



w branży budowlanej, osiągających wysokie, powyżej 100 000 000 zł, przychody. Jako kryterium klasyfikacji przyjęto średnią dla danego przedsiębiorstwa wartość przychodów w tym okresie.

Zarządzanie finansami jest istotnym elementem zarządzania w każdym typie przedsiębiorstw. Obecnie coraz większego znaczenia nabiera sterowanie płynnością podmiotów gospodarczych. W literaturze przedmiotu często porusza się problem wypłacalności, płynności czy też zarządzania finansami przedsiębiorstw produkcyjnych. Przedsiębiorstwa działające w obszarze branży budowlanej nie do końca mogą skorzystać z tak wypracowanych modeli. Zatem podejmowane działania w zakresie zarządzania finansami nie zawsze mogą być w całości oparte na teoretycznych modelach. Dlatego, według autorki, ważne jest, aby zidentyfikować obszary, gdzie decyzje finansowe mogą być odmienne niż te podejmowane w przedsiębiorstwach działających w innych obszarach gospodarki.

### **Zarządzanie aktywami bieżącymi**

Gospodarka środkami trwałymi obejmuje całość zagadnień techniczno-organizacyjnych i ekonomicznych związanych z ich pozyskiwaniem, ewidencją, wykorzystaniem, likwidacją i odtworzeniem. Celem gospodarowania środkami trwałymi jest takie ich wykorzystanie, aby przy najmniejszym ich zużyciu osiągnąć optymalny efekt nie tylko w postaci jakościowo dobrej produkcji, ale także minimalnych kosztów<sup>1</sup>.

Odmiennej charakter ma majątek obrotowy. Jego cechą charakterystyczną jest stosunkowo krótki okres przebywania w przedsiębiorstwie i wysoka rotacja. Za posiadane środki pieniężne jednostka zakupuje surowce i materiały, które następnie wprowadza do produkcji i uzyskuje wyroby gotowe. Sprzedając je inkasuje gotówkę, którą następnie przeznacza na dalszą produkcję, czyli na kolejny zakup surowców i materiałów realizując w ten sposób następną, zazębiającą się cyklę produkcji i obrotu. Okoliczność ta stwarza większą możliwość dostosowania wielkości i struktury majątku obrotowego do potrzeb rynku, przez co ryzyko inwestowania w majątek obrotowy jest znacznie mniejsze w stosunku do wysokiego ryzyka charakterystycznego dla majątku trwałego<sup>2</sup>.

Struktura majątku zdominowana przez majątek obrotowy jest na ogół korzystniejsza dla przedsiębiorstwa, ponieważ majątek ten w większym stopniu wpływać może na wzrost przychodów ze sprzedaży i poprawę obrotowości majątku. Co za tym idzie – przyczynia się do wzrostu zysku ze sprzedaży, poprawia płynność przedsiębiorstwa, a także stwarza lepsze możliwości dostosowania majątku do potrzeb rynku<sup>3</sup>. Jednakże należy

<sup>1</sup> W. Świetlik, *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Warszawie, Warszawa 1999, s. 82.

<sup>2</sup> Por. M. Krajewski, *Zarządzanie majątkiem obrotowym*, ODDK, Gdańsk 1997, ss. 75-82.

<sup>3</sup> W. Gabrusewicz, *Podstawy analizy finansowej*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2005, s. 70.

zaznaczyć, że struktura majątku przedsiębiorstwa zależy od branży, do której ono należy oraz od rodzaju produkcji. Ponadto na strukturę majątku oddziałuje także poziom wyposażenia technicznego, sposób i poziom wyceny składników majątkowych oraz efektywność wykorzystania majątku<sup>4</sup>.

Podejmując problematykę związaną z krótkookresowym podejmowaniem decyzji w jednostkach gospodarczych, warto zwrócić szczególną uwagę na aktywa obrotowe oraz kształtowanie ich na odpowiednim poziomie.

Zarządzanie poziomem oraz strukturą poszczególnych, wskazanych powyżej, składników aktywów obrotowych wiąże się wykorzystaniem określonego modelu. W literaturze przedmiotu najczęściej mówi się dwóch strategiach zarządzania aktywami obrotowymi w ramach zarządzania kapitałem obrotowym. Strategia konserwatywna w zakresie aktywów bieżących wyraża się przede wszystkim chęcią utrzymania w przedsiębiorstwie wysokiej kwoty najbardziej płynnych aktywów, a więc gotówki i krótkoterminowych papierów wartościowych (więcej niż 50% wartości całych aktywów). Nadwyżka płynności służy do likwidacji zobowiązań spontanicznych w terminie ich wymagalności na wypadek, gdyby brakowało wpływów operacyjnych. Utrzymanie nadwyżki płynności odbija się na niższym potencjalnym zysku. Mogą również wystąpić dodatkowe koszty związane z nadmiernymi запасami, które mają służyć zaspokojeniu niespodziewanego popytu. Większy udział kapitału w finansowaniu działalności firmy powoduje, że w tym przypadku wskaźnik zwrotu z kapitału jest niski. Natomiast w strategii agresywnej zaleca się ograniczanie płynnych aktywów (gotówki i krótkoterminowych papierów wartościowych) poniżej poziomu 50% wartości całych aktywów. Podstawą efektywności tych działań jest wysoka rentowność aktywów trwałych, których wykorzystaniu nie sprzyjałoby duże zamrożenie środków obrotowych. Niski udział gotówki w aktywach stwarza korzystną przesłankę do uzyskania wyższego poziomu zwrotu z kapitału<sup>5</sup>. Strategie te stanowią podstawę opracowania trzech typów polityki zarządzania aktywami obrotowymi, które przedstawiono poniżej:

- 1) polityka N – z niskim udziałem, w granicach 0 do 39,99%,
- 2) polityka P – z przeciętnym udziałem, w granicach 40-79,99%,
- 3) polityka W – z wysokim udziałem, powyżej 80%.

Przeprowadzając wstępną analizę bilansu, oblicza się udział poszczególnych składników majątku i kapitałów, czyli poszczególnych pozycji aktywów i pasywów lub ich grup w łącznej sumie bilansowej<sup>6</sup>. Korzystając z tych założeń analizy wstępnej można policzyć udział aktywów bieżących w sumie bilansowej, który posłuży do oznaczenia rodzaju polityki stosowanej wobec aktywów bieżących w analizowanych podmiotach gospodarczych.

<sup>4</sup> B. Olzacka, R. Pałczyńska-Gościńska, *Jak ocenić firmę. Metodyka badania i przykłady liczbowe*, ODDK, Gdańsk 1998, s. 27-28.

<sup>5</sup> M. Sierpińska, D. Wędzki, *Zarządzania płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa 1997.

<sup>6</sup> *Analiza finansowa w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, praca zbiorowa pod redakcją L. Bednarskiego, T. Waśniewskiego, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1996.

$$\text{Udział aktywów bieżących} = \frac{\text{aktywa bieżące (rok badany)}}{\text{suma aktywów (roku badanego)}} \times 100\%$$

Przez aktywa bieżące rozumie się tutaj część majątku wykazanego w bilansie – aktywa obrotowe, na które składają się zapasy, należności krótkoterminowe, z wyłączeniem należności od odbiorców płatnych po okresie dłuższym niż 12 miesięcy licząc od dnia bilansowego, inwestycje krótkoterminowe oraz krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe. Udział policzony zostanie zgodnie ze wskaźnikami struktury – jako udział aktywów bieżących w całości majątku przedsiębiorstwa.

Ze względu na to, iż w jednostkach gospodarczych prowadzących różny typ działalności gospodarczej poziom niezbędnych zapasów, ale także majątku trwałego może być różny, nie można jednakowo identyfikować podejmowanej polityki zarządzania aktywami bieżącymi. Zaproponowane przedziały odnoszące się do poszczególnych typów polityki dotyczą przede wszystkim przedsiębiorstw wybranych do analizy. W analizowanych jednostkach obserwuje się potrzebę występowania zapasów oraz należności krótkoterminowych jako niezbędnego elementu związanego z wykonywaną działalnością. Stąd też autorka, 40% udział aktywów bieżących uznaje za niski. Przeciętny udział dotyczy przedsiębiorstw gromadzących większy majątek w aktywach bieżących, bo sięgający prawie 80% całości aktywów. Natomiast typ polityki nazwany W związany jest z wysokim, przekraczającym 80% udziałem aktywów bieżących w wartości majątku.

W związku z tym wielkość struktury aktywów bieżących, a tym samym obrany typ polityki krótkookresowego zarządzania finansami zależeć będzie od wielkości całego zgromadzonego majątku oraz wielkości i struktury poszczególnych składników aktywów obrotowych tworzących aktywa bieżące. Istotnego znaczenia w krótkookresowym zarządzaniu finansami nabiera m.in. ustalenie odpowiedniego poziomu oraz struktury poszczególnych składników ujętych w bilansie w części aktywów obrotowych.

### Zarządzanie pasywami bieżącymi

Podejmując politykę krótkookresowego zarządzania finansami, z punktu widzenia źródeł finansowania majątku, szczególną uwagę należy zwrócić na kształtowanie i strukturę pasywów bieżących. Strukturę kapitałów ukazać można jako procentowy udział poszczególnych źródeł finansowania w majątku przedsiębiorstwa<sup>7</sup>. Przez pasywa bieżące rozumie się tę część zobowiązań bieżących, które będą spłacane w ciągu najbliższych 12 miesięcy. Zatem ze zobowiązań krótkoterminowych wyłącza się tę część zobowiązań wobec dostawców, która będzie spłacana w okresie powyżej 1 roku od dnia bilansowego. Podobnie jak w przypadku aktywów bieżących

<sup>7</sup> *Analiza finansowa w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, praca zbiorowa pod red. E. Urbańczyka, Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2001, s. 259.

tak i w przypadku kształtowania pasywów bieżących możemy mówić o trzech typach polityki ustalania struktury kapitałowej. Strukturę tę wyznacza się używając wskaźnika udziału pasywów bieżących w finansowanym majątku, co można przedstawić za pomocą następującego wzoru:

$$\text{Udział pasywów bieżących} = \frac{\text{pasywa bieżące (rok badany)}}{\text{suma pasywów (roku badanego)}} \times 100\%$$

Obliczone w ten sposób wskaźniki struktury będą stanowić podstawę opracowania trzech typów polityki zarządzania pasywami bieżącymi, które przedstawiono poniżej:

- 1) polityka N – z niskim udziałem, w granicach 0 do 39,99%,
- 2) polityka P – z przeciętnym udziałem, w granicach 40-79,99%,
- 3) polityka W – z wysokim udziałem, powyżej 80%.

Typy polityki gospodarowania pasywami bieżącymi wywodzą się ze strategii zarządzania kapitałem obrotowym. Zgodnie z tymi strategiami można wyróżnić dwie podstawowe strategie zarządzania pasywami bieżącymi: konserwatywną i agresywną. *Konserwatywna* strategia pasywów wyraża się w dążeniu do minimalizacji udziału krótkoterminowego zadłużenia w strukturze źródeł finansowania majątku firmy (poniżej 50% wartości całych pasywów). W praktyce sprowadza się ona do minimalizacji kredytu krótkoterminowego lub do całkowitej rezygnacji z kredytu długoterminowego i zastąpienia go środkami własnymi. Zmniejsza to zdecydowania groźbę braku wypłacalności, ale wymaga w zamian wysokiej stopy zwrotu, które zrekomensowałyby straty z tytułu zaangażowania droższych funduszy własnych. *Agresywna* strategia pasywów, w przeciwieństwie do konserwatywnej strategii pasywów, polega na maksymalizacji funduszy okresowych kosztem kapitału stałego (powyżej poziomu 50% wartości całych pasywów). Oznacza to, że udział krótkoterminowego zadłużenia w kapitałach ogółem jest powiększony. Oprócz zwiększonego ryzyka utraty płynności finansowej, stosowanie tej strategii powoduje podrożenie kapitału obcego z uwagi na wzrost krańcowego kosztu kapitału wynikający z konieczności zrekomensowania tego ryzyka odpowiednią stopą zwrotu kapitału.

Polityka N, związana po części z konserwatywną strategią w zarządzaniu pasywami bieżącymi, dotyczy jednostek, w których finansowanie majątku w większości odbywa się kapitałem własnym. Przyjęto założenie, że polityka ta występuje w jednostkach, w których zobowiązania bieżące nie przekraczają 40%. Można przyjąć, że wiąże się to z dość wysokim poziomem bezpieczeństwa prowadzonej działalności. Jednakże należy zauważyć, że mówimy tutaj tylko o zobowiązaniach krótkoterminowych.

Drugi rodzaj polityki – P, dotyczy jednostek w których pasywa bieżące stanowią od 40 do 79,99% całości pasywów. Zatem majątek jednostek finansowany jest w dużym stopniu przez zobowiązania krótkoterminowe.

Trzeci model zarządzania pasywami bieżącymi – polityka W, dotyczy podmiotów gospodarczych, które swoją działalność w znacznej większości finansują zobowiązaniami krótkoterminowymi, które stanowią ponad 80% całości pasywów.

Każdy ze wskazanych modeli zarządzania pasywami bieżącymi wynika z podjętych decyzji finansowych związanych między innymi z ustaleniem struktury finansowania majątku. Decyzje w tym zakresie podejmowane powinny być z uwzględnieniem wszelkiego rodzaju kosztów i korzyści wynikających nie tylko dla jednostki ale również dla właścicieli powierzonego kapitału. Niemniej jednak wszelkie decyzje powinny służyć osiągnięciu celu działania przedsiębiorstwa<sup>8</sup>.

Nie można podać jednego sposobu na ustalenie struktury kapitałów w przedsiębiorstwie. Każda jednostka gospodarcza działająca na rynku powinna jak najbardziej optymalnie kształtować strukturę swoich kapitałów, prowadząc do maksymalizacji wartości firmy i minimalizacji średniego kosztu kapitału.

### **Kapitał obrotowy**

Efektom zastosowanej kombinacji polityki w zakresie zarządzania aktywami bieżącymi oraz pasywami bieżącymi jest poziom dostępnego dla przedsiębiorstwa kapitału obrotowego netto.

W teorii finansów przedsiębiorstw jednym z kluczowych zagadnień jest określenie istoty i pojęcia tak zwanego kapitału obrotowego określanego też jako kapitał pracujący czy też majątek obrotowy netto. W literaturze przedmiotu używa się tych określeń zamiennie aczkolwiek nie ma w tej materii jednoznaczności. W *Leksykonie rachunkowości* preferuje się nazwę „kapitał pracujący”, co jest dosłownym tłumaczeniem angielskiego working capital<sup>9</sup>.

Kapitał obrotowy jest częścią ogólnego kapitału firmy, który finansuje bieżące aktywa. Jego wielkość ustala się jako różnicę pomiędzy bieżącymi aktywami i bieżącymi zobowiązaniami. Może on mieć wartość dodatnią (jeżeli majątek trwały jest niższy niż kapitał stały w przedsiębiorstwie), bądź ujemną (gdy majątek trwały jest wyższy niż kapitał stały), lub być równy zeru (w przypadku, gdy majątek trwały i kapitał stały mają taką samą wartość)<sup>10</sup>.

Kapitałem obrotowym netto będzie w ujęciu bilansowym (księgowym, majątkowym) różnicą pomiędzy aktywami obrotowymi a bieżącymi zobowiązaniami. Zaś, w ujęciu finansowym (kapitałowym) kapitał obrotowy netto to różnica pomiędzy kapitałem stałym i aktywami trwałymi<sup>11</sup>.

<sup>8</sup> Por. E. F. Brigham, P. R. Daves, *Intermediate Financial Management*, Thomson, Mason 2004, s. 5; R. A. Brealey, S. C. Myers, F. Allen, *Corporate Finance, 8th edition*, McGraw-Hill, Irwin, Boston 2006

<sup>9</sup> *Leksykon rachunkowości*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1996, s. 76

<sup>10</sup> *Finanse firmy*, praca zbiorowa pod red. J. Kołaczyk, Wydawnictwo Międzynarodowej Szkoły Zarządzania, Warszawa 1993

<sup>11</sup> Szerzej: G. Gołębiowski, *W jaki sposób możesz wpływać na poziom kapitału obrotowego?*, [w:] *Analiza i kontrola finansowa w praktyce*, Wydawnictwo Wiedza i Praktyka, Warszawa 2004.

Zgodnie z powyższymi stwierdzeniami, sposób wyliczania kapitału obrotowego netto według dwóch ujęć, można ująć w sposób następujący<sup>12</sup>:

#### A. Ujęcie księgowo (majątkowe):

$$\text{Kapitał obrotowy netto} = \text{Aktywa bieżące} - \text{Krótkoterminowe źródła finansowania aktywów bieżących}$$

#### B. lub ujęcie kapitałowe:

$$\text{Kapitał obrotowy netto} = \text{Kapitał stały} - \text{Majątek trwały}$$

Dodatni kapitał pracujący występuje wtedy, gdy część aktywów obrotowych jest finansowane kapitałem stałym. Mamy zatem do czynienia z sytuacją, że część cyklu operacyjnego (eksploatacyjnego) finansowana jest kapitałem własnym i kapitałami długoterminowym obcymi, a nie tylko zobowiązaniami bieżącymi (kapitałami krótkoterminowymi).

Czerpanie środków finansowych zabezpieczających funkcjonowanie podmiotu w zakresie zaspokojenie bieżących zobowiązań wymaga angażowania kapitału pracującego, czyli przyjmowania takiej strategii działania, aby dążyć do utrzymania nadwyżki aktywów obrotowych nad krótkoterminowymi zobowiązaniami. Jest to sytuacja najbardziej oczekiwana, biorąc pod uwagę zasadę zarządzania finansami przedsiębiorstw, przyjętą z myślą o zrealizowaniu określonych wcześniej celów zarządzania. Według standardów zachodnioeuropejskich przyjmuje się, że dla zapewnienia przyszłego bytu przedsiębiorstwa (ang. *going concern*) kapitał własny powinien gwarantować pokrycie aktywów trwałych, co najmniej w 70%, natomiast kapitał własny powiększony o długoterminowy kapitał obcy, musi być większy od 100% wartości aktywów trwałych<sup>13</sup>.

Ujemny kapitał obrotowy najczęściej jest zjawiskiem niepożądanym. Oznacza sytuację, gdy kapitały długoterminowe nie w pełni pokrywają aktywa trwałe. Niemniej jednak, często w przypadku przedsiębiorstw handlowych taka sytuacja jest dość powszechna. Najbardziej skrajnym przykładem są wielkie sieci handlowe, które szybko obracają swoimi aktywami obrotowymi, jednocześnie utrzymując zobowiązania handlowe relatywnie długo.

Ostatnim możliwym wariantem wielkości kapitału obrotowego jest jego zerowy poziom. Aktywa bieżące są równe zobowiązaniom krótkoterminowym, a aktywa trwałe kapitałom stałym. Zwolennicy „złotego środka”, czyli koncepcji zerowego kapitału obrotowego twierdzą, że osiągnięcie zerowego poziomu zaangażowania kapitału obrotowego jest możliwe przez dążenie do minimalizowania należności i zapasów przy jednoczesnym maksymalizowaniu zobowiązań wobec dostawców. Generuje to środki pieniężne i przyspiesza

<sup>12</sup> <http://www.michalstopka.pl/kapital-obrotowy-netto-nwc-net-working-capital/> dostęp 2013-11-19.

<sup>13</sup> *Polityka bilansowa i analiza finansowa*, pod red. K. Sawickiego, Ekspert Wydawnictwo i Doradztwo, Wrocław 2001, s. 142.

produkcję, co ułatwia dokonywanie dostaw na czas i sprawniejsze działanie.

Poza korzyściami finansowymi obniżania kapitału obrotowego (utrzymywania go na zerowym poziomie) jest fakt zmuszenia zarządzających przedsiębiorstwami do produkowania i dostarczania towarów szybciej, niż robi to konkurencja, co ułatwia pozyskanie nowych zamówień i otrzymywanie lepszych cen dzięki ich szybkiej realizacji.

### Modele krótkookresowego zarządzania finansami

Przyjęte przez autorkę, dla wyznaczenia modeli krótkookresowego zarządzania, wartości przedziałów dla udziału aktywów bieżących dotyczą także udziału pasywów bieżących. Opracowane wartości przedziałów udziału aktywów oraz pasywów bieżących wynikają przede wszystkim z analizy literatury oraz analizy zebranych wyników badań. Z literatury znane są opracowania dla strategii zarządzania kapitałem obrotowym, gdzie dla danego rodzaju strategii przyjmuje się wartości wskaźników udziału odpowiednio poniżej i powyżej 50%. Stąd też autorka starała się odpowiednio zmodyfikować tę formułę. Jako niski udział przyjęła wartości wskaźników struktury nie przekraczające 40%. Jest wartość niższa od 50%, ale dość wysoka, wynika to z faktu, że jednostki poddane badaniu prowadzą taki rodzaj działalności, który wiąże się z dość wysokim stanem należności od odbiorców oraz sporymi zapasami nie tylko materiałów ale także produkcji w toku. Podobnie przedstawiono udział pasywów bieżących. Tutaj również wartości nie przekraczające 40% uznano za niskie. Wynika to z faktu, że długi okres realizacji inwestycji wymaga negocjowania dłuższych okresów na jakie zaciągane są zobowiązania.

Łącząc różne kombinacje polityki zarządzania aktywami i pasywami bieżącymi zbudowano dziewięć możliwych do zastosowania modeli krótkookresowego zarządzania finansami:

		0-39,99%	40-79,99%	pow. 80%	
Struktura pasywów bieżących	<b>Model N-W</b>	<b>Model P-W</b>	<b>Model W-W</b>	pow. 80%	
	<b>Model N-P</b>	<b>Model P-P</b>	<b>Model W-P</b>	40-79,99%	
	<b>Model N-N</b>	<b>Model P-N</b>	<b>Model W-N</b>	0-39,99%	
		Struktura aktywów bieżących			

- 1) model N-N – z niskim udziałem aktywów bieżących oraz niskim udziałem pasywów bieżących,
- 2) model P-N – z przeciętnym udziałem aktywów bieżących oraz niskim udziałem pasywów bieżących,
- 3) model W-N – z wysokim udziałem aktywów bieżących oraz niskim udziałem pasywów bieżących,
- 4) model N-P – z niskim udziałem aktywów bieżących oraz przeciętnym udziałem pasywów bieżących,
- 5) model P-P – z przeciętnym udziałem aktywów bieżących oraz przeciętnym



- udziałem pasywów bieżących,
- 6) model W-P – z wysokim udziałem aktywów bieżących oraz przeciętnym udziałem pasywów bieżących,
  - 7) model N-W – z niskim udziałem aktywów bieżących oraz wysokim udziałem pasywów bieżących,
  - 8) model P-W – z przeciętnym udziałem aktywów bieżących oraz wysokim udziałem pasywów bieżących,
  - 9) model W-W – z wysokim udziałem aktywów bieżących oraz wysokim udziałem pasywów bieżących.

### Identyfikacja modeli krótkookresowego zarządzania finansami w wybranych przedsiębiorstwach

Podmioty gospodarcze osiągające wysokie przychody podchodziły do zarządzania krótkookresowego w nieco umiarkowany sposób.

Tabela 1. Krótkookresowe zarządzanie finansami oraz poziom kapitału obrotowego netto w 2006 i 2007 roku

Lp.	Nazwa przedsiębiorstwa	2006 rok		2007 rok	
		Typ polityki	Kapitał obrotowy netto	Typ polityki	Kapitał obrotowy netto
1	Berger Bau	P-W	-1463068,26	P-W	-9755252,76
2	Bielskie PBP	P-P	3695902,80	W-P	12280265,77
3	BOBREX	W-P	15293343,82	W-P	15537060,88
4	DORACO	P-P	15674386,50	P-P	13447987,08
5	Echo Investment	P-N	266605000,00	P-N	285472000,00
6	ELBIS	P-N	32036684,53	P-N	35961389,01
7	Feroco	P-P	25052482,64	P-P	24557408,73
8	Hossa	P-P	9791693,22	W-P	31838745,41
9	Hydrobudowa	W-P	32886162,70	W-P	29392887,22
10	HydroBud Włocławek	W-P	14076725,80	W-P	65390000,00
11	Mercor	P-N	19058936,00	P-N	27454603,39
12	Mostostal-Zabrze	P-W	-59348000,00	N-W	-186376000,00
13	PRD Lubartów	P-P	4812271,41	P-P	4176582,13
14	RdBud	W-P	4134300,00	W-W	4773000,00
15	SgiBaltis	P-N	93563464,80	P-N	59791951,76
16	Strada	P-P	3539940,35	P-P	5816088,36
17	TRADING	W-W	7270968,69	W-P	9152006,87
18	Trasko	P-N	19779150,83	W-P	24036504,06
19	Zespół Elektro Łódź	N-N	138221832,10	N-N	176895523,40

Źródło: opracowanie własne, na podstawie informacji finansowych pozyskanych z przedsiębiorstw

Prawie 70% przebadanych jednostek utrzymywało aktywa bieżące tylko na przeciętnym poziomie, natomiast udział pasywów bieżących kształtował się na niskim, lub przeciętnym poziomie. Jedynie przedsiębiorstwo „Trading” (osiągające najwyższe przychody) prowadziło inną politykę zarządzania krótkookresowego stosując W-W.

Przedsiębiorstwa należące do tej grupy obok wysokich przychodów dysponują także wysokim kapitałem obrotowym netto. Odnotowuje się wśród tych jednostek najwyższą średnią wartość kapitału obrotowego netto na poziomie prawie 34 mln zł. Również wśród tych podmiotów znalazły się takie, które w krótkookresowym zarządzaniu finansami zastosowały model P-W i dysponują ujemnym kapitałem obrotowym netto. Natomiast najwyższą wartością kapitału obrotowego netto dysponuje jednostka stosująca politykę N-N.

Analizowane podmioty gospodarcze w swoim krótkookresowym zarządzaniu finansami stosowały te typy polityki, które związane były z utrzymywaniem przeciętnego bądź wysokiego poziomu aktywów bieżących. Różne modele zastosowane przez poszczególne przedsiębiorstwa z tej grupy zostały przedstawione w powyższej tabeli. Udział aktywów bieżących w całości majątku tych przedsiębiorstw kształtował od 40% do ponad 80%. Nieco inaczej kształtowały one strukturę swoich kapitałów. Pasywa bieżące w większości jednostek stanowiły poniżej 80% źródeł finansowania majątku. W większości przedsiębiorstwa z tej grupy zastosowały w krótkookresowym zarządzaniu swoimi finansami politykę: P-P - 20% jednostek, kolejne 20% P-N oraz W-P – prawie 40%.

Średnia wartość kapitału obrotowego netto w 2007 roku dla omawianych przedsiębiorstw była wysoka (co przedstawia tabela 1) jednakże nieco niższa niż w poprzednim roku i wyniosła nieco ponad 33 mln zł. Dwa przedsiębiorstwa stosujące taktykę N-W i P-W dysponowały ujemnym kapitałem obrotowym netto. Wybór pozostałych typów polityki oznaczał dla jednych przedsiębiorstw kapitał obrotowy netto powyżej średniej, a dla innych, stosujących ten sam typ, poniżej średniej. Natomiast przedsiębiorstwo stosujące politykę N-N dysponowało kapitałem obrotowym netto zdecydowanie powyżej wartości średniej.

Przedsiębiorstwa w 2008 roku zastosowały pięć z dziewięciu modeli krótkookresowego zarządzania finansami. Przedstawia je tabela 2. Prawie połowa zastosowała model W-P. Zatem utrzymywała wysoki poziom aktywów bieżących przy przeciętnym poziomie pasywów bieżących. Ponad 25% jednostek z tej grupy zastosowało P-P, czyli utrzymywało pasywa bieżące również na przeciętnym poziomie, ale ich aktywa bieżące stanowiły mniejszy, przeciętny udział. Jedno przedsiębiorstwo, „RdBud”, podobnie jak w poprzednim roku zastosowało politykę W-W. Aktywa bieżące stanowiły tam ponad 95% majątku, a pasywa bieżące ponad 85% jego kapitałów.

Tabela 2. Krótkookresowe zarządzanie finansami oraz poziom kapitału obrotowego netto w 2008 i 2009 roku

Lp.	Nazwa przedsiębiorstwa	2008		2009	
		Typ polityki	Kapitał obrotowy netto	Typ polityki	Kapitał obrotowy netto
1.	Berger Bau	P-P	1757799,05	P-P	-1220916,70
2.	Bielskie PBP	W-P	13292965,04	W-P	19958195,19
3.	BOBREX	W-P	21228162,92	W-P	22708805,94
4.	DORACO	P-P	13924835,91	P-N	29206486,02
5.	Echo Investment	P-N	257129000,00	P-N	445715000,00
6.	ELBIS	P-N	29598031,09	P-N	31977191,95
7.	Feroco	W-P	24178361,29	W-P	29925733,14
8.	Hossa	W-P	94043309,55	W-P	136296903,20
9.	Hydrobudowa	W-P	32751121,76	W-P	47040203,90
10.	HydroBud Włocławek	W-P	62765000,00	W-P	135211000,00
11.	Mercor	P-P	17513646,78	P-N	79157000,00
12.	Mostostal-Zabrze	P-P	24226000,00	P-N	33631000,00
13.	PRD Lubartów	P-P	6610336,93	P-P	10046618,90
14.	RdBud	W-W	6693700,00	W-W	8676810,00
15.	SgiBaltis	N-N	5424408,08	W-N	427815113,90
16.	Strada	W-P	6384103,18	P-P	3951828,28
17.	TRADING	W-P	21264859,48	W-P	24459482,85
18.	Trasko	W-P	26895342,95	W-P	51747923,80
19.	ZespółElektro Łódź	N-N	220386377,70	N-N	224939340,70

Źródło: Opracowanie własne, na podstawie informacji finansowych pozyskanych z przedsiębiorstw

Średnia wartość kapitału obrotowego netto w 2008 roku przekroczyła 46 mln zł. Wszystkie podmioty, bez względu na zastosowany rodzaj modelu krótkookresowego zarządzania finansami, dysponowały dodatnim kapitałem obrotowym netto. Najwyższą jego wartością dysponuje przedsiębiorstwo „EchoInvestment”

Analizowane przedsiębiorstwa w 2009 roku, podobnie jak w roku poprzednim, stosowały zróżnicowane modele krótkookresowego zarządzania finansami. Zastosowane rodzaje polityki oraz kapitał obrotowy netto przedstawia tabela 2. Prawie 53% jednostek z tej grupy utrzymuje wysoki, ponad 80% udział aktywów bieżących, jedno utrzymuje niski, poniżej 40% udział, pozostałe utrzymują ten składnik na przeciętnym poziomie. Pasywa bieżące w prawie 60% badanych jednostek są utrzymywane na przeciętnym poziomie, w jednym na wysokim, ponad 80% poziomie, pozostałe utrzymują ten składnik pasywów na niskim, poniżej 40% poziomie. Tylko w jednym przedsiębiorstwie mamy do czynienia z modelem N-N, a więc z utrzymywaniem niskiego poziomu zarówno aktywów, jak i pasywów bieżących. Również tylko jedno przedsiębiorstwo z tej grupy przychodów

wybrało w 2009 roku typ zarządzania związany z utrzymywaniem wysokiego, ponad 80% poziomu aktywów i pasywów bieżących.

Sredni kapitał obrotowy netto w 2009 roku w porównaniu z rokiem poprzednim wzrósł prawie dwukrotnie. W przeciwieństwie do poprzedniego roku, kiedy wszystkie podmioty dysponowały dodatnią wartością kapitału obrotowego, w badanym okresie jedno z przedsiębiorstw dysponuje ujemną wartością kapitału pracującego. Było to przedsiębiorstwo „Berger Bau”, które w krótkookresowym zarządzaniu finansami zastosowało model P-P. udział pasywów bieżących w finansowaniu działalności jednostki był o 2% wyższy niż udział bieżących aktywów w majątku. Najwyższym kapitałem obrotowym netto dysponuje „EchoInvestment” stosujące politykę P-N, gdzie różnica pomiędzy poziomem pasywów bieżących i aktywów bieżących wynosi prawie 34%. Podobnym poziomem kapitału pracującego dysponuje „SgiBaltis” z grupy W-N. W tym przedsiębiorstwie udział aktywów bieżących w majątku przedsiębiorstwa jest o ponad 71% większy niż udział pasywów bieżących w kapitałach.

Tabela 3. Krótkookresowe zarządzanie finansami oraz poziom kapitału obrotowego netto w 2010 roku

Lp.	Nazwa przedsiębiorstwa	Typ polityki	Kapitał obrotowy netto
1.	Berger Bau	P-P	18101277,82
2.	Bielskie PBP	W-P	30255757,57
3.	BOBREX	P-P	20360261,02
4.	DORACO	P-P	1219618,74
5.	Echo Investment	P-N	525224000,00
6.	ELBIS	P-N	35538459,30
7.	Feroco	P-W	-86794429,49
8.	Hossa	W-P	173626112,30
9.	Hydrobudowa	W-P	42851893,07
10.	HydroBud Włocławek	P-N	296449000,00
11.	Mercor	N-N	-30688000,00
12.	Mostostal-Zabrze	P-N	53050000,00
13.	PRD Lubartów	P-P	3796519,18
14.	RdBud	W-W	11783910,00
15.	SgiBaltis	W-N	357906362,60
16.	Strada	P-P	3018771,19
17.	TRADING	W-W	16394884,35
18.	Trasko	W-P	75553637,65
19.	ZespółElektro Łódź	N-N	207578963,60

Źródło: opracowanie własne, na podstawie informacji finansowych pozyskanych z przedsiębiorstw

Omawiane podmioty w 2010 roku stosowały siedem modeli krótkookresowego zarządzania finansami. W tabeli 3 zostały przedstawione rodzaje polityki, jaką wybrały poszczególne podmioty z tej grupy. Zarówno

w zarządzaniu aktywami bieżącymi, jak i pasywami stosowano różne podejście i poszczególne podmioty utrzymywały te składniki od niskiego po wysoki poziom. Ponad połowa przedsiębiorstw utrzymywała aktywa bieżące na przeciętnym poziomie, kolejne 37% na wysokim, a tylko dwa podmioty na niskim poziomie. Nieco mniej, bo 47% podmiotów z tej grupy pasywa bieżące utrzymywało na przeciętnym poziomie, kolejne 37% na niskim, a pozostałe 3 jednostki na wysokim poziomie.

Różnorodność stosowanych typów modeli wpłynęła na zróżnicowanie poziomu kapitału obrotowego jakim dysponowały w 2010 roku jednostki z tej grupy. Średnia wartość kapitału pracującego nieco (o 0,34%) spadła w porównaniu z poprzednim rokiem. W przeciwieństwie do poprzedniego roku, nie jedno ale dwa podmioty dysponują ujemnym kapitałem obrotowym netto. Jedno, „Mercor”, stosujące politykę N-N, w którym to udział aktywów bieżących jest o prawie 7% niższy niż udział pasywów bieżących. Drugie, „Feroco”, stosujące P-W. Tutaj udział pasywów bieżących w źródłach finansowania majątku jest wyższy o 96% od udziału aktywów bieżących w zgromadzonym majątku. Najwyższą wartością kapitału obrotowego netto dysponuje „Echo Investment”, stosujące w krótkookresowym zarządzaniu finansami model P-N, gdzie udział aktywów bieżących w majątku przewyższał udział bieżących pasywów w kapitałach o prawie 40%.

## Podsumowanie

Podsumowując analizę zidentyfikowanych modeli krótkookresowego zarządzania finansami w wybranych przedsiębiorstwach z branży budowlanej, osiągających wysokie przychody ze sprzedaży, zauważyć należy, że przedsiębiorstwa te w większości wybierały modele związane z wyższym udziałem aktywów bieżących niż pasywów bieżących. Większość przedsiębiorstw w ciągu badanego okresu stosowała różne rodzaje krótkookresowego zarządzania finansami. Tylko w niektórych z nich obserwujemy ten sam typ polityki przez wszystkie badane lata. Takich przedsiębiorstw było tylko 6, zastosowały one cztery różne modele.

Tabela 4. Przedsiębiorstwa stosujące przez cały badany okres jeden model krótkookresowego zarządzania finansami

Lp.	Nazwa przedsiębiorstwa	Typ polityki
1	Zespół Elektro Łódź	N-N
2	Echo Investment	P-N
3	ELBIS	P-N
4	DORACO	P-P
5	PRD Lubartów	P-P
6	Hydrobudowa	W-P

Źródło: opracowanie własne na podstawie wcześniej opracowanych modeli krótkookresowego zarządzania finansami

Zastosowane strategie, niezależnie od poziomu aktywów bieżących czy pasywów bieżących, zapewniły tym podmiotom przez cały analizowany okres kapitał obrotowy netto na dodatnim poziomie.

## Bibliografia

- Analiza finansowa w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, praca zbiorowa pod redakcją Bednarski L., Waśniewski T., Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1996.
- Analiza finansowa w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, praca zbiorowa pod red. E. Urbańczyka, Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2001.
- Bień W., *Optymalizacja struktury kapitałów przedsiębiorstwa*, „Rachunkowość” 1995, nr 9.
- Brealey R. A., Myers S. C., Allen F., *Corporate Finance*, 8<sup>th</sup> edition, McGraw-Hill, Irwin, Boston 2006.
- Brigham E. F., Daves P. R., *Intermediate Financial Management*, Thomson, Mason 2004.
- Finanse firmy*, praca zbiorowa pod red. J. Kołaczyk, Wydawnictwo Międzynarodowej Szkoły Zarządzania, Warszawa 1993.
- Gabrusewicz W., *Podstawy analizy finansowej*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2005.
- Gołębiowski G., *W jaki sposób możesz wpływać na poziom kapitału obrotowego?*, [w:] *Analiza i kontrola finansowa w praktyce*, Wydawnictwo Wiedza i Praktyka, Warszawa 2004.
- Krajewski M., *Zarządzanie majątkiem obrotowym*, ODDK, Gdańsk 1997
- Leksykon finansów*, pod red. Głuchowski J., Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2001.
- Leksykon rachunkowości*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1996
- Olzacka B., Pałczyńska-Gościńska R., *Jak ocenić firmę. Metodyka badania i przykłady liczbowe*, ODDK, Gdańsk 1998.
- Sierpińska M., Wędzki D., *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa 1997.
- Świetlik W., *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Warszawie, Warszawa 1999.
- Wędzki D., *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2003.
- <http://www.michalstopka.pl/kapital-obrotowy-netto-nwc-net-working-capital/>