

Magdalena Hodun

Państwowa Szkoła Wyższa im. Papieża Jana Pawła II w Białej Podlaskiej

Rentowność przedsiębiorstw przemysłowych w zależności od strategii zarządzania kapitałem obrotowym netto

Wstęp

Decyzje podejmowane w obszarze zarządzania finansami przedsiębiorstwa powinny wynikać z przyjętej ogólnej strategii działania. Podstawowym celem finansowym jednostki gospodarczej jest maksymalizacja wartości dla właścicieli. Cel główny powinien zostać przełożony na cele bardziej szczegółowe, obejmujące rentowność, płynność finansową oraz pewność działania. Maksymalizacja rentowności wyraża się maksymalizacją wartości wskaźników, w których wynik finansowy netto odnoszony jest do kategorii ekonomicznych, tj. przychodów ze sprzedaży, wartości kapitałów własnych i aktywów ogółem. Płynność finansowa oznacza zdolność przedsiębiorstwa do regulowania płatności w terminie i utożsamiana jest z nadwyżką aktywów obrotowych nad zobowiązaniami bieżącymi. Pewność działania dotyczy tworzenia warunków umożliwiających przedsiębiorstwu trwanie i odnoszenie sukcesów w przyszłości, czyli koncentruje się na poprawie zdolności konkurencyjnych oraz ciągłym dostosowywaniu się do zmian uwarunkowań otoczenia [Wawryszuk 2005, s. 281].

Zdaniem P. Eichhorna [1993, s. 9], przedsiębiorstwa powinny dążyć do jak najskuteczniejszej realizacji celów szczegółowych, przy czym należy zauważyć, że w pewnym zakresie pozostają konkurencyjne względem siebie. Maksymalizacja rentowności przyczynia się do obniżenia płynności finansowej i pewności działania. Zapewnienie płynności wiąże się z ponoszeniem dodatkowych kosztów, a więc obniża rentowność działania. Koncentracja działań na zapewnieniu bezpieczeństwa finansowego negatywnie oddziałuje na wynik finansowy i wyłacalność przedsiębiorstw.

Kształtowanie poziomu kapitału obrotowego netto, obliczonego jako różnica wartości aktywów obrotowych i zobowiązań bieżących, związane jest z realizacją przez przedsiębiorstwo odpowiedniej strategii finansowej [Damodaran 1994, s. 45]. W literaturze przedmiotu prezentowane są dwa sposoby określania strategii kapitału obrotowego netto. Pierwszy wywodzi się z litera-

tury anglojęzycznej i wyróżnia dwie strategie cząstkowe [Brigham, Gapenski 2000, s. 122]:

- politykę inwestowania w aktywa obrotowe,
- politykę finansowania aktywów obrotowych.

Polityka inwestowania w aktywa obrotowe może mieć charakter łagodny, umiarkowany i restrykcyjny, a podstawą do sformułowania rodzaju strategii jest wielkość majątku obrotowego potrzebnego do sfinansowania określonego poziomu sprzedaży. W przypadku polityki finansowania aktywów obrotowych również wskazuje się trzy rodzaje strategii. Wyróżnia się podejście dopasowywania terminów zapadalności i wymagalności – podejście samolikwidacji (umiarkowane), względnie agresywne i konserwatywne. Identyfikacja rodzaju strategii dokonywana jest na podstawie wartości odsetkowych zobowiązań bieżących wykorzystywanych w celu finansowania aktywów [Brigham, Houston 2005, s. 249–251, 272–275].

Drugi sposób identyfikacji strategii kapitału obrotowego netto definiuje D. Wędzki [2003, s. 121], który wyróżnia ujęcie dochód-ryzyko i ujęcie harmonizacji. W ujęciu dochód-ryzyko stosowana strategia wynika z konieczności pogodzenia dwóch przeciwstawnych celów, jakie wyznaczają sobie przedsiębiorstwa, do których zalicza się: maksymalizację wartości dla właścicieli, co wymaga odpowiedniego poziomu i struktury kapitału obrotowego, i minimalizację ryzyka utraty płynności finansowej, którego przyczyną jest niewystarczający poziom i niewłaściwa struktura kapitału obrotowego.

Koncepcja harmonizacji tworzona jest w ten sposób, że aktywa, które potrzebne są przedsiębiorstwu przez jakiś czas, powinny być finansowane z kapitałów o analogicznym lub porównywalnym okresie zapadalności. Opiera się na następujących zasadach [Wędzki 2003, s. 171, 183]:

- określone aktywa obrotowe i źródła ich finansowania nie są stale niezbędne przedsiębiorstwu, zależą bowiem od sezonowych wahań sprzedaży,
- sposób zarządzania składnikami majątku i źródłami jego finansowania wynika z fazy cyklu sprzedaży.

J. Kubiak [2005, s. 85–86] zauważa, że strategie w ujęciu harmonizacji wskazują na konieczność dopasowania terminów zapadalności aktywów i wymagalności pasywów, w związku z czym ten rodzaj strategii jest utożsamiany z pośrednią strategią w ujęciu dochód-ryzyko. Proponowane ujęcia strategii kapitału obrotowego różnią się sposobem spojrzenia na problem, ale generalnie nie wykazują różnic definicyjnych.

Zgodnie z założeniami koncepcji dochód-ryzyko, można wyróżnić [Sierpińska, Wędzki 2001, s. 106]:

- strategię konserwatywną,
- strategię agresywną,

– strategię umiarkowaną¹.

Celem strategii konserwatywnej jest utrzymanie bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa, przejawiającego się wysokim poziomem płynności finansowej. Niemal całość majątku obrotowego powinna być pokryta kapitałem stałym. Suma kapitałów własnych i zobowiązań długoterminowych odpowiada wartości netto aktywów trwałych, powiększonych o maksymalną wartość aktywów obrotowych [Zalewski 1998, s. 50]. Przedsiębiorstwo utrzymuje stosunkowo wysoki stan najbardziej płynnych aktywów, czyli środków pieniężnych i krótkoterminowych papierów wartościowych. Sytuacja taka ma na celu ochronę przed brakiem środków finansowych w przypadku występowania nieoczekiwanych wydatków, niemających pokrycia we wpływach. Przedsiębiorstwa utrzymują również wysoki stan zapasów materiałów i wyrobów gotowych. Pierwszy ma zabezpieczyć przed nieprzewidywalnymi problemami zaopatrzeniowymi, drugi ma służyć zaspokojeniu nieprzewidzianego popytu. Przedsiębiorstwa stosujące strategię konserwatywną preferują nabywców o wysokiej wiarygodności [Kusak 2004, s. 84]. Taka polityka działania ogranicza ryzyko i zapewnia całkowite bezpieczeństwo finansowe, aczkolwiek powoduje wzrost kosztów kapitału i obniżenie stopy zwrotu ze względu na konieczność utrzymywania odpowiednich rozmiarów kapitału finansującego aktywa obrotowe. A. Duliniec [1998, s. 84] twierdzi, że kapitał własny jest najdroższym źródłem finansowania. Wyższy koszt wynika z faktu, że ryzyko inwestowania kapitałów własnych jest większe niż w przypadku kapitałów obcych. Ponadto zobowiązania długoterminowe są zwykle wyżej oprocentowane od krótkoterminowych. Minimalizowany jest udział zobowiązań bieżących w finansowaniu majątku obrotowego, unika się przede wszystkim emitowania krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych, zaciągania pożyczek, kredytów i zobowiązań leasingowych, gdyż związane jest z nimi ryzyko wystąpienia ujemnego efektu dźwigni finansowej².

Strategia agresywna zakłada przeciwny sposób postępowania niż konserwatywna. Przedsiębiorstwa ustalając źródła finansowania aktywów obrotowych kierują się maksymalizacją wartości dla właścicieli. Kapitały stałe powinny finansować jedynie aktywa trwałe. Majątek obrotowy ze względu na ich krótki czas zaangażowania w jednostce gospodarczej powinien być finansowany zobowiązaniami bieżącymi [Zalewski 1998, s. 51]. Krótkoterminowe finansowanie jest tańsze od długoterminowego ze względu na różnice stóp procentowych

¹ W ujęciu dochód-ryzyko większa uwaga poświęcona jest skrajnym, modelowym strategiom: konserwatywnej i agresywnej. Przedstawiając je można w większym stopniu pokazać odmienność celów, jakim służą [Zawadzka 2008, s. 45].

² Ujemny efekt dźwigni finansowej to zwiększenie straty netto, gdyż płacone odsetki przekraczają wielkość zysku, z którego można je zapłacić [Wędzki 2003, s. 134].

i bardziej elastyczne, ponieważ wartość zobowiązań krótkookresowych może być stosunkowo łatwo zmniejszona lub zwiększona w zależności od potrzeb jednostki gospodarczej [Bartkiewicz 2004, s. 51]. Przy realizacji strategii agresywnej nie wystąpią więc koszty utraconych możliwości, co wpłynie na wzrost stopy zwrotu [Sierpińska, Wędzki 2001, s. 106]. Przedsiębiorstwa utrzymują jak najmniejszy udział płynnych aktywów. Minimalizowane są rozmiary zapasów. Sprzedaż wyrobów gotowych jest realizowana również do odbiorców o mniejszej wiarygodności. Wykorzystywane są różnorodne instrumenty wspierające sprzedaż, tj. wydłużone terminy płatności, rozkładanie płatności na raty [Kusak 2004, s. 85]. Efektem preferowania zobowiązań bieżących jest większe ryzyko utraty płynności, co w konsekwencji może doprowadzić do upadłości przedsiębiorstwa. Ponadto, krótkoterminowe stopy procentowe wykazują tendencję do częstszych zmian. W strukturze zobowiązań bieżących jako podstawowe źródło pochodzenia aktywów obrotowych wykorzystuje się zobowiązania generujące odsetki, ponieważ pozwalają one na osiągnięcie dodatniego efektu dźwigni finansowej, redukuje się natomiast wartość zobowiązań z tytułu dostaw i usług oraz wekslowych³.

Strategia umiarkowana jest wyśrodkowaniem cech charakteryzujących strategię konserwatywną i agresywną. Przedsiębiorstwo utrzymuje zapasy na umiarkowanym poziomie. Zamiast środków pieniężnych utrzymuje krótkoterminowe papiery wartościowe, które wykorzystuje w sytuacjach sezonowego zapotrzebowania. Aktywa obrotowe finansowane są zarówno przez kapitały stałe, jak i zobowiązania bieżące. Sytuacja taka prowadzi do optymalnych rezultatów. Pozwala na minimalizację ryzyka związanego z utratą płynności finansowej oraz obniżenie kosztów zaangażowania kapitału obrotowego [Czekaj, Dresler 2005, s. 133].

Cel i metody badań

Celem opracowania jest określenie zależności między stosowaną strategią zarządzania kapitałem obrotowym netto a sytuacją finansową przedsiębiorstw przemysłowych. Zasadnicza uwaga została zwrócona na ocenę rentowności sprzedaży, majątku i kapitału własnego. Obiektami badawczymi były spółki notowane na GPW w Warszawie. Próba badawcza objęła spółki, które według klasyfikacji stosowanej przez GPW zaliczane są do sektora przemysłu. Do badań wybrano trzy branże produkcyjne: spożywczą, elektromaszynową i metalową.

³ Dodatni efekt dźwigni finansowej oznacza przyśpieszony wzrost zysku netto przez zaciąganie zobowiązań wpływających na ponoszenie odsetek [Wędzki 2003, s. 134, 136].

Doboru obiektów w tym zakresie dokonano w sposób celowy, przy uwzględnieniu specyfiki i liczebności przedsiębiorstw w danej branży. Dane do obliczeń pochodzą ze sprawozdań finansowych przedsiębiorstw za okres 2004–2008. W latach 2004–2007 liczba spółek wynosiła: w branży spożywczej – 11, w branży elektromaszynowej – 12, w branży metalowej – 13. W 2008 roku, ze względu na występowanie relatywnie wysokiej straty netto w stosunku do przychodów ogółem, aktywów i kapitałów własnych, przy dokonywaniu obliczeń wskaźników rentowności nie uwzględniono trzech spółek z sektora przemysłu. Liczba przedsiębiorstw objętych badaniem w tym roku wynosiła: w branży spożywczej 10, w branży elektromaszynowej – 11, w branży metalowej – 12.

Przedsiębiorstwa przemysłowe zostały pogrupowane w zależności od rodzaju strategii zarządzania kapitałem obrotowym netto zgodnie z założeniami koncepcji dochód-ryzyko. Do określenia strategii zarządzania kapitałem obrotowym przedsiębiorstw wykorzystano wskaźnik udziału kapitału obrotowego netto w aktywach ogółem [Wasilewski, Zabolotnyy 2009, s. 7]. Podziału spółek dokonano przy wykorzystaniu metody kwartyli, gdyż umożliwia ona określenie zależności występujących między analizowanymi zmiennymi w badanej zbiorowości. Zgodnie z przyjętymi założeniami, do strategii agresywnych należą spółki o wielkościach wskaźnika mniejszych od kwartyla pierwszego – dolnego (25% badanej zbiorowości). Strategie konserwatywne obejmują przedsiębiorstwa o wskaźniku większym lub równym kwartylowi trzeciemu – górnemu (25% badanej zbiorowości). Do strategii umiarkowanych (50% badanej zbiorowości) zalicza się przedsiębiorstwa o wielkościach wskaźnika większych lub równych kwartylowi pierwszemu i mniejszych od kwartyla trzeciego. W ramach strategii umiarkowanych wyodrębniono strategię umiarkowanie agresywną, dla której wskaźnik jest większy lub równy kwartylowi pierwszemu, ale mniejszy niż mediana, oraz strategię umiarkowanie konserwatywną, w której wskaźnik jest większy bądź równy medianie oraz mniejszy od kwartyla trzeciego⁴.

W tabeli 1 zaprezentowano przedziały wskaźnika udziału kapitału obrotowego netto w aktywach ogółem z podziałem na grupy przedsiębiorstw o strategiach agresywnych, konserwatywnych oraz umiarkowanych z podziałem na branże.

W badanych latach odnotowano ujemne wskaźniki udziału kapitału obrotowego netto w aktywach ogółem w przedsiębiorstwach stosujących strategię agresywną. Ujemny kapitał obrotowy netto wynika z nadwyżki zobowiązań

⁴ Zgodnie z założeniami, w okresach występowania nieparzystej liczby przedsiębiorstw wartość mediany zaliczono do grupy przedsiębiorstw o wyższym względem mediany wskaźniku udziału kapitału obrotowego netto w aktywach ogółem. Dla szeregu szczegółowego kwartyle pierwszy i trzeci wyznacza się w ten sposób, że w dwóch częściach zbiorowości, które powstały po wyznaczeniu mediany, ponownie wyznacza się medianę. Mediana w pierwszej części odpowiada kwartylowi pierwszemu, a w drugiej kwartylowi trzeciemu.

Tabela 1

Identyfikacja strategii zarządzania kapitałem obrotowym netto w przedsiębiorstwach przemysłu spożywczego, metalowego i elektromaszynowego

Rodzaj strategii	Przedziały wskaźnika w latach:				
	2004	2005	2006	2007	2008
Branża spożywcza					
Agresywna	(-0,1599)– –(-0,1133)	(-0,2414)– –(-0,0704)	(-0,1454)– –(-0,0896)	(-0,3123)– –(-0,0834)	(-0,1375)– –(-0,0994)
Umiarkowanie agresywna	(-0,0941)– –0,0373	(-0,0695)– –0,0001	(-0,0332)– –0,0907	(-0,0396)– –0,0323	(-0,0148)– –0,0182
Umiarkowanie konserwatywna	0,0591– –0,0927	0,1053– –0,1525	0,1098– –0,1940	0,0581– –0,1603	0,1021– –0,1901
Konserwatywna	0,1788– –0,3699	0,1861– –0,2275	0,2190– –0,3986	0,1607– –0,3441	0,2117– –0,6379
Branża metalowa					
Agresywna	(-7,1260)– –(-0,0291)	(-9,2352)– –(-0,1521)	(-0,6177)– –(-0,0058)	(-0,3238)– –(-0,0141)	(-1,0876)– –(-0,0620)
Umiarkowanie agresywna	0,0321– –0,0514	0,0157– –0,0666	0,0227– –0,0753	(-0,0101)– –0,2168	(-0,0420)– –0,0203
Umiarkowanie konserwatywna	0,1000– –0,3083	0,0769– –0,2579	0,2012– –0,2941	0,2244– –0,3161	0,1959– –0,3264
Konserwatywna	0,3833– –0,4841	0,3522– –0,4357	0,3719– –0,6735	0,3290– –0,7396	0,3743– –0,4126
Branża elektromaszynowa					
Agresywna	(-0,3459)– –0,0285	(-0,2682)– –0,0358	(-0,1096)– –0,0733	(-0,0239)– –0,0521	(-0,0379)– –0,0530
Umiarkowanie agresywna	0,1176– –0,1885	0,1505– –0,1824	0,1466– –0,1584	0,1156– –0,1912	0,0619– –0,1481
Umiarkowanie konserwatywna	0,1912– –0,2889	0,2478– –0,2762	0,1611– –0,3242	0,2237– –0,2736	0,2103– –0,2356
Konserwatywna	0,3150– –0,4155	0,2795– –0,3884	0,3353– –0,4229	0,3352– –0,4126	0,2964– –0,3566

Źródło: Opracowanie własne.

krótkoterminowych i innych rozliczeń międzyokresowych krótkoterminowych nad aktywami obrotowymi. Taki sposób finansowania majątku trwałego przyczynia się do wzrostu stopy zwrotu kapitału własnego, aczkolwiek związany jest ze zwiększeniem ryzyka utraty płynności. Najwyższy poziom wskaźnika stwierdzono w przedsiębiorstwach stosujących strategię konserwatywną. Dodatni kapitał obrotowy oznacza, że część aktywów obrotowych finansowana jest kapitałem stałym, który obejmuje kapitały własne i rezerwy na zobowiązania, zobowiązania długoterminowe oraz pozostałą część rozliczeń międzyokresowych. Długoterminowe źródła pochodzenia środków gospodarczych pozostają w ciągłej dyspozycji przedsiębiorstwa, w związku z czym zostaje

zmniejszone ryzyko utraty płynności. Angażowanie kapitału obcego związane jest z koniecznością zapłaty odpowiednich odsetek. Korzystanie z niego powoduje wzrost kosztów finansowych w sytuacji rosnących rynkowych stóp procentowych. Są one wówczas wyższe od stóp procentowych źródeł kapitału krótkoterminowego. W badanych latach największą rozpiętość wielkości wskaźnika udziału kapitału obrotowego netto w aktywach ogółem zaobserwowano w przedsiębiorstwach należących do branży metalowej. W 2005 roku najniższa wielkość wskaźnika wystąpiła w Centrozap S.A. i spowodowana była relatywnie wysoką różnicą między wartością zobowiązań bieżących a aktywami obrotowymi (-9,2352). Najwyższy poziom wskaźnika zaobserwowano w 2007 roku w tej samej spółce (0,7396). Świadczy to o radykalnej zmianie strategii zarządzania kapitałem obrotowym netto, powodującej zmniejszenie zobowiązań bieżących.

Wyniki badań

W tabeli 2 przedstawiono kształtowanie się wskaźnika rentowności sprzedaży, obliczonego jako stosunek zysku (straty) netto do przychodów ogółem. W branży spożywczej najwyższym średnim wskaźnikiem rentowności sprzedaży charakteryzowały się przedsiębiorstwa stosujące strategię umiarkowanie konserwatywną, najniższym – prowadzące agresywną politykę zarządzania kapitałem obrotowym netto. Najwyższy wskaźnik rentowności sprzedaży wystąpił w 2008 roku w spółkach o umiarkowanie agresywnej strategii. W grupie tej odnotowano również najszybszy wzrost wskaźnika w 2008 roku w stosunku do 2004 roku. Poziom rentowności sprzedaży zwiększył się o 14,9 pkt%. Najniższy wskaźnik wystąpił w 2005 roku w przedsiębiorstwach stosujących strategię agresywną. Ujemna wielkość wskaźnika wynika przede wszystkim z wystąpienia w Beef-San Zakłady Mięsne S.A. relatywnie wysokiej straty ze sprzedaży.

W branży metalowej we wszystkich grupach spółek, niezależnie od realizowanej strategii, wystąpiły dodatnie średnie wskaźniki rentowności sprzedaży. Najniższą stopę rentowności odnotowano w 2008 roku w przedsiębiorstwach stosujących strategię agresywną i tylko w tym przypadku wystąpiła ujemna stopa rentowności sprzedaży, wynikająca przede wszystkim z nieefektywnej strategii zarządzania kapitałem obrotowym netto w aspekcie dochodowości występującej w Boryszew S.A. Główną przyczyną niskiej rentowności działalności był wysoki poziom kosztów operacyjnych w stosunku do uzyskiwanych przychodów. W przedsiębiorstwach realizujących strategię umiarkowanie konserwatywną odnotowano najwyższy wzrost wskaźnika rentowności sprzedaży w 2008 roku w stosunku do 2004 roku o (5,0 pkt%). Najwyższa rentowność wystąpiła w 2007

roku w spółkach o konserwatywnej polityce zarządzania kapitałem obrotowym netto, przy czym w latach 2004–2008 wskaźnik obniżył się o 1,1 pkt%.

W branży elektromaszynowej najwyższą rentowność sprzedaży odnotowano w 2007 roku w przedsiębiorstwach realizujących strategię umiarkowanie konserwatywną, przy czym w 2008 roku nastąpił spadek rentowności o 18,5 pkt%. Wyniki finansowe spółek stosujących strategię agresywną w latach 2004–2005 oraz politykę umiarkowanie konserwatywną w 2008 roku mogą świadczyć o braku zdolności kierownictwa do generowania zysków ze środków zaangażowanych w działalność. Najniższa wielkość wskaźnika rentowności sprzedaży odnotowana w 2005 roku, w przedsiębiorstwach stosujących strategię agresywną, spowodowana była przede wszystkim wystąpieniem wysokich kosztów operacyjnych poniesionych w NKT Cables S.A. w stosunku do uzyskanych przychodów. We wszystkich grupach przedsiębiorstw z branży elektromaszynowej, niezależnie od prowadzonej polityki zarządzania kapitałem obrotowym netto, wystąpił dodatni poziom średniego wskaźnika rentowności sprzedaży.

W przedsiębiorstwach realizujących strategię agresywną najwyższy średni wskaźnik rentowności sprzedaży odnotowano w branży metalowej, najniższy (ujemny) w branży spożywczej. Spółki prowadzące taką politykę wykazywały większą zmienność stóp rentowności, co było związane z dużym ryzykiem prowadzonej działalności. Wielkości ujemne wskaźnika wynikają z ponoszenia straty netto, co w konsekwencji przyczynia się do zniekształcenia relacji między aktywami obrotowymi a zobowiązaniami bieżącymi. W grupie przedsiębiorstw prowadzących umiarkowanie agresywną politykę zarządzania kapitałem obrotowym netto najszybszy wzrost wskaźnika w 2008 roku w stosunku do 2004 roku odnotowano w branży spożywczej. W branży elektromaszynowej nastąpił spadek rentowności o 0,1 pkt%. Najwyższą średnią wielkość wskaźnika w spółkach stosujących strategię konserwatywną i umiarkowanie konserwatywną odnotowano w branży metalowej – odpowiednio 15,5 oraz 11,3%. Wyniki takie mogą świadczyć o dłuższym cyklu obrotowym. Najniższym średnim poziomem rentowności w strategii konserwatywnej charakteryzowały się spółki z branży spożywczej, a w strategii umiarkowanie konserwatywnej z branży elektromaszynowej. Należy zaznaczyć, że w przedsiębiorstwach z branży elektromaszynowej o umiarkowanie konserwatywnej strategii wystąpił spadek wskaźnika rentowności z 11,9% w 2004 roku do –2,9% w 2008 roku. Oznacza to zmniejszenie zyskowności sprzedaży, która w wydatny sposób może ograniczać możliwości rozwojowe spółek. W ujęciu dynamicznym nie stwierdzono jednoznacznych zależności w badanych branżach.

W tabeli 3 przedstawiono dynamikę kształtowania się wskaźnika rentowności aktywów, obliczonego jako stosunek zysku (straty) netto do aktywów ogółem. W branży spożywczej najwyższym średnim wskaźnikiem rentowno-

Tabela 2

Wskaźnik rentowności sprzedaży w przedsiębiorstwach przemysłu spożywczego, metalowego i elektromaszynowego (w %)

Rodzaj strategii	Lata					Średnio	Zmiana 2008/2004
	2004	2005	2006	2007	2008		
Branża spożywcza							
Agresywna	3,2	-9,6	4,8	2,1	-9,0	-1,7	-12,2
Umiarkowanie agresywna	5,1	2,0	2,1	6,0	20,0	7,0	14,9
Umiarkowanie konserwatywna	6,7	5,0	11,8	16,5	3,2	8,6	-3,5
Konserwatywna	3,4	0,3	3,2	5,2	0,4	2,5	-3,0
Branża metalowa							
Agresywna	9,9	7,1	3,9	4,9	-14,9	2,2	-24,8
Umiarkowanie agresywna	6,4	4,7	7,1	5,8	9,3	6,7	2,9
Umiarkowanie konserwatywna	7,7	7,3	13,8	15,2	12,7	11,3	5,0
Konserwatywna	11,0	9,8	17,3	29,5	9,9	15,5	-1,1
Branża elektromaszynowa							
Agresywna	-2,7	-3,7	2,9	0,8	12,2	1,9	14,9
Umiarkowanie agresywna	2,2	9,1	5,8	4,3	2,1	4,7	-0,1
Umiarkowanie konserwatywna	11,9	2,7	11,3	15,6	-2,9	7,7	-14,8
Konserwatywna	5,8	4,2	3,6	7,1	6,5	5,4	0,7

Źródło: Opracowanie własne.

ści majątku charakteryzowały się przedsiębiorstwa realizujące umiarkowanie konserwatywną politykę zarządzania kapitałem obrotowym netto, najniższym – stosujące strategię agresywną. W spółkach realizujących strategię umiarkowanie konserwatywną w latach 2004–2007 odnotowano wzrost wskaźnika rentowności aktywów. Najwyższa rentowność na poziomie 16,7% wystąpiła w 2007 roku. W 2008 roku w stosunku do 2007 roku nastąpił spadek stopy rentowności o 14,1 pkt%. Świadczy to o zmniejszeniu efektywności wykorzystania majątku. W 2008 roku w stosunku do 2004 roku odnotowano wzrost wskaźnika jedynie w przedsiębiorstwach realizujących strategię agresywną, przy czym była to nieznaczna tendencja. Poziom rentowności aktywów zwiększył się o 2,6 pkt%. Najniższa wielkość wskaźnika rentowności aktywów wystąpiła w 2005 roku w przedsiębiorstwach realizujących strategię agresywną. Sytuacja ta była spowodowana, analogicznie jak przy wskaźniku rentowności sprzedaży, wystąpieniem relatywnie wysokiej straty ze sprzedaży w Beef-San Zakłady Mięsne S.A.

Tabela 3

Wskaźnik rentowności aktywów w przedsiębiorstwach przemysłu spożywczego, metalowego i elektromaszynowego (w %)

Rodzaj strategii	Lata					Średnio	Zmiana 2008/2004
	2004	2005	2006	2007	2008		
Branża spożywcza							
Agresywna	1,9	-15,3	8,9	9,7	4,5	1,9	2,6
Umiarkowanie agresywna	9,2	6,2	3,1	6,3	4,1	5,8	-5,1
Umiarkowanie konserwatywna	5,9	6,5	11,1	16,7	2,6	8,6	-3,3
Konserwatywna	7,0	1,2	3,2	7,8	1,4	4,1	-2,9
Branża metalowa							
Agresywna	8,0	12,6	3,9	2,6	-7,3	4,0	-15,3
Umiarkowanie agresywna	5,0	4,1	6,2	6,2	5,4	5,4	0,4
Umiarkowanie konserwatywna	4,9	8,1	17,1	18,0	15,7	12,8	10,8
Konserwatywna	15,5	13,8	13,9	42,6	6,1	18,4	-9,4
Branża elektromaszynowa							
Agresywna	-0,9	-3,6	4,0	-0,2	8,8	1,6	9,7
Umiarkowanie agresywna	3,3	11,1	7,5	5,0	3,2	6,0	-0,1
Umiarkowanie konserwatywna	16,3	3,3	13,1	18,1	-1,1	9,9	-17,4
Konserwatywna	5,3	3,8	3,4	5,6	6,8	5,0	1,5

Źródło: Opracowanie własne.

W branży metalowej we wszystkich grupach przedsiębiorstw odnotowano dodatni średni poziom rentowności aktywów. Najwyższa stopa rentowności na poziomie 42,6% wystąpiła w 2007 roku w przedsiębiorstwach stosujących strategię konserwatywną, jednakże w 2008 roku w stosunku do 2007 roku odnotowano spadek wskaźnika o 36,5 pkt%. Najszybszy wzrost rentowności aktywów (o 10,8 pkt% w 2008 roku w stosunku do 2004 roku) wystąpił w spółkach działających zgodnie z zasadami strategii umiarkowanie konserwatywnej. Świadczy to o umiejętnym dopasowaniu potencjału majątkowego do możliwych efektów ekonomicznych. Również w tych przedsiębiorstwach do 2007 roku stwierdzono jednolitą tendencję rosnącą wskaźnika. Najniższą rentowność odnotowano w 2008 roku w przedsiębiorstwach stosujących strategię agresywną i tylko w tym przypadku wystąpiła ujemna stopa rentowności aktywów, wynikająca przede wszystkim z nieefektywnej polityki zarządzania kapitałem obrotowym, analogicznie jak w przypadku wielkości wskaźnika rentowności sprzedaży.

W branży elektromaszynowej najwyższy wskaźnik rentowności aktywów wystąpił w przedsiębiorstwach stosujących strategię umiarkowanie konserwatywną w 2007 roku, przy czym spółki te w 2008 roku odnotowały ujemną wielkość wskaźnika na poziomie $-1,1\%$. Przedsiębiorstwa przestały efektywnie wykorzystywać posiadane środki gospodarcze. Najniższą rentowność majątku, na poziomie $-3,6\%$, odnotowano w przedsiębiorstwach stosujących strategię agresywną w 2005 roku. Przyczyną było przede wszystkim wystąpienie wysokich kosztów operacyjnych poniesionych w NKT Cables S.A. w stosunku do uzyskanych przychodów, analogicznie jak w przypadku wielkości wskaźnika rentowności sprzedaży. Sytuacja taka prowadzi do zniekształcenia relacji kategorii ekonomicznych, wpływających na wielkość kapitału obrotowego netto.

W badanym okresie we wszystkich grupach przedsiębiorstw realizujących określone strategie zarządzania kapitałem obrotowym netto w trzech badanych gałęziach przemysłu wystąpił dodatni poziom średniego wskaźnika rentowności aktywów.

Najwyższymi średnimi wielkościami rentowności majątku charakteryzowały się przedsiębiorstwa z branży metalowej, w których odnotowano wyższą efektywność finansową strategii agresywnej, umiarkowanie konserwatywnej i konserwatywnej – odpowiednio $4,0$, $12,8$ i $18,4\%$. Im wyższa jest rentowność firmy, tym korzystniejsze są perspektywy rozwojowe przedsiębiorstwa, gdyż więcej środków finansowych może być przeznaczonych na dalszy rozwój. Przemysł spożywczy charakteryzował się najniższą średnią rentownością w przedsiębiorstwach realizujących agresywną politykę zarządzania kapitałem obrotowym netto, w przemyśle elektromaszynowym najniższy średni wskaźnik wystąpił w przedsiębiorstwach stosujących politykę konserwatywną i umiarkowanie konserwatywną. W przypadku stosowania strategii umiarkowanie agresywnej najwyższy średni wskaźnik rentowności majątku, na poziomie $6,0\%$, wystąpił w branży elektromaszynowej, najniższy, na poziomie $5,4\%$, w branży metalowej.

W tabeli 4 przedstawiono kształtowanie się wskaźnika rentowności kapitału własnego, obliczonego jako relacja zysku (straty) netto do tego kapitału. W branży spożywczej najwyższa rentowność wystąpiła w przedsiębiorstwach stosujących strategię umiarkowanie konserwatywną w 2007 roku. W stosunku do 2004 roku nastąpił wydatny wzrost rentowności tego kapitału o $19,9$ pkt%. Taki poziom rentowności można uznać za stosunkowo zadowalający. W 2008 roku poziom rentowności w przedsiębiorstwach stosujących powyższą strategię zmniejszył się o $28,7$ pkt%. Wynik taki spowodowany był m.in. poniesieniem straty na działalności finansowej przez Indykpol S.A. w badanym roku. W 2008 roku w stosunku do 2004 roku dodatnią stopą wzrostu charakteryzowały się jedynie przedsiębiorstwa prowadzące agresywną politykę zarządzania kapitałem obrotowym netto. Poziom rentowności kapitału własnego zwiększył się o $16,4$

Tabela 4

Wskaźnik rentowności kapitału własnego w przedsiębiorstwach przemysłu spożywczego, metalowego i elektromaszynowego (w %)

Rodzaj strategii	Lata					Średnio	Zmiana 2008/2004
	2004	2005	2006	2007	2008		
Branża spożywcza							
Agresywna	2,9	-46,1	22,0	28,5	19,3	5,3	16,4
Umiarkowanie agresywna	21,6	13,4	7,5	13,0	8,6	12,8	-13,0
Umiarkowanie konserwatywna	10,5	11,9	16,6	30,4	1,7	14,2	-8,8
Konserwatywna	14,0	3,0	6,2	12,1	1,8	7,42	-12,2
Branża metalowa							
Agresywna	10,5	2,5	-9,5	5,2	-23,9	-3,0	-34,4
Umiarkowanie agresywna	13,1	6,9	11,5	11,2	9,3	10,4	-3,8
Umiarkowanie konserwatywna	7,7	13,7	25,9	23,9	19,3	18,1	11,6
Konserwatywna	19,7	18,1	17,9	48,2	6,5	22,1	-13,2
Branża elektromaszynowa							
Agresywna	-4,0	-11,2	10,0	-8,0	14,7	0,3	15,1
Umiarkowanie agresywna	7,7	17,2	17,2	9,3	7,4	11,8	-0,3
Umiarkowanie konserwatywna	26,3	8,7	18,7	25,4	0,1	15,8	-26,2
Konserwatywna	6,8	4,5	3,3	6,7	8,5	6,0	1,7

Źródło: Opracowanie własne.

pkt%, przy czym w spółkach realizujących tę strategię w 2005 roku odnotowano najniższy wskaźnik, na poziomie -46,1%. Oznacza to, iż wykorzystanie kapitału własnego nie było efektywne.

W branży metalowej najwyższy wskaźnik rentowności, wynoszący 48,2%, odnotowano w 2007 roku w przedsiębiorstwach stosujących politykę konserwatywną. Jednakże w 2008 roku nastąpił widoczny spadek rentowności o 41,7 pkt%. W przypadku spółek realizujących strategię umiarkowanie agresywną rentowność kapitału własnego utrzymywała się na zbliżonym poziomie. Średnia wielkość wskaźnika wyniosła 10,4%. Dodatnia stopa wzrostu w latach 2004–2008 wystąpiła tylko w przedsiębiorstwach o umiarkowanie konserwatywnej polityce zarządzania kapitałem obrotowym. Poziom rentowności kapitału własnego zwiększył się o 11,6 pkt%. Najniższą (ujemną) wielkość wskaźnika odnotowano w 2008 roku w przedsiębiorstwach stosujących strategię agresywną (-23,9%). W tej branży odnotowano również duże wahania tego wskaźnika w poszczególnych latach. Mogło to być spowodowane zróżnicowaniem wielko-

ści zadłużenia krótkoterminowego. Zobowiązania bieżące spłacane są w ciągu roku, w związku z czym określenie strategii zarządzania kapitałem obrotowym netto na dany dzień bilansowy może nie uwzględnić wszystkich krótkoterminowych źródeł finansowania, które mogą w znaczący sposób wpłynąć na efektywność działalności przedsiębiorstw.

W branży elektromaszynowej najwyższy poziom wskaźnika rentowności kapitałów własnych wystąpił w 2007 roku w przedsiębiorstwach realizujących strategię umiarkowanie konserwatywną, przy czym w tej grupie odnotowano w latach 2004–2008 największy spadek rentowności (o 26,2 pkt%). W spółkach prowadzących politykę umiarkowanie agresywną do 2006 roku występował wzrost rentowności. Spadek stóp w kolejnych latach przyczynił się do zmniejszenia rentowności o 0,3 pkt% w 2008 roku w stosunku do 2004 roku. W przedsiębiorstwach realizujących strategię agresywną w badanym okresie wystąpiły ujemne wielkości wskaźnika rentowności, świadczące o nieefektywnym zarządzaniu źródłami finansowania aktywów. W spółkach stosujących strategię konserwatywną poziom rentowności w latach 2004–2008 zwiększył się o 1,7 pkt%, jednakże wielkości wskaźnika rentowności były stosunkowo niskie (poniżej 10%).

W branży metalowej odnotowano najwyższe średnie wskaźniki rentowności kapitałów własnych w przedsiębiorstwach stosujących strategię konserwatywną i umiarkowanie konserwatywną – odpowiednio 22,1 i 18,1%. Wyższa wielkość wskaźnika oznacza korzystniejszą sytuację finansową przedsiębiorstwa i jego właścicieli, gdyż wyższa stopa zwrotu z kapitału własnego stwarza możliwość uzyskania wyższych dywidend. Najniższy średni wskaźnik rentowności w przedsiębiorstwach stosujących konserwatywną politykę zarządzania kapitałem obrotowym netto wystąpił w branży elektromaszynowej, a w spółkach stosujących strategię umiarkowanie konserwatywną w branży spożywczej. W przedsiębiorstwach o agresywnej strategii najwyższy średni wskaźnik rentowności sprzedaży odnotowano w branży spożywczej, najniższy (ujemny) w branży metalowej. Spółki prowadzące taką politykę wykazywały większą zmienność stóp rentowności, co było związane z dużym ryzykiem prowadzonej działalności. W przedsiębiorstwach prowadzących politykę umiarkowanie agresywną, niezależnie od branży, średnie wskaźniki rentowności kapitału własnego ukształtowały się na zbliżonym poziomie.

Wnioski

W opracowaniu określono zależności między strategią zarządzania kapitałem obrotowym netto a rentownością przedsiębiorstw przemysłowych zaliczanych do branży spożywczej, metalowej i elektromaszynowej. Na podstawie przeprowadzonych badań sformułowano następujące wnioski:

1. Wskaźnik udziału kapitału obrotowego netto w aktywach ogółem pozwala na wyszczególnienie strategii zarządzania kapitałem obrotowym netto. Przedsiębiorstwa realizujące strategię konserwatywną charakteryzowały się wyższymi wskaźnikami. Oznacza to, że większość aktywów obrotowych finansowana jest kapitałem stałym. Długoterminowe źródła pochodzenia środków gospodarczych pozostają w ciągłej dyspozycji przedsiębiorstwa, w związku z czym zostaje zmniejszone ryzyko utraty płynności. Przedsiębiorstwa stosujące strategię agresywną w badanej grupie wykazywały ujemne wskaźniki wynikające z nadwyżki zobowiązań bieżących nad majątkiem obrotowym. Taki sposób finansowania majątku trwałego związany jest z większym ryzykiem prowadzonej działalności.
2. W branży spożywczej najwyższe średnie wskaźniki rentowności osiągały przedsiębiorstwa realizujące strategię umiarkowanie konserwatywną. Świadczy to o efektywnym wykorzystaniu aktywów i kapitałów własnych oraz o odpowiednim dopasowaniu potencjału majątkowego do możliwych efektów ekonomicznych. Najniższy średni poziom rentowności wystąpił w przedsiębiorstwach stosujących agresywną politykę zarządzania kapitałem obrotowym netto. Oznacza to, że narażenie przedsiębiorstwa na wyższe ryzyko utraty płynności nie przekłada się na zwiększenie rentowności. Najwyższe stopy rentowności aktywów i kapitałów własnych odnotowano w 2007 roku w spółkach realizujących strategię umiarkowanie konserwatywną, przy czym w 2008 roku nastąpił spadek rentowności, co spowodowało zmniejszenie efektywności wykorzystania majątku i własnych źródeł finansowania. Najwyższa rentowność sprzedaży wystąpiła w 2008 roku w przedsiębiorstwach o umiarkowanie agresywnej strategii. W grupie tej odnotowano również najszybszy wzrost wskaźnika w latach 2004–2008.
3. W branży metalowej w większości lat dominowały przedsiębiorstwa o strategii konserwatywnej. Najwyższe stopy rentowności sprzedaży, aktywów i kapitałów własnych wystąpiły w 2007 roku w spółkach realizujących tę strategię. Wyższa rentowność przedsiębiorstwa oznacza korzystniejsze perspektywy rozwojowe, gdyż więcej środków finansowych uzyskanych z dywidend może być przeznaczone na dalszy rozwój. Spółki realizujące strategię agresywną zanotowały najniższe średnie stopy rentowności, ponadto wykazywały duże wahania wskaźników w poszczególnych latach. Mogło to być spowodowane zróżnicowaniem wielkości zadłużenia krótkoterminowego.
4. W branży elektromaszynowej we wszystkich strategiach odnotowano dodatnie średnie wskaźniki rentowności. Najwyższe średnie stopy zyskowności wystąpiły w przedsiębiorstwach prowadzących umiarkowanie konserwatywną politykę zarządzania kapitałem obrotowym netto, przy czym w 2008 roku zanotowano ujemne wielkości wskaźników rentowności sprzedaży

i majątku. Świadczy to o zmniejszeniu efektywności strategii zarządzania kapitałem obrotowym oraz nieefektywnym wykorzystywaniu zaangażowanego w procesie produkcji majątku. W takiej sytuacji należałoby obniżyć koszty działalności. Najniższe średnie wskaźniki rentowności wystąpiły w spółkach o agresywnej strategii, przy czym w latach 2004–2008 w tej grupie odnotowano najszybszy wzrost wskaźników rentowności. Przedsiębiorstwa zaczęły wykorzystywać efekt dźwigni finansowej przez racjonalne korzystanie ze zobowiązań bieżących.

5. W przedsiębiorstwach realizujących strategię agresywną najwyższe średnie wskaźniki rentowności sprzedaży i aktywów odnotowano w branży metalowej, najniższe w branży spożywczej, natomiast w przypadku rentowności kapitałów własnych najwyższe wskaźniki wystąpiły w branży spożywczej, a najniższe w metalowej. Spółki prowadzące taką politykę wykazywały większą zmienność stóp rentowności, co było związane z dużym ryzykiem prowadzonej działalności. Stosowanie strategii konserwatywnej umożliwiałoby uzyskiwanie najwyższej średniej rentowności sprzedaży, majątku i kapitału własnego w przedsiębiorstwach z branży metalowej. Sytuacja taka nie tylko jest korzystna pod względem zyskowności przedsiębiorstwa, umożliwia również utrzymanie bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa, przejawiającego się wysokim poziomem płynności finansowej. Realizowanie umiarkowanej konserwatywnej polityki zarządzania kapitałem obrotowym netto na ogół przyczyniło się do uzyskania najwyższej zyskowności w branży spożywczej i elektromaszynowej.

Literatura

- BARTKIEWICZ A.: *Wpływ strategii finansowania majątku obrotowego na płynność finansową na przykładzie spółek giełdowych przemysłu lekkiego*, [w:] Pluta W. (red.) Zarządzanie finansami firmy – teoria i praktyka, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2004.
- BRIGHAM E.F., GAPENSKI L.C.: *Zarządzanie finansami*, Tom 2. PWE, Warszawa 2000.
- BRIGHAM E.F., HOUSTON J.F.: *Podstawy zarządzania finansami*. PWE, Warszawa 2005.
- CZEKAJ J., DRESLER Z.: *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw – podstawy teorii*. PWN, Warszawa 2005.
- DAMODARAN A.: *Damodaran on Valuation; Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. John Wiley and Sons, New York 1994.
- DULINIEC A., *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*. PWN, Warszawa 1998.
- EICHHORN P.: *Rechnungsziele und Rechnungssysteme in Unternehmen und Verwaltungen*, Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 1993 [cyt. za:] Wawryszuk-Misztal A.: Strategie zarządzania kapitałem obrotowym netto w przedsiębiorstwach. Wydawnictwo UMCS, Lublin 2007.

- KUBIAK J.: *Hierarchia źródeł krótkoterminowego finansowania przedsiębiorstwa*. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2005.
- KUSAK A.: *Płynność finansowa – Analiza i sterowanie*. Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania UW, Warszawa 2004.
- SIERPIŃSKA M., WĘDZKI D.: *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*. PWN, Warszawa 2001.
- WASILEWSKI M., ZABOLOTNYY S.: *Sytuacja finansowa przedsiębiorstw o odmiennych strategiach zarządzania kapitałem obrotowym*. Zeszyty Naukowe SGGW w Warszawie – Ekonomia i Organizacja Gospodarki Żywnościowej, Nr 78, Warszawa 2009.
- WAWRYSZUK A.: *Strategie kapitału obrotowego netto z punktu widzenia maksymalizacji dla właścicieli*. Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Sectio H, Wydawnictwo UMCS, Lublin 2005.
- WĘDZKI D.: *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa, przepływy pieniężne a wartość dla właścicieli*. Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2003.
- www.gpwinfostrefa.pl
- ZALEWSKI H.: *Finanse firmy w spółkach i innych podmiotach gospodarczych*. Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr, Gdańsk 1998.
- ZAWADZKA D.: *Zarządzanie kapitałem obrotowym w małych przedsiębiorstwach w świetle wyników badań empirycznych*, [w:] Krzemińska D. (red.) *Gospodarowanie majątkiem obrotowym w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2008.

Industrial companies` profitability depending on strategies of working capital management

Abstract

In this paper I investigate the relationship between working capital management strategies, and industrial companies` profitability. Among the branches under consideration are food, metal and machine-engineering. I used sample of 36 companies listed in the Polish Stock Exchange for the period of 2004–2008. The empirical findings show a relationship between working capital management strategies, and companies` profitability. A conservative and moderate conservative strategies in the scope usually allowed to gain the highest level of effectiveness. A aggressive strategy usually allowed to gain the least level of effectiveness. Metal branch was characterized by the highest profitability.