywów przedsiębiorstw prywatnych jest znaczący i w ostatnich latach stale rośnie. Może to mieć negatywny wpływ na wartość przedsiębiorstwa, gdyż wywołuje dodatkowe zapotrzebowanie na kapitał.

### 2.1.3. Cykl operacyjny przedsiębiorstwa

Ciągła periodyczna wymiana zapasów, należności oraz środków pieniężnych i ich ekwiwalentów jest skutkiem prowadzenia codziennej działalności operacyjnej przedsiębiorstwa. Zmiany w składnikach majątku obrotowego odzwierciedlają cykl operacyjny w przedsiębiorstwie. Cykl ten to czas, jaki upływa od momentu nabycia materiałów do momentu realizacji wpływów gotówkowych.<sup>135</sup> Na cykl ten składa się sekwencja zdarzeń i decyzji, takich jak:

- zakup materiałów,
- zapłata za materiały,
- wytwarzanie produktu,

---

<sup>133</sup> Opracowanie własne na podstawie: *Bilansowe wyniki ...* wyd. cyt..

<sup>134</sup> M. Sierpińska, *Poziom kapitału obrotowego w branżach notowanych na GPW w Warszawie*, „Wiadomości Gospodarcze Penetrator” nr 6/1995.

<sup>135</sup> S.A. Ross, R.W. Westerfield, B.D. Jordan, *Finanse ...* wyd. cyt., s. 611.

- magazynowanie wyrobów gotowych,
- sprzedaż wyrobów gotowych,
- otrzymanie zapłaty za należności.

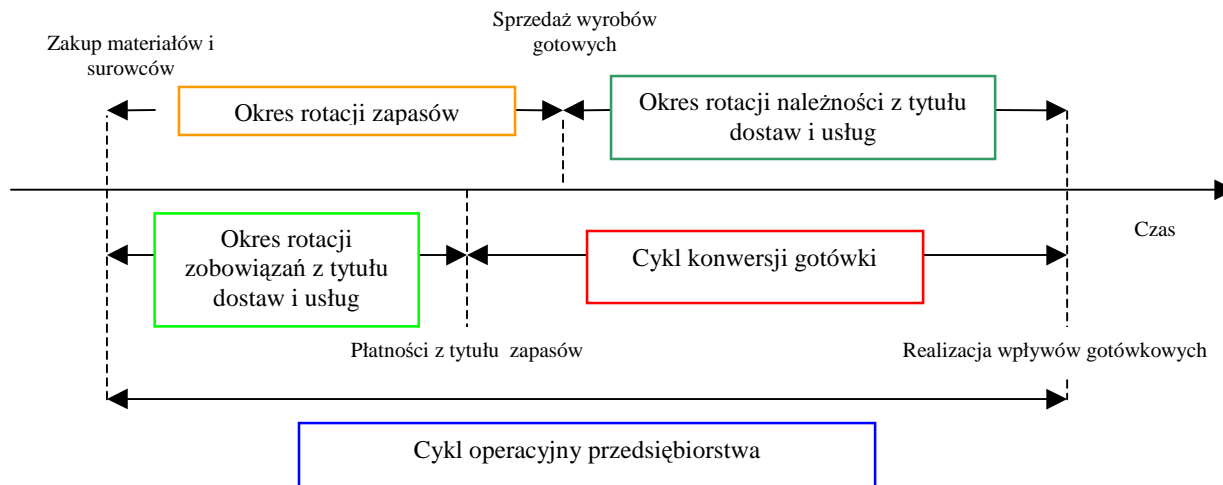
Uproszczoną ilustrację cyklu operacyjnego oraz zdarzeń z nim związanych prezentuje rysunek 2.1.3. Z pojęciem cyklu operacyjnego związany jest cykl konwersji gotówki, czyli czas, jaki upływa od momentu nabycia zapasów do momentu płatności za nie.<sup>136</sup> Oba cykle zaprezentowano na rysunek 2.12. Z rysunku tego wynika, że cykl operacyjny przedsiębiorstwa równy jest sumie okresu rotacji zapasów oraz okresu rotacji należności z tytułu dostaw i usług (wzór 2.1.1) lub sumie okresu rotacji zobowiązań z tytułu dostaw i usług oraz cyklu konwersji gotówki (wzór 2.1.2).

$$C_O = R_Z + R_N \quad (2.1.1)$$

gdzie:  $C_O$  – cykl operacyjny,  
 $R_Z$  – okres rotacji zapasów,  
 $R_N$  – okres rotacji należności,

$$C_O = R_{ZB} + C_G \quad (2.1.2)$$

gdzie:  $R_{ZB}$  – okres rotacji zobowiązań z tytułu dostaw i usług,  
 $C_G$  – cykl konwersji gotówki.

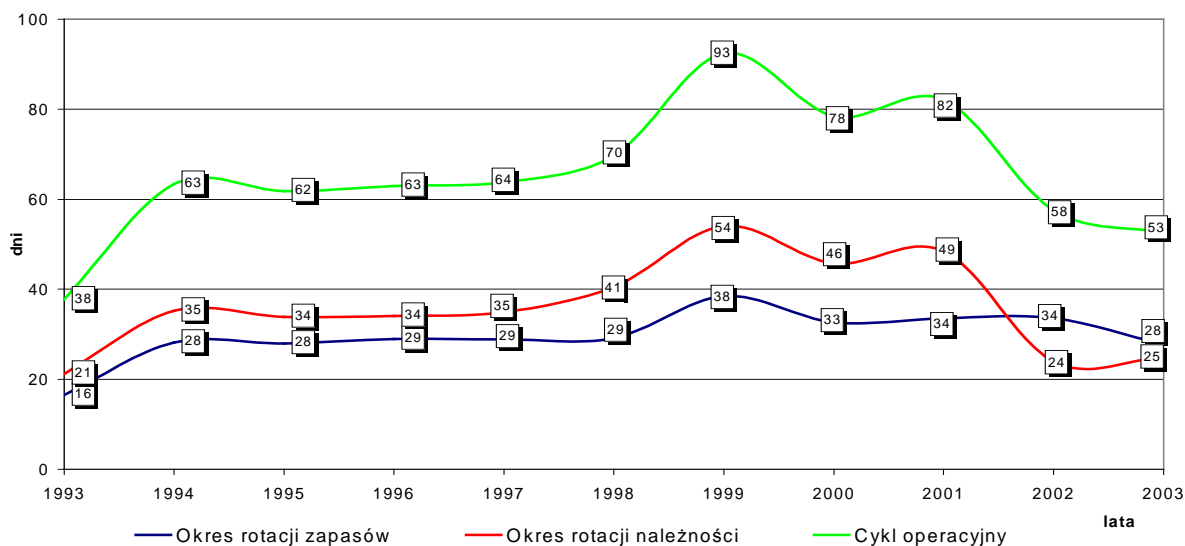


**Rysunek 2.1.2. Cykl operacyjny przedsiębiorstwa i cykl konwersji gotówki.** Źródło: S.A. Ross, R.W. Westerfield, B.D. Jordan, *Finanse ...* wyd. cyt., s. 612

Z danych statystycznych zaprezentowanych na wykresie 2.1.6 wynika, że cykl operacyjny w latach 1993-2003 wydłużył się z 38 do 53 dni, przy czym w okresie od 1993 r. do 1999 r. przeważała negatywna wzrostowa tendencja (wzrost do 93 dni w 1999 r.), a od 2000 r. można zaobserwować skracanie cyklu operacyjnego. Wykres również pokazuje iż w latach

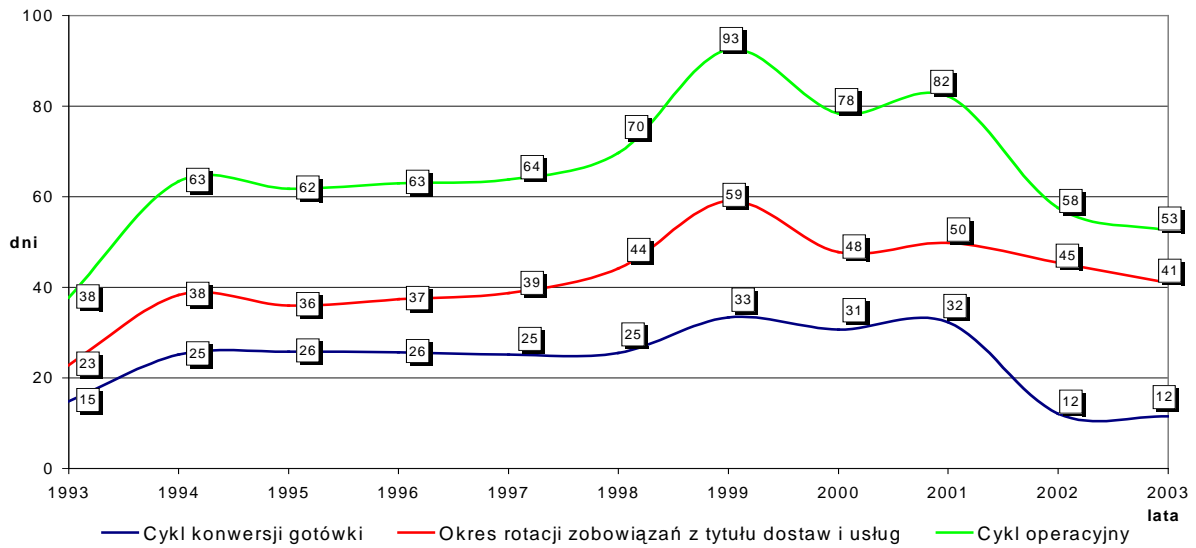
<sup>136</sup> Tamże, s. 612.

1993-2003 wydłużył się zarówno czas rotacji zapasów (z 16 do 28 dni), jak i okres rotacji należności (21 do 25 dni).



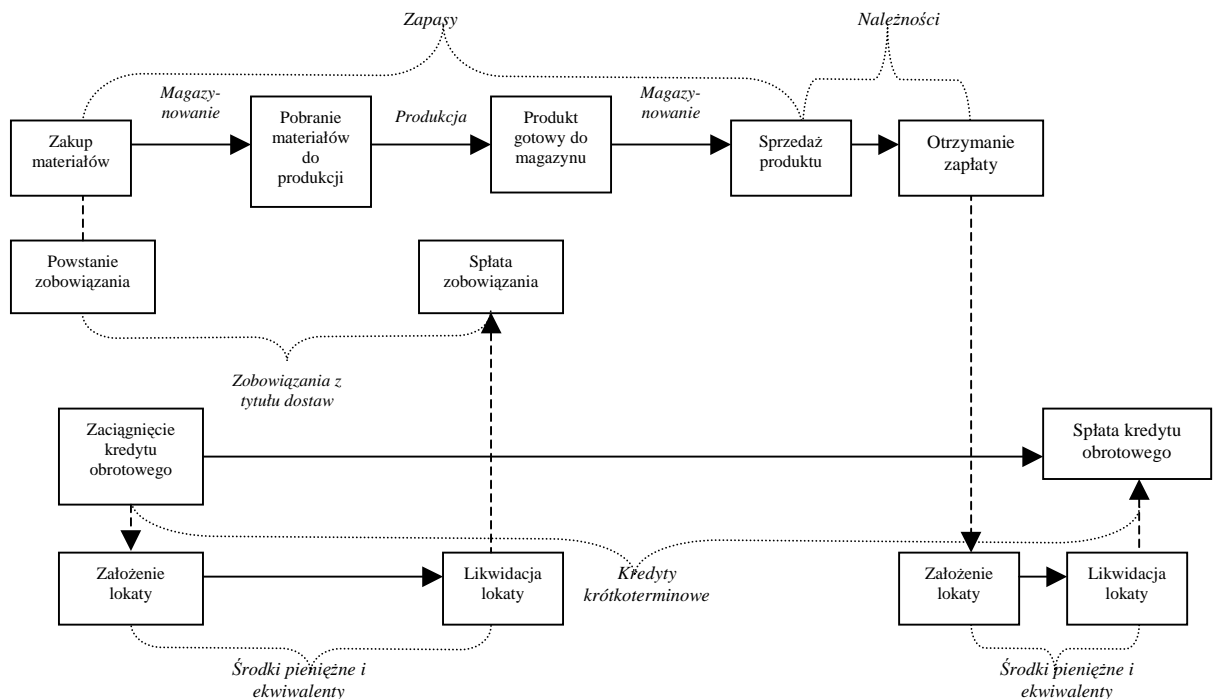
**Wykres 2.1.6. Cykl operacyjny oraz jego składniki okres rotacji należności i okres rotacji zapasów w przedsiębiorstwach prywatnych w Polsce.** Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS

Kolejny wykres 2.1.7 ilustruje, jak zmieniały się źródła finansowania cyklu operacyjnego oraz ile dni przeciętnie musiały czekać przedsiębiorstwa na środki pieniężne. Z wykresu wynika, że w miarę jak wydłużał się cykl operacyjny w latach 1993-1999, przedsiębiorstwa wolniej płaciły za zobowiązania z tytułu dostaw i usług. Od roku 2000 kiedy to cykl operacyjny zaczął się skracać na skutek poprawy rotacji należności, przedsiębiorstwa nieznacznie wcześniej zaczęły regulować zobowiązania z tytułu dostaw i usług. W efekcie cykl środków pieniężnych (konwersji gotówki) skrócił się blisko trzykrotnie: z 32 dni w 2001 r. do 12 dni w 2003 roku. Badając relacje między zobowiązaniami z tytułu dostaw i usług oraz cyklem operacyjnym, zauważa się, że w latach 1994-2001 cykl operacyjny był finansowany średnio w 60% przez zobowiązania z tytułu dostaw i usług (skrajne przedziały w tym okresie to 55% w 1997 r. i 64% w 1998 i 1999 r.). W roku 2002 nastąpiła istotna zmiana tych proporcji, bowiem aż 79% czasu cyklu operacyjnego jest finansowane zobowiązaniami z tytułu dostaw i usług. Nasuwa się przypuszczenie, że korzyści wynikające ze skrócenia okresu rotacji należności są odczuwane nie przez wszystkie przedsiębiorstwa. Prawdopodobnie koszty finansowania cyklu operacyjnego zostały w latach 2002-2003 przerzucone na te przedsiębiorstwa, które nie są objęte tą statystyką, czyli drobnych podwykonawców (zatrudniających do 10 pracowników). W tych przedsiębiorstwach musiał nastąpić znaczący przyrost czasu rotacji należności (przedsiębiorstwa te prowadzą najczęściej uproszczoną księgowość).



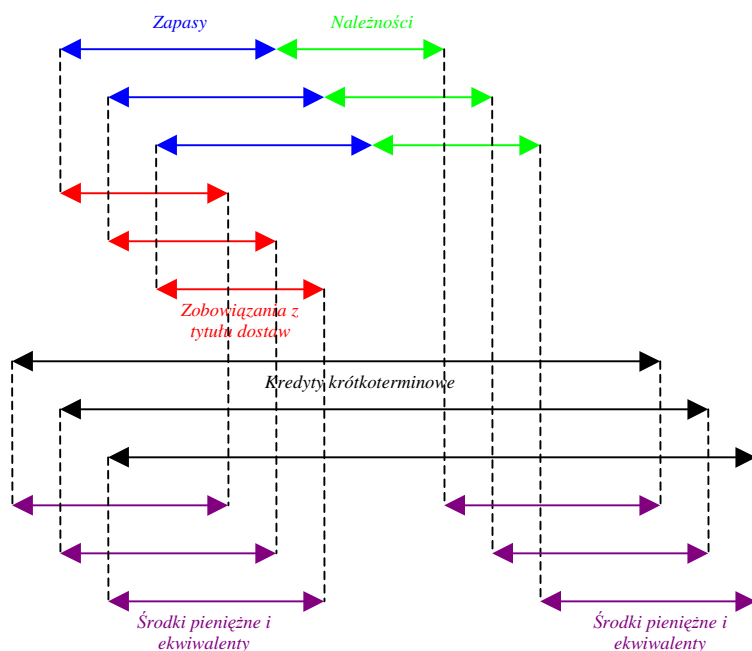
**Wykres 2.1.7.** Cykl operacyjny oraz jego składniki okres rotacji zobowiązań z tytułu dostaw i usług i cykl konwersji gotówki w przedsiębiorstwach prywatnych w Polsce. Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS

Cykl operacyjny (rysunek 2.1.3) w przedsiębiorstwie stale się powtarza. W efekcie cykle te często występują jednocześnie w różnych stadiach, a więc wzajemnie się na siebie nakładają. W związku z tym zarówno ogólna wielkość majątku obrotowego, jak i jego struktura ulegają ciągłym zmianom.<sup>137</sup> Proces nakładania się kolejnych cykli operacyjnych ilustruje rysunek 2.1.4.



**Rysunek 2.1.3.** Cykl operacyjny. Źródło: opracowanie własne

<sup>137</sup> W. Bień, *Zarządzanie finansami ...* wyd. cyt., s. 211.



Rysunek 2.1.4. Nakładanie się cykli obrotowych. Źródło: opracowanie własne

#### 2.1.4. Strategie zarządzania majątkiem obrotowym

Według Bienia zarządzanie majątkiem obrotowym obejmuje decyzje wpływające na jego ogólną wielkość i strukturę. Decyzje te powinny zmierzać do wyznaczenia wielkości poszczególnych elementów majątku obrotowego, niezbędnej do prowadzenia działalności przedsiębiorstwa przy racjonalnym ich wykorzystaniu, z uwzględnieniem różnego charakteru poszczególnych elementów składowych majątku obrotowego.<sup>138</sup> Podobnego zdania są Sierpińska i Nesterak, dla których zarządzanie majątkiem obrotowym ma służyć maksymalizacji sprzedaży oraz utrzymaniu płynności finansowej. W związku z tym decyzje podejmowane w tym obszarze powinny:

- zmierzać do optymalizacji wielkości i struktury majątku obrotowego z punktu widzenia minimalizacji kosztów jego utrzymania,
- prowadzić do kształtowania struktury źródeł finansowania tego majątku, sprzyjającej minimalizacji kosztów finansowych, a tym samym maksymalizacji zysku.<sup>139</sup>

Zdaniem autora pracy, tak operacyjnie ujęte cele zarządzania majątkiem obrotowym nie wyczerpują całego spektrum celów możliwych do przypisania temu obszarowi. Jednocześnie

<sup>138</sup> Tamże, s. 257.

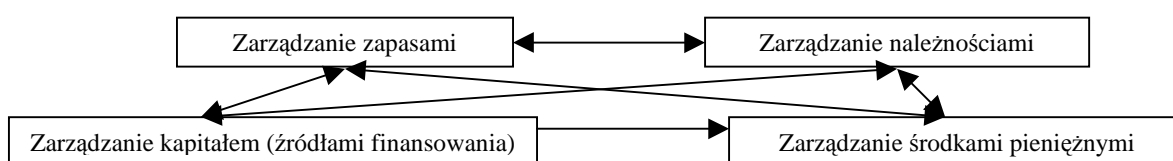
<sup>139</sup> M. Sierpińska, J. Nesterak, *Strategie finansowania majątku obrotowego przedsiębiorstw*, [w:] Materiały Konferencji Naukowej: *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, pod redakcją Jana Duraja, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 1996, s. 197.

cele te są ograniczone do kosztów, a przecież zarządzanie tym obszarem wpływa również na przychody. Dodatkowo pojęcia koszty utrzymania majątku, koszty finansowe i zysk mogą być różnie rozumiane. Aby ująć to zagadnienie ogólnie, uwzględniając jednocześnie wymagania koncepcji *VBM*, można sformułować cel zarządzania majątkiem obrotowym jako, takie kształtowanie wielkości i struktury majątku obrotowego, które zapewni maksymalizację wartości przedsiębiorstwa. Zarządzanie majątkiem obrotowym zawiera w sobie zarządzanie zapasami, należnościami, środkami pieniężnymi i źródłami ich finansowania. Zarządzanie majątkiem obrotowym ma charakter operacyjny i jeżeli przyjmiemy wcześniej sformułowany cel zarządzania majątkiem obrotowym, to celami szczegółowymi będą np.:

- zapewnienie ciągłości dostaw materiałów, produktów i/lub towarów,
- stymulowanie sprzedaży,
- zapewnienie płynności finansowej z uwzględnieniem kosztów źródeł finansowania.<sup>140</sup>

Zarządzanie zapasami, należnościami, środkami pieniężnymi i zobowiązaniami powinno być spójne, całościowe i współzależne (rysunek 2.1.5), w przeciwnym razie przedsiębiorstwu grozić może:

- niedobór jednych i nadmiar innych kategorii zapasów,
- zbyt niski poziom należności, ograniczający sprzedaż lub zbyt dużo należności przeterminowanych,
- utrata płynności lub nadpłynność finansowa,
- wyższe koszty utrzymania poszczególnych pozycji,
- wyższe koszty utraconych możliwości.



**Rysunek 2.1.5. Współzależność między składnikami majątku obrotowego a źródłami jego finansowania.**  
Źródło: opracowanie własne

Ważne z punktu widzenia zarządzania majątkiem obrotowym są spostrzeżenia Kima, według którego wielkość zapasów i należności rośnie, gdy stopa zysku możliwego do uzyskania ze zwykłej działalności operacyjnej przedsiębiorstwa przewyższa stopę zysku z instrumentów finansowych. Zdaniem autora, twierdzenie to jest prawdziwe w perspektywie długiej czasu. W krótkich odcinkach czasu mogą pojawiać się sytuacje akceptowane przez przedsiębiorstwo, kiedy to nastąpi wzrost zapasów i należności przy jednocześnie mniejszej stopie zysku niż

<sup>140</sup> Zasady zarządzania poszczególnymi składnikami majątku obrotowego będą zawarte w dalszej części pracy.

oferują to instrumenty finansowe. Badania Kima pokazują także, że im większe aktywa ma przedsiębiorstwo, tym mniejszy jest udział gotówki i jej ekwiwalentów, gdyż w razie niedostatku gotówki są stosunkowo łatwo i tanio ją sobie zapewnić.<sup>141</sup>

Zarządzanie majątkiem obrotowym może przebiegać według różnych typów strategii, różnie klasyfikowanych. Jedną z klasyfikacji prezentuje Wędzki. Zgodnie z przyjętą przez Wędzkiego nomenklaturą, strategię majątku obrotowego można podzielić na<sup>142</sup>:

- konserwatywne i
- agresywne.

Strategie te definiuje Wędzki w sposób następujący. Strategia konserwatywna wyrażana jest przez wielkość poszczególnych pozycji majątku obrotowego:

- Poziom zapasów jest wyższy niż średnia w branży. Wpływ tego obszaru na wartość przedsiębiorstwa nie jest jednoznaczny z jednej strony większe zapasy zwiększają satysfakcję klienta, co sprzyja wzrostowi wartości dla właścicieli, ale z drugiej strony koszty finansowania zwiększonych zapasów tę wartość zmniejszają.
- Poziom należności jest niższy niż średnia w branży, co wynika z rygorystycznego podejścia do klientów (preferowanie stałych klientów, oferowanie mniej korzystnych upustów niż średnia dla branży, szybko podejmuje się działania windykacyjne). W efekcie ściągальność należności będzie wysoka, ale klientów będzie mniej. Z założenia ma to powodować zmniejszenie wartości przedsiębiorstwa dla właścicieli.<sup>143</sup>
- Poziom środków pieniężnych i papierów wartościowych jest wyższy niż średnia w branży. W tym obszarze dominują środki pieniężne, skutkiem czego jest wysokie bezpieczeństwo w zakresie płynności finansowej. Obszar ten negatywnie wpływa na wartość dla właścicieli.

W opozycji do strategii konserwatywnej stoi strategia agresywna:

- Poziom zapasów jest niższy niż średnia w branży. Wpływ tego obszaru na wartość przedsiębiorstwa nie jest jednoznaczny z jednej strony mniejsze zapasy zmniejszają satysfakcję klienta, co nie sprzyja wzrostowi wartości dla właścicieli, ale z drugiej strony koszty finansowania zmniejszonych zapasów tę wartość zwiększają.

---

<sup>141</sup> Ch. Kim, D. Mauer, A. Sherman, *The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence*, "Journal of Financial and Quantitative Analysis", nr 3/1998, za: D. Wędzki, *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa – przepływy pieniężne a wartość dla właścicieli*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2002, s. 74

<sup>142</sup> Zob.: D. Wędzki, *Strategie ...*wyd. cyt., s. 126-137.

<sup>143</sup> Wędzki przyjął takie stwierdzenie, można jednak w nie wątpić, tym bardziej, że nie jest poparte stosownym uzasadnieniem.



- Poziom należności jest wyższy niż średnia w branży, co wynika z liberalnego podejścia do klientów (sprzedawanie produktów, towarów wszystkim klientom, przy czym stosuje się korzystniejsze upusty niż średnia dla branży, działania windykacyjne podejmowane są w ostateczności). W efekcie ściągalność należności będzie niska przy wysokiej sprzedaży. Ma to powodować zwiększenie wartości przedsiębiorstwa dla właścicieli.
- Poziom środków pieniężnych i papierów wartościowych jest niższy niż średnia w branży. W tym obszarze dominują papiery wartościowe, czego skutkiem ma być zmniejszenie płynnych aktywów, zwiększające wartość dla właścicieli przy jednoczesnym zmniejszeniu zdolności przedsiębiorstwa do płacenia wymagalnych zobowiązań.

Na podstawie tej klasyfikacji Wędzki wnioskuje, że przyjęcie strategii konserwatywnej oznacza tworzenie mniejszej wartości dla właścicieli niż w przypadku strategii agresywnej. Z drugiej strony płynność finansowa w strategii konserwatywnej jest wyższa niż w agresywnej.<sup>144</sup> Wnioski wysuwane przez Wędzkiego, dotyczące tworzenia wartości dla właścicieli, nie wydają się udowodnione. Realizacja którejś z tych dwóch skrajnych strategii oznaczałaby, że przedsiębiorstwo przyjmuje postawę dość „schizofreniczną”. Przyjęcie strategii agresywnej przedsiębiorstwa z jednej strony zachęca klientów do kupna (oferując korzystniejsze od średniej na rynku warunki płatności), a z drugiej strony ogranicza możliwość zaspokojenia potrzeb klienta (zmniejszając zapasy wyrobów gotowych). Odwrotna sytuacja jest w przypadku strategii konserwatywnej. Oba te przypadki oznaczają podejmowanie sprzecznych działań w dwóch obszarach zapasach i należnościach (zachęcanie i zniechęcanie klientów), co nie może przynieść spodziewanych rezultatów.

Wędzki proponuje również podzielić strategię finansowania majątku obrotowego na:

- konserwatywne i
- agresywne.

Konserwatywna strategia finansowania majątku obrotowego zakłada niższy od średniej branżowej poziom zobowiązań bieżących przy jednocześnie wyższym poziomie kapitałów stałych. Skutkiem realizowania tej strategii jest zmniejszenie wartości dla właścicieli przy założeniu, że zobowiązania bieżące są najtańszym źródłem finansowania aktywów. Pozytywnym efektem jest poprawienie płynności finansowej. W strategii agresywnej finansowania majątku obrotowego proporcje między zobowiązaniami bieżącymi a kapitałem

---

<sup>144</sup> D. Wędzki, *Strategie ...* wyd. cyt., s. 126-131.

stałym są odwrotne niż w strategii konserwatywnej.<sup>145</sup> Podobny podział proponuje Fedorowicz względem strategii finansowania wszystkich aktywów przedsiębiorstwa. Zróżnicowanie strategii polega na odmiennym finansowaniu stałej i zmiennej części majątku obrotowego.

W myśl tego podziału strategia agresywna polega na tym, że z zobowiązań krótkoterminowych finansowane są zarówno zmienne, jak i część stałego majątku obrotowego. W strategii konserwatywnej zobowiązania krótkoterminowe finansują jedynie część zmiennego majątku obrotowego, reszta finansowana jest z kapitałów stałych.<sup>146</sup>

Zbliżoną optykę przyjął Leahigh, który sferę zarządzania kapitałem obrotowym (rozumianym tu jako sumę środków obrotowych) dzieli na politykę:

- konserwatywną i
- agresywną.

Jednak zasadnicza różnica tkwi w tym, że polityka konserwatywna polega na utrzymywaniu wysokich wartości środków obrotowych i niskich kwot zobowiązań bieżących. Polityka agresywna polega na utrzymywaniu niskich wartości środków obrotowych i wysokich kwot zobowiązań bieżących.<sup>147</sup> W podobnym duchu macierz strategii inwestowania oraz finansowania aktywów bieżących wraz z konsekwencjami ich stosowania prezentują Hamrol i Szyszka (tabela 2.1.3.).<sup>148</sup>

Zdaniem autora, kwestie dotyczące strategii zarządzania majątkiem obrotowym wymagają uporządkowania. Po pierwsze, używana dość powszechnie w literaturze nomenklatura jest niefortunna. Pojęcia agresywny i konserwatywny nie są antonimami. Trafniejsze wydaje się użycie pojęć defensywny i ofensywny. Po drugie, proste zastąpienie jednej nomenklatury drugą jest niewystarczające. Niezbędne jest zdefiniowanie dwóch skrajnych typów strategii oraz formy pośredniej między nimi. W związku z tym można zaproponować klasyfikację wyróżniającą trzy podstawowe strategie zarządzania majątkiem obrotowym defensywną, ofensywną i umiarkowaną.

- 1) **Strategia defensywna** – udział majątku obrotowego w aktywach jest wyższy niż średnia w branży (tabele 2.1.4 - 2.1.5), co wynika z wysokiego udziału zapasów, należności oraz środków pieniężnych i ich ekwiwalentów w aktywach, jednocześnie

<sup>145</sup> Tamże, s. 132-136.

<sup>146</sup> Z. Fedorowicz, *Finanse ...* wyd. cyt., s. 163.

<sup>147</sup> D.J. Leahigh, *Zarządzanie finansami ...* wyd. cyt., s. 109.

<sup>148</sup> Zob. M. Hamrol, A. Szyszka, *Strategie zarządzania kapitałem obrotowym*, [w:] *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, pod redakcją J. Duraja, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 1999, s. 203.

towarzystwy temu niski wskaźnik rotacji majątku obrotowego (liczony w relacji do przychodów i/lub kosztów działalności operacyjnej).

**Tabela 2.1.3. Strategie inwestowania aktywów bieżących**

| Strategie inwestowania w aktywów bieżących                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |             |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------|
| Dynamiczna                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | Umiarkowana                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | Zachowawcza                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |             |
| Niski poziom aktywów bieżących, finansowanych zobowiązaniami krótkoterminowymi. Ryzyko utraty płynności finansowej oraz rytmiczności produkcji bardzo wysokie. Stopa zwrotu najwyższa ze względu na dużą obrotowość aktywów, jak i na niski koszt kapitału.                                                                                                                                                                                 | Umiarkowany poziom aktywów bieżących, finansowanych kapitałem krótkoterminowym. Ograniczone ryzyko produkcyjne. Wysokie ryzyko utraty płynności finansowej. Minimalny poziom kapitału pracującego. Stopa zwrotu więcej niż umiarkowana ze względu na wyższą obrotowość majątku oraz niski koszt kapitału, wynikający z użycia finansowania krótkoterminowego.                                                     | Wysoki poziom aktywów bieżących, finansowanych kapitałem krótkoterminowym. Ryzyko produkcyjne niewielkie. Ryzyko utraty płynności finansowej bardzo duże. Minimalny poziom kapitału pracującego. Duży udział finansowania krótkoterminowego wpływa na obniżanie kosztów kapitału. Na stopę zwrotu ciągle negatywnie rzutuje niska obrotowość aktywów.                                                                                    | Dynamiczna  |
| Niski poziom aktywów bieżących, częściowo finansowanych kapitałem stałym, a częściowo zobowiązaniami krótkoterminowymi. Znaczne niebezpieczeństwo utraty rytmiczności produkcji. Ograniczone ryzyko utraty płynności finansowej. Przeciętny poziom kapitału pracującego. Umiarkowany koszt kapitału oraz wysoka stopa zwrotu.                                                                                                               | Umiarkowany poziom aktywów bieżących, częściowo finansowanych kapitałem stałym, a częściowo zobowiązaniami krótkoterminowymi. Ograniczone ryzyko utraty rytmiczności produkcji oraz płynności finansowej. Umiarkowany poziom kapitału pracującego. Stopa zwrotu oraz koszt kapitału na poziomie przeciętnym.                                                                                                      | Wysoki poziom aktywów bieżących, częściowo finansowanych kapitałem stałym, a częściowo zobowiązaniami krótkoterminowymi. Ryzyko produkcyjne minimalne. Płynność finansowa niższa, choć nadal na bezpiecznym poziomie. Umiarkowany poziom kapitału pracującego. Użycie w pewnym zakresie finansowania krótkoterminowego wpływa na obniżanie kosztów kapitału, natomiast niewielka obrotowość aktywów nadal rzutuje na niską stopę zwrotu. | Umiarkowana |
| Niski poziom aktywów bieżących, przy jednoczesnym finansowaniu ich kapitałem długoterminowym. Znaczne niebezpieczeństwo utraty rytmiczności produkcji. Bardzo bezpieczna sytuacja w zakresie płynności finansowej. Znaczny stan kapitału pracującego. Nacisk na dużą obrotowość majątku ma się przyczynić do wysokiej stopy zwrotu, choć korzystanie niemal wyłącznie ze stałych źródeł finansowania może wpłynąć na wysoki koszt kapitału. | Umiarkowany poziom aktywów bieżących, finansowanych głównie ze źródeł długoterminowych. Konieczność większej troski o bezpieczeństwo rytmiczności produkcji. Ryzyko utraty płynności finansowej niewielkie. Wysoki poziom kapitału pracującego. Wyższa obrotowość aktywów wpływa korzystnie na stopę zwrotu, lecz duże zaangażowanie długoterminowych źródeł finansowania pociąga za sobą znaczny koszt kapitału. | Wysoki poziom aktywów bieżących, finansowanych kapitałem długoterminowym. Ryzyko utraty płynności finansowej oraz rytmiczności produkcji minimalne, znaczny poziom kapitału pracującego. Niska obrotowość aktywów w połączeniu z finansowaniem ich kapitałem stałym owocuje wysokim kosztem kapitału i niską stopą zwrotu.                                                                                                               | Zachowawcza |

*Źródło: M. Hamrol, A. Szyszka, Strategie ... wyd. cyt., s. 203.*

2) **Strategia ofensywna** – udział majątku obrotowego w aktywach jest niższy niż średnia w branży (tabele 2.1.4 - 2.1.5), co wynika z niskiego udziału zapasów, należności oraz środków pieniężnych i ich ekwiwalentów w aktywach, jednocześnie towarzyszy temu wysoki wskaźnik rotacji majątku obrotowego (liczony w relacji do przychodów i/lub kosztów działalności operacyjnej).

3) **Strategia umiarkowana** – ma charakter pośredni między defensywną i ofensywną.

Również w zakresie finansowania majątku obrotowego można wyróżnić trzy podstawowe strategie: defensywną, ofensywną i umiarkowaną.

1) **Strategia defensywna** – w strukturze finansowej wyraźnie większy udział niż średnia w branży mają kapitały stałe, a mniejszy oraz niższy niż średnia w branży mają zobowiązania krótkoterminowe (tabela 2.1.6).

2) **Strategia ofensywna** – w strukturze finansowej wyższy niż średnia w branży jest udział zobowiązań krótkoterminowych oraz niższy niż średnia w branży kapitałów stałych (tabela 2.1.6).

3) **Strategia umiarkowana** – ma charakter pośredni między defensywną i ofensywną.

Łącząc te dwie klasyfikacje, można otrzymać macierz zawierającą dziewięć kombinacji strategii zarządzania majątkiem obrotowym i źródłami jego finansowania (tabela 2.1.7). Realizacja każdej z tych kombinacji niesie odmienne skutki. Szczegóły tych strategii zaprezentowano w dalszych podrozdziałach.

**Tabela 2.1.4. Udział majątku obrotowego w aktywach w zależności od przyjętej strategii**

|                  | Udział majątku obrotowego w aktywach w zależności od przyjętej strategii |           |
|------------------|--------------------------------------------------------------------------|-----------|
|                  | Defensywna                                                               | Ofensywna |
| Majątek obrotowy | wysoki                                                                   | niski     |

*Źródło: opracowanie własne*

**Tabela 2.1.5. Udział składników majątku obrotowego w aktywach w zależności od przyjętej strategii**

| Struktura majątku obrotowego       | Udział w strukturze aktywów w zależności od przyjętej strategii |           |
|------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|-----------|
|                                    | Defensywna                                                      | Ofensywna |
| Zapasy                             | wysokie                                                         | niskie    |
| Należności                         | wysokie                                                         | niskie    |
| Środki pieniężne i ich ekwiwalenty | wysokie                                                         | niskie    |

*Źródło: opracowanie własne*

**Tabela 2.1.6. Źródła finansowania majątku obrotowego w zależności od przyjętej strategii**

| Źródła finansowania               | Strategie zarządzania źródłami finansowania majątku obrotowego |           |
|-----------------------------------|----------------------------------------------------------------|-----------|
|                                   | Defensywna                                                     | Ofensywna |
| Zobowiązania wobec dostawców      | niskie                                                         | wysokie   |
| Inne zobowiązania krótkoterminowe | niskie                                                         | wysokie   |
| Kapitały stałe                    | wysokie                                                        | niskie    |

Źródło: opracowanie własne

**Tabela 2.1.7. Kombinacje strategii zarządzania majątkiem obrotowym**

|                                            |             | Strategie zarządzania źródłami finansowania majątku obrotowego |             |           |
|--------------------------------------------|-------------|----------------------------------------------------------------|-------------|-----------|
|                                            |             | Defensywna                                                     | Umiarkowana | Ofensywna |
| Strategie zarządzania majątkiem obrotowego | Defensywna  | <b>DD</b>                                                      | <b>DU</b>   | <b>DO</b> |
|                                            | Umiarkowana | <b>UD</b>                                                      | <b>UU</b>   | <b>UO</b> |
|                                            | Ofensywna   | <b>OD</b>                                                      | <b>OU</b>   | <b>OO</b> |

Źródło: opracowanie własne

Konsekwencje realizacji dwóch skrajnych kombinacji strategii DD i OO zaprezentowano w tabeli 2.1.8. Jeśli porównać te strategie, okaże się, że w strategii DD zapotrzebowanie na kapitał oraz koszty finansowania majątku obrotowego są wyższe niż w strategii OO. W strategii DD istnieje większy rozdźwięk między przychodami ze sprzedaży a wpływami gotówkowymi z tego tytułu niż w strategii OO. Jednocześnie płynność finansowa jest wyższa, a ryzyko bankructwa niższe przy realizacji strategii DD niż OO, ale przy niższej wartości dla właścicieli przedsiębiorstwa. Zdaniem autora, z punktu widzenia kreowania wartości przedsiębiorstwa najkorzystniejsze będą kombinacje strategii OU, UO i OO, neutralne dla kreowania wartości będą strategie OD, UU i DO, natomiast najmniej korzystne dla budowania wartości przedsiębiorstwa będą kombinacje UD, DD i DU. Pierwsze trzy kombinacje oznaczają niskie i przeciętne stany zapasów, należności oraz środków pieniężnych i ich ekwiwalentów, a także wysoką rotację zapasów i należności. Jednocześnie w tych kombinacjach koszt finansowania majątku obrotowego jest niższy niż przeciętnie ze

względu na niższy lub przeciętny w branży udział kapitałów stałych w finansowaniu majątku obrotowego. Należy przy tym zaznaczyć, iż skrajnie ofensywne rozwiązania mogą prowadzić do utraty płynności i bankructwa, co skutkowałoby zniszczeniem znacznej części wartości przedsiębiorstwa.

**Tabela 2.1.8. Konsekwencje przyjętej kombinacji strategii zarządzania majątkiem obrotowym**

|                                                                                    | Strategie |                       |
|------------------------------------------------------------------------------------|-----------|-----------------------|
|                                                                                    | DD        | OO                    |
| Zapotrzebowanie na kapitał                                                         | wysokie   | niskie                |
| Koszty utrzymania zapasów                                                          | wysokie   | niskie                |
| Koszty tworzenia zapasów                                                           | wysokie   | niskie                |
| Prawdopodobieństwo zaspokojenia potrzeb klienta                                    | wysokie   | niskie                |
| Prawdopodobieństwo wstrzymania produkcji                                           | niskie    | wysokie               |
| Pozyskanie nowych klientów                                                         | sprzyja   | nie sprzyja           |
| Stymulowanie wzrostu sprzedaży                                                     | tak       | nie                   |
| Koszty analizy kontrahentów                                                        | niskie    | wysokie               |
| Koszty finansowania należności                                                     | wysokie   | niskie                |
| Koszty windykacji należności                                                       | wysokie   | niskie                |
| Powstawanie złych należności                                                       | sprzyja   | nie sprzyja           |
| Ujemna różnica między gotówkowymi wpływami ze sprzedaży a przychodami ze sprzedaży | wysoka    | niska                 |
| Wartość rezerw tworzonych na należności                                            | wysoka    | niska                 |
| Potencjalny dochód                                                                 | wysoki    | niski                 |
| Ryzyko operacyjne                                                                  | wysokie   | niskie                |
| Koszty finansowania                                                                | wysokie   | niskie                |
| Ryzyko utraty płynności                                                            | niskie    | wysokie               |
| Płynność finansowa                                                                 | wysoka    | niska                 |
| Ryzyko bankructwa                                                                  | niskie    | wysokie<br>bankructwo |
| Wartość dla właścicieli                                                            | niska     | wysoka<br>zerowa      |

Źródło: opracowanie własne