

---

# Wpływ decyzji w zakresie strategii zarządzania kapitałem obrotowym netto na wartość przedsiębiorstwa

## Wstęp

Podstawowym finansowym celem zarządzania przedsiębiorstwem jest maksymalizacja jego wartości, a co za tym idzie, duże znaczenie, zarówno teoretyczne jak i praktyczne, ma poszukiwanie determinant przyrostu wartości przedsiębiorstwa. Literatura przedmiotu zawiera informacje o licznych czynnikach wpływających na wartość przedsiębiorstwa. Do takich czynników należy między innymi kapitał obrotowy netto. Znaczna część klasycznych propozycji dotyczących optymalnego bieżącego zarządzania finansami była konstruowana przy założeniu maksymalizacji zysku księgowego, z tego powodu wymaga przekonstruowania ich pod kątem realizowania innego celu, jakim jest maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa. Oszacowanie wpływu zmian w strategii przedsiębiorstwa w zakresie inwestowania w kapitał obrotowy netto, z jednej strony, oraz strategii finansowania kapitału obrotowego netto, z drugiej strony.

Omawiane w artykule zagadnienie dotyczy próby znalezienia odpowiedzi na pytanie, jakiego rodzaju strategię zarządzania kapitałem obrotowym netto należy wybrać, aby w przypadku konkretnego rodzaju biznesu przynosiła ona najlepsze skutki. Decyzje finansowe przedsiębiorstwa dotyczą zawsze wyboru spodziewanego poziomu korzyści w warunkach ryzyka i niepewności. Decyzje dotyczące wyboru strategii zarządzania kapitałem obrotowym netto, czy to od strony aktywów (strategia inwestowania w kapitał obrotowy netto) czy też od strony pasywów (strategia finansowania kapitału obrotowego netto), oddziałują na wolne przepływy pieniężne oraz na koszt kapitału finansującego przedsiębiorstwo. Zasada separowalności decyzji finansowych od operacyjnych, czyli separowalności skutków działań operacyjnych od zmian w strukturze kapitału, powoduje konieczność rozpatrywania doboru strategii zarządzania kapitałem obrotowym netto, po pierwsze, od strony aktywów (wpływa ona na wolne przepływy pieniężne do przedsiębiorstwa), a po drugie, od strony pasywów (wpływa ona na strukturę i koszt kapitału finansującego przedsiębiorstwo).

### **1. Zorientowane na maksymalizację wartości przedsiębiorstwa zarządzanie kapitałem obrotowym netto**

Jeśli korzyści z utrzymywania kapitału obrotowego netto na określonym przez przedsiębiorstwo poziomie będą przeważać nad negatywnym wpływem kosztu alternatywnego z jego utrzymywania, wówczas odnotowany będzie wzrost wartości przedsiębiorstwa.

Interesujące z naszego punktu widzenia, wynikające z konieczności realizacji głównego celu zarządzania finansami przedsiębiorstwa, jest sprawdzenie, w jaki sposób zmiana poziomu kapitału obrotowego netto może wpływać na wartość przedsiębiorstwa. W tym celu używamy wzoru, opierającego się na założeniu, że wartość przedsiębiorstwa jest sumą zdyskontowanych wolnych przepływów środków pieniężnych dla przedsiębiorstwa ( $FCCFF$  – ang. *free cash flow to firm*):

$$\Delta V_p = \sum_{t=1}^n \frac{\Delta FCCFF_t}{(1+k)^t}, \quad (1)$$

gdzie:  $\Delta V_p$  – przyrost wartości przedsiębiorstwa,  $\Delta FCCFF_t$  – przyrost przyszłych wolnych przepływów pieniężnych generowanych przez przedsiębiorstwo w okresie  $t$ ,  $k$  – stopa dyskonta (ceny pieniądza) odpowiadająca stopie kosztu kapitału finansującego przedsiębiorstwo.<sup>1</sup>

W liczniku prawej strony równania znajduje się prognozowany przyrost wolnych przepływów pieniężnych generowanych przez przedsiębiorstwo. Wolne przepływy najczęściej szacuje się na podstawie wzoru:

$$FCCFF_t = (CR_t - FC - VC_t - Dep) \times (1 - T) + Dep - Capex - \Delta NWC_t \quad (2)$$

gdzie:  $CR_t$  – gotówkowe przychody ze sprzedaży,  $FC$  – wydatki wynikające z kosztów stałych,  $VC_t$  – wydatki wynikające z kosztów zmiennych (w okresie  $t$ ),  $Dep$  – amortyzacja,  $T$  – efektywna stopa podatkowa,  $\Delta NWC_t$  – przyrost kapitału pracującego netto,  $Capex$  – przyrost długoterminowych inwestycji operacyjnych.

Podobne wnioski co do wpływu danej strategii zarządzania kapitałem obrotowym netto na wartość przedsiębiorstwa można wyciągnąć na podstawie ekonomicznej wartości dodanej, informującej o tym, jakiej wielkości zysk rezydualny (jaka wartość dodana) powiększył wartość przedsiębiorstwa w danym okresie:

$$EVA = NOPAT - k \times (NWC + IO) \quad (3)$$

gdzie:  $EVA$  – ekonomiczna wartość dodana,  $NOPAT$  – zysk operacyjny netto po opodatkowaniu, szacowany na podstawie wzoru:

$$NOPAT = (CR_t - FC - VC_t - Dep) \times (1 - T) \quad (4)$$

Kapitał pracujący netto (ang. *net working capital*,  $NWC$ ), najogólniej ujmując, jest częścią aktywów bieżących, finansowaną kapitałami stałymi. Kapitał pracujący netto to różnica aktywów bieżących i pasywów bieżących lub różnica pasywów stałych i aktywów stałych. Jest on skutkiem braku synchronizacji między formalnym powstaniem przychodów ze sprzedaży a rzeczywistym wpływem środków pieniężnych wynikającym ze ściągnięcia należności oraz rozbieżności w czasie powstania kosztów a rzeczywistym wpływem środków pieniężnych związanym ze spłatą zobowiązań. Wyznacza się go na podstawie wzoru:

$$NWC = CA - CL = AAR + INV + C - AAP \quad (5)$$

<sup>1</sup> Do oceny wpływu zmian w zarządzaniu środkami pieniężnymi przyjęta zostanie stopa dyskontowa odpowiadająca średniemu ważonemu kosztowi kapitału (WACC) z tego powodu, że takie zmiany i ich skutki są, mimo że dotyczą bieżącego zarządzania aktywami, długofalowe, por. T. S. Maness 1998, s. 62–63.

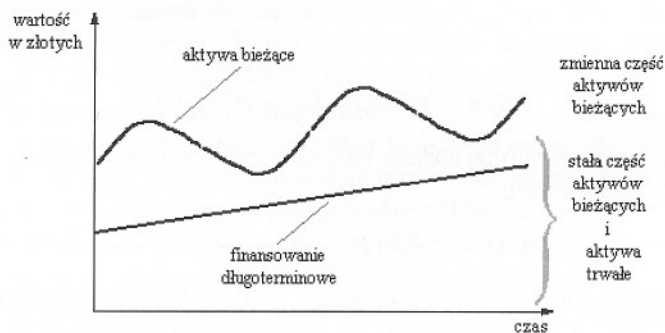
gdzie: *NWC* – kapitał pracujący netto, *CA* – aktywa bieżące, *CL* – pasywa bieżące, *AAR* – należności, *INV* – surowce i materiały do produkcji i inne zapasy, *C* – środki pieniężne i ich ekwiwalenty, *AAP* – krótkoterminowe zobowiązania<sup>2</sup> (wobec dostawców, pracowników, budżetów).

W trakcie szacowania wolnych przepływów pieniężnych posiadanie i przyrost kapitału pracującego netto wiąże się z „zamrożeniem” środków przeznaczonych na jego tworzenie. Jeśli przyrost ten jest dodatni, oznacza to coraz większe zaangażowanie środków, co pomniejsza przepływy pieniężne. Wzrost poziomu produkcji najczęściej pociąga za sobą konieczność zwiększenia zapasów, należności i środków pieniężnych. Część tego przyrostu będzie najprawdopodobniej finansowana pasywami bieżącymi (które także zazwyczaj „automatycznie” wzrastają wraz ze wzrostem produkcji). Reszta (uwidocznioma jako przyrost kapitału pracującego netto) będzie wymagała innego rodzaju finansowania.

## 2. Strategie finansowania aktywów bieżących

Strategie finansowania aktywów bieżących (ang. *alternative current asset financing policies*) dotyczą sposobu finansowania aktywów bieżących. Zmiany w zakresie wyboru strategii finansowania aktywów bieżących wpływają na koszt kapitału, natomiast nie oddziałują na poziom wolnych przepływów pieniężnych. Możliwe jest zastosowanie przez przedsiębiorstwo jednej z trzech strategii finansowania aktywów bieżących:

A. Agresywnej, polegającej na tym, że znaczna część stałego i całość zmiennego zapotrzebowania przedsiębiorstwa na źródła finansowania związane z aktywami bieżącymi pochodzi z finansowania krótkoterminowego.



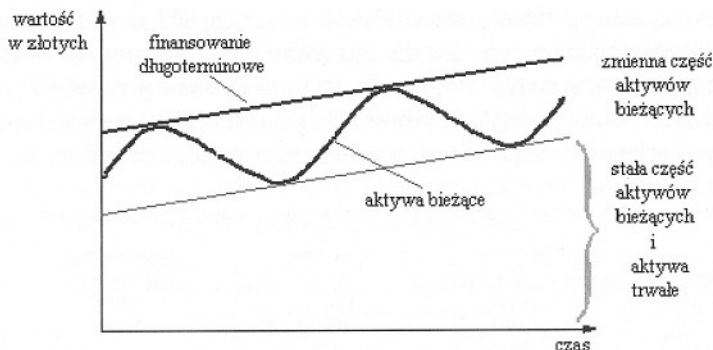
Rysunek 1. Agresywna strategia finansowania aktywów bieżących

Źródło: Opracowanie własne.

B. Umiarkowanej, przy której zmierza się do dostosowaniu okresu, na jaki potrzebne jest finansowanie do długości okresu, na jaki potrzebne są przedsiębiorstwu dane aktywa. W wyniku takiego podejścia, stała część aktywów bieżących finansowana jest w oparciu o kapitał długoterminowy, natomiast zmienna część tych aktywów finansowana jest kapitałem krótkoterminowym.

C. Konserwatywnej, polegającej na tym, że zarówno trwałe jak i zmienny stan aktywów bieżących jest utrzymywany w oparciu o finansowanie długoterminowe.

<sup>2</sup> Chodzi o ich „niefinansową” część, w odróżnieniu od mających finansowy charakter zobowiązań będących krótkoterminowymi kredytami i pożyczkami.



Rysunek 2. Konserwatywna strategia finansowania aktywów bieżących

Źródło: Opracowanie własne.

**Przykład 1.** Przedsiębiorstwo zastanawia się nad wyborem strategii finansowania aktywów bieżących. Jaką strategię powinien zarząd wybrać? Zysk przed odsetkami i opodatkowaniem w przypadku każdej strategii wynosi 4000 tys. złotych. Przedsiębiorstwo może finansować się długiem długoterminowym o koszcie 9% oraz kredytem krótkoterminowym o koszcie 7%. Koszt kapitału własnego dla danego poziomu zadłużenia oszacowano na poziomie 24%. Zadłużenie całkowite przedsiębiorstwa to 2000 tys. złotych, zobowiązania wobec dostawców to 500 tys. złotych, natomiast kapitał własny to 3000 tys. złotych. Udział długu długoterminowego w przypadku strategii agresywnej, wynosi 40% długu, w przypadku strategii umiarkowanej udział ten wynosi 70%, a dla strategii konserwatywnej 100%. Przedsiębiorstwo płaci podatek dochodowy na poziomie 19%. Pozostałe dane dotyczące tego przedsiębiorstwa znajdują się w tabeli 1.

Tabela 1. Sytuacja przedsiębiorstwa dla każdej dostępnej strategii finansowania aktywów bieżących (w tys. złotych)

	Agresywna	Umiarkowana	Konserwatywna
$\Delta EBIT$	4000	4000	4000
$\Delta NOPAT$	3240	3240	3240
$\Delta FCF$	3240	3240	3240
WACC	16,93%	17,12%	17,32%
$\Delta V^s$	14 138	13 925	13 707
$EVA_t$	2394	2384	2374

Źródło: Dane hipotetyczne.

Jak widać, agresywna strategia finansowania aktywów bieżących najprawdopodobniej będzie wiązała się z najwyższym przyrostem wartości przedsiębiorstwa. Taki wynik jednak nie musi być oczywisty. Wynika to z faktu, że wraz ze wzrostem poziomu finansowania się kapitałem obcym krótkoterminowym i zmniejszania się poziomu finansowania się kapitałem obcym długoterminowym (czyli z przechodzenia od konserwatywnej strategii finansowania aktywów bieżących do agresywnej strategii finansowania aktywów bieżących) rośnie poziom ryzyka. Niniejszy wzrost poziomu ryzyka powinien znaleźć odzwierciedlenie we wzroście kosztu kapitału własnego. Wynika to z faktu wzrostu kosztów trudności finansowych. Taką zmianę uwzględnia przykład 2.

**Przykład 2.** Przedsiębiorstwo zastanawia się nad wyborem strategii finansowania aktywów bieżących. Koszt kapitału własnego dla danego poziomu zadłużenia oszacowano na poziomie 24%

<sup>3</sup>  $\Delta V$  oszacowano przy założeniu nieskończonego horyzontu inwestycji oraz przy uwzględnieniu jako nakładu początkowego 5000 zamrożonego w przedsięwzięciu kapitału.

dla konserwatywnej strategii finansowania aktywów bieżących, 25% dla umiarkowanej strategii finansowania aktywów bieżących oraz 26% dla agresywnej strategii finansowania aktywów bieżących. Udział długu długoterminowego w przypadku strategii agresywnej wynosi 40% długu, w przypadku strategii umiarkowanej udział ten wynosi 70%, a dla strategii konserwatywnej 100%. Pozostałe dane dotyczące tego przedsiębiorstwa są identyczne z danymi z przykładu 1.

Tabela 2. Sytuacja przedsiębiorstwa dla każdej dostępnej strategii finansowania aktywów bieżących (w tys. złotych)

	Agresywna	Umiarkowana	Konserwatywna
$\Delta FCFF$	3240	3240	3240
WACC	18,13%	17,72%	17,32%
$\Delta V^4$	12 874	13 283	13 707
$EVA_t$	2334	2354	2374

Źródło: Dane hipotetyczne.

Jak widać, agresywna strategia finansowania aktywów bieżących jest po uwzględnieniu wzrostu kosztu kapitału własnego najmniej korzystna.

### 3. Strategie inwestowania w aktywa bieżące

Strategie inwestowania w aktywa bieżące (ang. *alternative current assets investment policies*) są stosowanymi przez przedsiębiorstwo sposobami podejścia do kształtowania wielkości i struktury aktywów bieżących. Istnieją trzy podstawowe strategie:

A. Agresywna, polegająca na minimalizowaniu poziomu składników rzeczowych aktywów i stosowania restrykcyjnego podejścia do udzielania kredytu kupieckiego. Minimalizowanie składników aktywów bieżących skutkuje, z jednej strony, oszczędnościami, które potem przenoszą się na wyższe wolne przepływy pieniężne. Z drugiej strony, zbyt niski poziom aktywów bieżących zwiększa ryzyko operacyjne. Za małe zapasy mogą skutkować zakłóceniami procesu produkcji i sprzedaży. Za małe należności najczęściej wiązać się będą z restrykcyjną polityką kredytu kupieckiego, a co za tym idzie, prawdopodobnie niższymi przychodami ze sprzedaży niż te, które towarzyszą liberalnej polityce udzielania kredytu kupieckiego. Zbyt małe transakcyjne zasoby środków pieniężnych mogą zaowocować zakłóceniami w regulowaniu zobowiązań, co może wpłynąć negatywnie na wizerunek przedsiębiorstwa.

B. Umiarkowana, polegająca na utrzymywaniu aktywów bieżących, a w szczególności zapasów i środków pieniężnych na przeciętnym poziomie.

C. Konserwatywna, wiążąca się z utrzymywaniem wysokiego poziomu aktywów bieżących (a w szczególności zapasów i środków pieniężnych) w przedsiębiorstwie oraz posiadania wysokiego poziomu należności poprzez stosowanie liberalnego podejścia do ściągania należnych kwot od odbiorców.

**Przykład 3.** Zarząd przedsiębiorstwa usiłuje ustalić optymalny poziom aktywów bieżących. Zarząd oczekuje przychodów ze sprzedaży na poziomie około 8000 tys. złotych. Wartość aktywów trwałych to 1500 tys. złotych. Przedsiębiorstwo chce utrzymać stopę zadłużenia na poziomie 40%. Przedsiębiorstwo finansuje się tylko długiem długoterminowym o stopie kosztu 9%. Przedsiębiorstwo ma trzy możliwości co do prognozowanego poziomu aktywów bieżących: a) agresywną strate-

<sup>4</sup>  $\Delta V$  oszacowano przy założeniu nieskończonego horyzontu inwestycji oraz przy uwzględnieniu jako nakładu początkowego 5000 zamrożonego w przedsięwzięciu kapitału.

gię inwestowania w aktywa bieżące, wymagającą aktywów bieżących na poziomie 30% prognozowanych przychodów ze sprzedaży, b) umiarkowaną strategię inwestowania w aktywa bieżące, związaną z utrzymywaniem aktywów bieżących na poziomie 50% przychodów ze sprzedaży, c) konserwatywną strategię, która wymaga bieżących aktywów na poziomie 70% przychodów ze sprzedaży. Przedsiębiorstwo spodziewa się zysku przed spłatą odsetek i opodatkowaniem w wysokości 60% całkowitych wpływów ze sprzedaży dla strategii agresywnej, 50% dla umiarkowanej oraz 40% dla konserwatywnej. Pozostałe dane identyczne jak w przykładzie 2.

Tabela 3. Sytuacja przedsiębiorstwa dla każdej z dostępnych strategii inwestowania w aktywa bieżące (w tys. złotych)

	Agresywna	Umiarkowana	Konserwatywna
Aktywa trwałe	1500	1500	1500
Aktywa bieżące	2400	4000	5600
Aktywa = Pasywa	3900	5500	7100
Kapitał własny	2040	3000	3960
Kapitał obcy	1360	2000	2640
Zobowiązania wobec dostawców	500	500	500
$\Delta EBIT$	4800	4000	3200
$\Delta NOPAT = \Delta FCFE$	3888	3240	2592
WACC	17,32%	17,32%	17,32%
$\Delta V^5$	19 048	13 707	8365
$EVA_t$	3299	2374	1449

Źródło: Dane hipotetyczne.

Jak widać, jeśli przedsiębiorstwo kieruje się maksymalizacją  $\Delta V$ , powinno wybrać strategię agresywną. Jednakże, podobnie jak w poprzednim punkcie, warto uwzględnić oddziaływanie wzrostu ryzyka na koszt kapitału własnego (a prawdopodobnie i obcego). Im strategia inwestowania w aktywa bieżące będzie bardziej agresywna, tym wyższe temu towarzyszy ryzyko. Natomiast wyższemu ryzyku powinny towarzyszyć wyższe stopy kosztu kapitału własnego oraz prawdopodobnie obcego.

Tabela 4. Sytuacja przedsiębiorstwa dla każdej z dostępnych strategii inwestowania w aktywa bieżące (w tys. złotych)

	Agresywna	Umiarkowana	Konserwatywna
Aktywa trwałe	1500	1500	1500
Aktywa bieżące	2400	4000	5600
Aktywa = Pasywa	3900	5500	7100
Kapitał własny	2040	3000	3960
Kapitał obcy	1360	2000	2640
Zobowiązania wobec dostawców	500	500	500
$\Delta EBIT$	4800	4000	3200
$\Delta NOPAT = \Delta FCFE$	3888	3240	2592
WACC	22,76%	20,04%	17,32%
$\Delta V^5$	13 680	11 168	8365
$EVA_t$	3114	2238	1449

Źródło: Dane hipotetyczne.

<sup>5</sup>  $\Delta V$  oszacowano przy założeniu nieskończonego horyzontu inwestycji oraz przy uwzględnieniu jako nakładu początkowego 3400 zamrożonego w przedsięwzięciu kapitału dla strategii agresywnej, 5000 dla umiarkowanej oraz 6600 dla konserwatywnej. Dla uproszczenia przyjęto fikcyjne założenie o niezależność poziomu sprzedaży i poziomu aktywów trwałych od strategii inwestowania w aktywa bieżące. W rzeczywistości im bardziej konserwatywna strategia, tym przychody ze sprzedaży bywają wyższe. Podobnie rzecz ma się z aktywami trwałymi i powiązanych z ich poziomem kosztami operacyjnymi i alternatywnymi.

<sup>6</sup>  $\Delta V$  oszacowano przy założeniu nieskończonego horyzontu inwestycji oraz przy uwzględnieniu jako nakładu początkowego 3400 zamrożonego w przedsięwzięciu kapitału dla strategii agresywnej, 5000 dla umiarkowanej oraz 6600 dla konserwatywnej.

**Przykład 4.** Zarząd przedsiębiorstwa usiłuje ustalić optymalny poziom aktywów bieżących. Dostawcy kapitału własnego finansującego przedsiębiorstwo zaproponowali koszt kapitału własnego na poziomie 32% dla strategii agresywnej, 28% dla umiarkowanej oraz 24% dla konserwatywnej. Wierzyciele zażądali dodatkowej premii za ryzyko w wysokości, w wyniku czego koszt długu dla strategii konserwatywnej wynosiłby 9%, dla umiarkowanej 10%, natomiast dla agresywnej 11%. Pozostałe dane identyczne jak w przykładzie 3.

Jak widać, zmiany strategii od konserwatywnej do agresywnej, poprzez wzrost ryzyka, wpływają na wzrost kosztu kapitału finansującego przedsiębiorstwo. Możliwe, że w określonych warunkach okaże się, iż wpływ ryzyka na koszt kapitału jest na tyle znamieny, że wybór strategii agresywnej będzie niekorzystny.

W omawianych przykładach przedsiębiorstwo powinno dokonać wyboru konserwatywnej strategii finansowania aktywów bieżących oraz agresywnej strategii inwestowania w aktywa bieżące.

### Podsumowanie

Podstawowym celem finansowym działania przedsiębiorstwa jest maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa. Szacować ją można między innymi poprzez zsumowanie przyszłych wolnych przepływów pieniężnych generowanych przez przedsiębiorstwo zdyskontowanych kosztem kapitału. Decyzje w zakresie zarządzania kapitałem obrotowym netto powinny także przyczynić się do realizacji głównego celu, jakim jest maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa. Decyzje te wpływać mogą zarówno na poziom wolnych przepływów pieniężnych jak i na stopę kosztu kapitału finansującego przedsiębiorstwo. W artykule omówiono prawdopodobne zmiany w zakresie stopy kosztu kapitału wynikające ze zmian w doborze strategii zarządzania kapitałem obrotowym netto, a co za tym idzie, spodziewane oddziaływanie takich zmian na wartość przedsiębiorstwa.

---

Dla uproszczenia przyjęto fikcyjne założenie o niezależność poziomu sprzedaży i poziomu aktywów trwałych od strategii inwestowania w aktywa bieżące. W rzeczywistości im bardziej konserwatywna strategia, tym przychody ze sprzedaży bywają wyższe. Podobnie rzecz ma się z aktywami trwałymi i powiązanych z ich poziomem kosztami operacyjnymi i alternatywnymi.