

Katarzyna Kreczmańska-Gigol

Poziom kapitału obrotowego netto w spółkach giełdowych

Ekonomiczne Problemy Usług nr 39, 220-227

2009

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

KATARZYNA KRECZMAŃSKA-GIGOL
Szkola Główna Handlowa w Warszawie

POZIOM KAPITAŁU OBROTOWEGO NETTO W SPÓLKACH GIEŁDOWYCH

Wprowadzenie

Prowadzenie działalności gospodarczej przez przedsiębiorstwo wiąże się z trzema zachodzącymi stale, równoległymi cyklami – cyklem inwestycyjnym, cyklem operacyjnym i cyklem finansowym. Cykl inwestycyjny polega na zakupie majątku trwałego, który służyć ma powiększeniu bogactwa przedsiębiorstwa w przyszłości. Cykl operacyjny polega na transformacji majątku obrotowego przedsiębiorstwa w celu uzyskania korzyści materialnych. Cykl finansowy polega na kształtowaniu źródeł finansowania majątku przedsiębiorstwa, czyli kapitałów.

Typowe zdarzenia w działalności operacyjnej przedsiębiorstwa produkcyjnego to¹:

- zakup materiałów i surowców,
- zapłata za materiały i surowce,
- wytworzenie produktów,
- sprzedaż produktów,
- zainkasowanie zapłaty.

Zdarzenia te nie muszą zachodzić w przedstawionej kolejności. W praktyce należy do tych zdarzeń dodać powstawanie zobowiązania wobec dostawców materiałów przy zakupie z odroczonym terminem płatności i powstawanie należności na skutek sprzedaży na kredyt. Powstawanie należności poprzedza etap ostatni, którym jest inkaso środków pieniężnych.

Głównym celem prowadzenia działalności gospodarczej jest wypracowywanie zysków, które pozwolą wynagradzać właścicieli za zaangażowanie kapitałów w działalność przedsiębiorstwa dywidendą lub wzrostem wartości przedsiębiorstwa. Jednak, o ile brak wypracowywanych zysków jednoznacznie skazuje przedsiębiorstwo w długim okresie na upadłość, to istnieje niebezpieczeństwo, że upadać mogą również przedsiębiorstwa zyskowe. Niebezpieczeństwo to wiąże się z utratą płynności mimo wypracowywania zysku.

¹ G. Michalski: *Wartość płynności w bieżącym zarządzaniu finansowym*. CeDeWu, Warszawa 2004, s. 21.

Z płynnością finansową przedsiębiorstwa wiąże się ściśle pojęcie kapitału obrotowego netto i strategii zarządzania tym kapitałem. Uznano, że jedną z najważniejszych cech charakterystycznych strategii zarządzania kapitałem obrotowym netto w przedsiębiorstwie jest poziom kapitału. W przypadku bezpiecznej strategii konserwatywnej poziom kapitału jest dodatni. W strategii agresywnej przedsiębiorstwo dąży do maksymalizacji zysku kosztem bezpieczeństwa płynności finansowej i decyduje się na utrzymywanie ujemnego poziomu kapitału obrotowego netto. W strategii umiarkowanej poziom kapitału obrotowego netto oscyluje wokół zera, a przedsiębiorstwo dąży do zachowania równowagi pomiędzy zyskownością i płynnością finansową.

Podstawą do napisania artykułu były badania przeprowadzone na grupie 318 spółek giełdowych². Celem badania było przeprowadzenie analizy poziomu kapitału obrotowego netto spółek giełdowych na dzień 31.12.2005, 31.12.2006 i 31.12.2007. Lata 2005–2007 przypadają na okres dobrej koniunktury gospodarczej w naszym kraju, a w związku z tym postanowiono zweryfikować tezę, że w okresie dobrej koniunktury gospodarczej przedsiębiorstwa chętniej decydują się na stosowanie agresywnej strategii zarządzania kapitałem obrotowym netto, co objawia się między innymi utrzymywaniem ujemnego poziomu kapitału obrotowego netto.

Istota kapitału obrotowego netto

W literaturze spotkać można dwa ujęcia kapitału obrotowego netto (KON) – ujęcie bilansowe i ujęcie kapitałowe. Zgodnie z ujęciem bilansowym, kapitał obrotowy netto jest to nadwyżka aktywów bieżących nad kapitałami bieżącymi³. Kapitał obrotowy netto jest to część aktywów bieżących, która nie jest przeznaczana na regulowanie bieżących zobowiązań⁴.

$$\text{Kapitał obrotowy netto} = \text{aktywa bieżące} - \text{bieżące zobowiązania} \quad (1)$$

Zgodnie z ujęciem kapitałowym, kapitał obrotowy netto jest to nadwyżka kapitałów stałych nad aktywami trwałymi⁵.

$$\begin{aligned} \text{Kapitał obrotowy netto} &= \\ &= (\text{kapitał własny} + \text{długoterminowy kapitał obcy}) - \text{aktywa trwałe} \end{aligned} \quad (2)$$

² Dane finansowe badanych spółek zaczerpnięto z bazy danych *Wyniki finansowe spółek giełdowych – Notoria_2008*.

³ J. Ostaszewski, T. Cicirko: *Finanse spółki akcyjnej*. Difin, Warszawa 2006, s. 48.

⁴ M. Sierpińska, T. Jachna: *Metody podejmowania decyzji finansowych. Analiza przykładów i przypadków*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 68; H.-J. Klepzig: *Working-Capital und Cash Flow. Finanzströme durch Prozessmanagement optimieren*. Betriebswirtschaftlicher Verlag Gabler, Wiesbaden 2008, s. 17.

⁵ *Ibidem*.

Kapitał obrotowy netto jest to część kapitałów stałych przedsiębiorstwa zaangażowana w finansowanie aktywów bieżących przedsiębiorstwa⁶. Kapitał obrotowy netto może osiągać różny poziom – dodatni, ujemny bądź równy zero. Kapitał obrotowy netto jest dodatni wówczas, gdy część aktywów bieżących przedsiębiorstwa jest finansowana kapitałami stałymi. Jeśli przedsiębiorstwo nie ma kapitału obrotowego netto, a całe aktywa stałe są finansowane kapitałami stałymi, to KON jest równy zero. Jeśli kapitały stałe przedsiębiorstwa wystarczają na finansowanie jedynie części aktywów trwałych, a pozostała część jest finansowana zobowiązaniami bieżącymi, to kapitał obrotowy netto jest ujemny.

Celem utrzymywania dodatniego poziomu kapitału obrotowego netto jest zmniejszenie ryzyka utraty płynności przez przedsiębiorstwo wynikającego z utrzymywania części mniej płynnych aktywów bieżących, czyli zapasów i należności, jak również ryzyka poniesienia strat związanych z niesprzedaniem części zapasów lub nieodzyskaniem części należności.

Analiza poziomu kapitału obrotowego netto na dzień 31.12.2005

Poziom kapitału obrotowego netto na 31.12.2005 roku w 318 badanych spółka wahał się od (-) 5 522 000 tys. zł do 3 245 629 tys. zł. Średni poziom kapitału obrotowego netto wśród badanych spółek w tym czasie wyniósł 8847,24 tys. zł. Z badanych spółek – 176, czyli 55%, wykazywało poziom KON niższy niż średni, a pozostałe spółki miały poziom powyżej średniej (45%). Spośród badanych 318 spółek – 76 spółek miało ujemny poziom kapitału obrotowego netto. Stanowiło to 24% badanych spółek. Pozostałe spółki miały dodatni KON. Można wyróżnić 6 spółek, które miały KON w przedziale od (-) 100 tys. zł do +100 tys. zł, co wskazywać może na to, że spółki starały się prowadzić umiarkowaną strategię zarządzania kapitałem obrotowym netto.

10% skrajnie niskich wyników na 31.12.2005 przybierało wartość od (-)5 522 000 tys. zł do (-)7929 tys. zł. Tylko dwie spółki miały KON poniżej (-)5 000 000 tys. zł, a dziewięć – poniżej (-)100 000 tys. zł. 10% skrajnie wysokich wyników wahało się od 90 545 tys. zł do 3 245 629 tys. zł. Trzy spółki miały KON powyżej 320 000 tys. zł, a jednocześnie różnica między czwartą, a trzecią wynosiła ponad 1 300 000 tys. zł.

Analiza kapitału obrotowego netto na dzień 31.12.2006

Poziom KON na dzień 31.12.2006 w badanych spółkach wahał się od (-)4 180 000 tys. zł do 2 938 321 tys. zł. Średni poziom kapitału obrotowego netto znacznie się podwyższył, w stosunku do 31.12.2005, i wyniósł 38 828,96 tys. zł. Tempo wzrostu wynosiło 338,88%. Ujemny poziom kapitału obrotowego netto wystąpił w 52 badanych spółkach, co stanowiło 16% próby badawczej. W pozostałych spółkach KON był dodatni. Dwie spółki

⁶ G. Michalski: *Płynność finansowa w małych i średnich przedsiębiorstwach*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 93.

miały KON w przedziale od (-)100 tys. zł do +100 tys. zł, co świadczyć może o strategii umiarkowanej.

Kolejnym krokiem było przeanalizowanie skrajnych wysokich wyników. Jedyne 5 spółek miało ujemny KON poniżej (-)100 000 tys. zł, a tylko 3 poniżej (-)150 000 tys. zł. Ponad 20 spółek miało ujemny kapitał większy niż (-50 000 tys. zł). Tylko 5 spośród badanych spółek miało poziom KON powyżej 400.000 tys. zł. Pozostałe 24 spółki o bardzo wysokim poziomie KON, miało poziom KON zbliżony do siebie w przedziale między nieco ponad 100 000 tys. zł do ok. 400 000 tys. zł.

Spośród badanych spółek -239 osiągnęło poziom KON poniżej średniej (75% badanych spółek), a pozostałe spółki charakteryzowały się wyższym niż średnia poziomem KON.

Analiza kapitału obrotowego netto na dzień 31.12.2007

Na dzień 31.12.2007 najniższy poziom KON wśród badanych spółek wyniósł (-)28 343 000 tys. zł, a najwyższy 5 164 450 tys. zł. W dniu 31.12.2007 ujemny KON miało 51 spółek, czyli 16% badanych. Wyróżnić należy cztery spółki, które miały poziom KON w przedziale od (-)100 tys. zł do +100 tys. zł, co wskazywać może na strategię umiarkowaną.

Średni poziom KON na dzień 31.12.2007 był ujemny i wyniósł (-)29 992,03 tys. zł. Analogicznie, jak na dzień 31.12.2005 roku przeanalizowano wyniki skrajne. Skrajnie niskie wyniki poziomu KON, które miało 10% badanych spółek 31.12.2007 roku wahały się od (-)28 343 000 tys. zł do (-)9182 tys. zł. Nawet wśród tych skrajnych przypadków różnice są bardzo duże. Należy zwrócić uwagę na to, że poziom kapitału obrotowego netto poniżej (-)200 000 tys. zł występuje u siedmiu spółek, a jedynie dwie spółki miały KON poniżej (-)7 500 000 tys. zł. Wśród 10% spółek o skrajnie wysokich wynikach – dziewięć miało poziom KON poniżej 200 000 tys. zł, dwadzieścia osiem nie przekroczyło poziomu 1 000 000 tys. zł, a cztery spółki miały poziom KON powyżej 2 000 000 tys. zł.

Analiza porównawcza poziomu kapitału obrotowego netto na dzień 31.12.2005, 31.12.2006, 31.12.2007

Zmiany poziomu KON u wszystkich spółek razem wziętych, czyli KON ogółem oraz średni poziom KON przypadający na jedną spółkę na koniec lat 2005, 2006 i 2007 przedstawia tabela 1. W dniu 31.12.2005 poziom kapitału obrotowego netto ogółem wszystkich badanych spółek był dodatni. W dniu 31.12.2006 roku uległ on kilkukrotnemu zwiększeniu w stosunku do 31.12.2005. W dniu 31.12.2007 roku nastąpiła zmiana i trend wzrostu nie był kontynuowany. Suma kapitału obrotowego netto w dniu 31.12.2007 roku była ujemna.

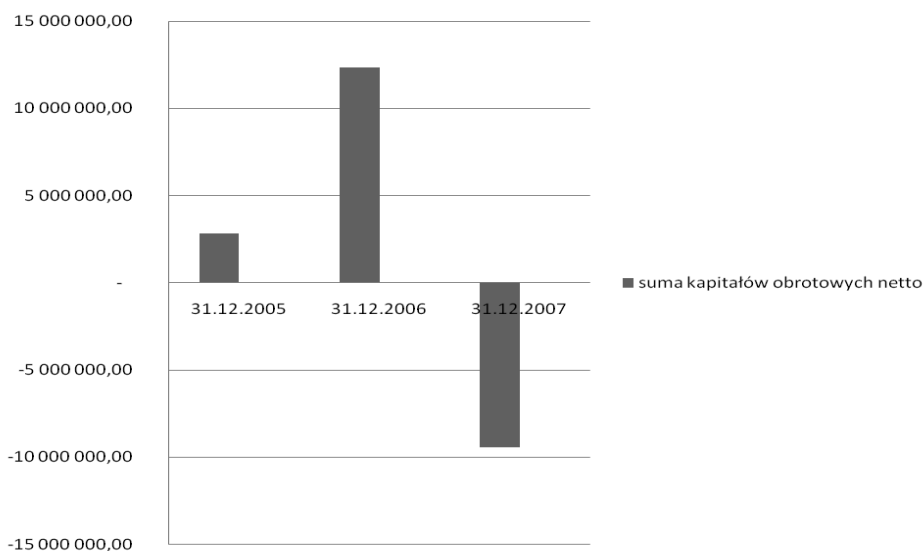
Podobnie zachowywał się średni poziom KON. W dniu 31.12.2006 roku znacznie wzrósł w porównaniu do 31.12.2005 roku, a następnie spadł w dniu 31.12.2007 i był ujemny. Wartość KON ogółem w badanych spółkach ilustruje rysunek 1, a średni poziom KON rysunek 2.

Tabela 1

Kapitał obrotowy netto ogółem wszystkich spółek i średni dla jednej spółki

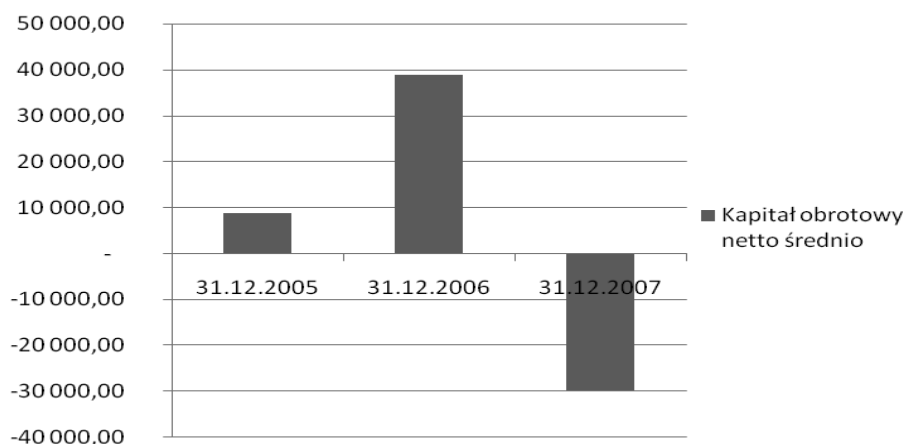
Data	31.12.2005 r.	31.12.2006 r.	31.12.2007 r.
Kapitał obrotowy netto ogółem	2 813 422,31	12 347 609,43	-9 442 065,63
Średnio	8 847,24	38 828,96	-29 692,03

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Notoria_2008.



Rys. 1. Kapitały obrotowe netto ogółem w badanych spółkach na koniec lat 2005, 2006 i 2007

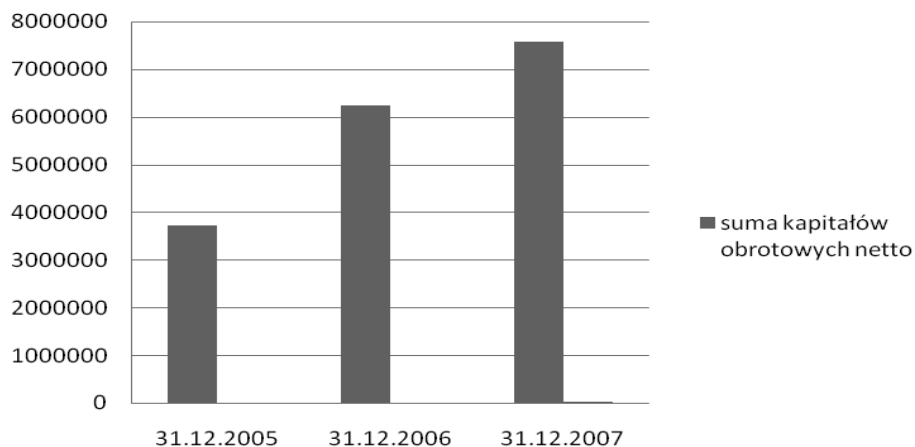
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Notoria_2008.



Rys. 2. Średni poziom kapitału obrotowego netto w badanych spółkach na koniec lat 2005, 2006 i 2007

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Notoria_2008.

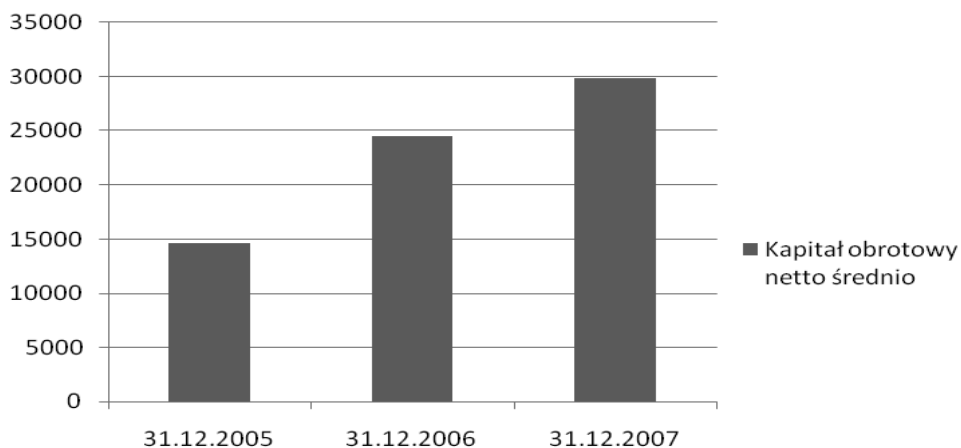
Można by wyciągnąć wniosek z tego, że przeciętna z badanych spółek zmieniła strategię zarządzania kapitałem obrotowym netto z konserwatywnej na agresywną. Jednak należy przeanalizować poziom kapitału obrotowego netto na koniec badanych lat oraz średni poziom tego wskaźnika w spółkach bez uwzględniania wyników skrajnych. Po pominięciu



Rys. 3. Kapitał obrotowy netto ogółem w badanych spółkach na koniec lat 2005, 2006 i 2007 bez uwzględnienia skrajnych wyników

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Notoria_2008.

10% skrajnie niskich i 10% skrajnie wysokich wyników okazuje się, że kapitał obrotowy netto ogółem, czyli suma KON we wszystkich badanych spółkach, rośnie w całym badanym okresie mniej więcej w tym samym tempie (patrz rys. 3). Średni poziom KON w spółkach również rośnie, co obrazuje rysunek 4.



Rys. 4. Średni poziom kapitału obrotowego netto w badanych spółkach na koniec lat 2005, 2006 i 2007 bez uwzględniania wyników skrajnych

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Notoria_2008.

Tabela 2

Rozkład kapitału obrotowego netto w badanych spółkach na koniec lat 2005, 2006 i 2007

Kapitał obrotowy netto	31.12.05	%	31.12.06	%	31.12.07	%
Ujemny	76	23,90	52	16,35	51	16,04
Dodatni	242	76,10	266	83,65	267	83,96
Liczba spółek poniżej średniej	176	55,35	239	75,16	194	61,01
Liczba spółek pow. średniej	142	44,65	79	24,84	124	38,99
Ogółem	318	100	318	100	318	100

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Notoria_2008.

Żeby lepiej zobrazować różnice między poziomem kapitału w spółkach przeciętnych i skrajnych należy spojrzeć na tabelę 2. Przedstawia ona rozkład kapitału obrotowego netto na koniec lat 2005, 2006 i 2007. Na koniec 2005 roku 76 spółek miało ujemny kapitał obrotowy netto i stanowiło to 23,9% wszystkich badanych spółek. Na koniec 2006 roku – spółek o ujemnym kapitale obrotowym netto ubyło. Pozostało ich tylko 52, czyli 16,35%. Na koniec

2007 roku kolejna firma dołączyła do grona firm o dodatnim kapitale obrotowym netto. W ten sposób już tylko 16,04% badanych przedsiębiorstw finansowało częściowo aktywa stałe zobowiązaniami bieżącymi. Wnioskować z tego można, że badane przedsiębiorstwa w przeważającej liczbie finansują całe aktywa stałe i część aktywów bieżących kapitałami stałymi, co prowadzi do ograniczania ryzyka utraty płynności przez przedsiębiorstwo, chociaż skutkować może obniżaniem zyskowności prowadzonej działalności. Tylko nieliczne z badanych przedsiębiorstw, tzw. skrajne przedsiębiorstwa, nie boją się finansowania aktywów stałych zobowiązaniami bieżącymi, mimo dobrej koniunktury na rynku. Można przypuszczać, że troska o bezpieczeństwo prowadzonej działalności była dla większości badanych spółek ważniejsza niż perspektywa wykorzystania dobrej koniunktury w celu maksymalizacji zysków przedsiębiorstwa.

Podsumowanie

Poziom kapitału obrotowego netto na koniec lat 2005, 2006 i 2007 ulegał znacznym wahaniom. Wzrósł na koniec 2006 roku w porównaniu do 31.12.2007, ale spadł rok później poniżej zera. Na sytuację tę miały wpływ przede wszystkim zmiany skrajnych poziomów kapitału obrotowego netto. Po przeanalizowaniu 80% spółek pozostałych po usunięciu 20% skrajnych poziomów okazało się, że w całym badanym okresie poziom kapitału obrotowego netto rósł i tak samo zachowywał się średni poziom. Jedynie nieco ponad 16% spółek na dzień 31.12.2007 roku miało ujemny kapitał obrotowy netto, chociaż analizując wszystkie spółki wydawało się, że musi ich być dużo więcej skoro kapitał obrotowy netto wszystkich spółek razem jest ujemny. Wśród badanych 318 spółek przeważająca większość z nich, bo 31.12.2005 – ponad 76%, a 31.12.2006 i 31.12.2007 ok. 84% stosowało konserwatywną politykę zarządzania kapitałem obrotowym netto, czyli mimo dobrej koniunktury gospodarczej nie zdecydowało się na mniej bezpieczną strategię.

WORKING CAPITAL OF STOCK LISTED COMPANIES

Summary

The research was dedicated to the analysis of the level of working capital. 318 stock listed companies have been analyzed. The research showed that working capital in total all companies was positive. In 31.12.2006, compared to 31.12.2005, working capital significantly increased. However, the following year there was a significant decrease of working capital which as a consequence was negative in 31.12.2007. It has been observed that 10% of the companies with extremely high working capital and 10% companies with extremely low working capital were decisive for the total level. After excluding the extremes the data showed that working capital in the remaining 80% of the companies increased throughout the whole analyzed period. The research proves that a vast majority of stock listed companies increased working capital in the analyzed period. In 31.12.2007 companies with extremely low working capital financed their fixed assets with current liabilities to such a big extent that they dominated the level of working capital in the total analyzed group.