

MARLENA GRABOWSKA**Politechnika Częstochowska****ANALIZA KAPITAŁU PRACUJĄCEGO I PRZEPIYWÓW PIENIĘŻNYCH
W ZARZĄDZANIU SPÓLKAMI KAPITAŁOWYMI****1. Wprowadzenie**

Powszechnie przyjętym strategicznym, długookresowym dążeniem przedsiębiorstwa jest maksymalizacja jego wartości rynkowej. Natomiast zasadniczy cel działalności w krótkim okresie łączy się przede wszystkim z podejmowaniem decyzji implikujących utrzymanie bieżącej płynności finansowej podmiotu. W literaturze przedmiotu istnieje pogląd mówiący, iż utrzymanie płynności jest warunkiem niezbędnym do dalszego funkcjonowania przedsiębiorstwa, nawet przy przejściowych problemach z rentownością prowadzonej działalności.¹

Generalnie można przyjąć, że decyzje związane z utrzymaniem płynności finansowej odnoszą się do gospodarowania bieżącymi składnikami majątku przedsiębiorstwa (jego należnościami, zapasami i środkami pieniężnymi) oraz do gospodarowania jego bieżącymi zobowiązaniami. Analizując funkcjonującą w literaturze przedmiotu definicję płynności finansowej przedsiębiorstwa można przyjąć pogląd wyrażony przez J. Duraję i M. Burzykowską wskazujący na płynność finansową rozpatrywaną w trzech ujęciach tj.: zdolność zamiany określonych składników majątku obrotowego na gotówkę, zdolność przedsiębiorstwa do regulowania zobowiązań bieżących oraz strumienie wpływów i wydatków finansowych przedsiębiorstwa.²

Powyższe ujęcie płynności finansowej przedsiębiorstwa pozwala wnioskować, iż jest to złożona kategoria ekonomiczna, będącą nie tylko podstawą do funkcjonowania przedsiębiorstwa, ale także platformą kontynuacji działalności i rozwoju podmiotu. Posiadanie przez przedsiębiorstwo płynności finansowej jest warunkiem koniecznym (ale nie wystarczającym) do osiągnięcia celu działalności, przez który należy rozumieć kreowanie wartości dla właścicieli. Natomiast brak płynności finansowej może stać się pierwszym krokiem do upadku podmiotu.

Podstawą analizy płynności przedsiębiorstwa są zazwyczaj dane zawarte w sprawozdaniu finansowym jednostki. Mając na uwadze informacje w nim zamieszczone można wskazać, iż literatura przedmiotu i praktyka gospodarcza oceniają płynność finansową w ujęciu statycznym i dynamicznym. Podstawą statycznej analizy płynności jest bilans przedsiębiorstwa zawierający informacje o wartości majątku i źródłach jego finansowania na dzień sporządzenia sprawozdania. Pomocnymi do wyznaczenia płynności finansowej w ujęciu dynamicznym są zazwyczaj informacje zawarte w rachunku przepływów pieniężnych. „Informa-

¹ Maślanka T., *Przepływy pieniężne w zarządzaniu finansami przedsiębiorstw*, C.H.Beck, Warszawa 2008: s. 31 – 60.

² Burzykowska M., Duraj J., *Controllingowy wymiar oceny płynności finansowej przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2009: s. 8 – 14.

cje zawarte w rachunku przepływów pieniężnych odzwierciedlają sposoby pozyskiwania i wykorzystania środków pieniężnych, które są niezbędne do prawidłowego działania przedsiębiorstwa.³ Można wskazać, iż rachunek ten stanowi źródło oceny zmiany sytuacji finansowej przedsiębiorstwa, która została wywołana przez określone strumienie wpływów i wydatków w ciągu danego okresu. Mierniki skonstruowane na podstawie danych zawartych w sprawozdaniu finansowym należą do jednych z podstawowych pozwalających na stworzenie systemu monitoringu finansowego⁴, którego jednym z głównych zadań jest ostrzeganie przed zagrożeniami kontynuacji działalności i ocena możliwości rozwojowych.

2. Istota zarządzania kapitałem pracującym przedsiębiorstwa

Jedną z możliwości pomiaru płynności finansowej w ujęciu statycznym jest wyznaczenie i analiza wartości kapitału obrotowego. W literaturze przedmiotu pojęcie kapitału obrotowego rozpatrywane jest w ujęciu brutto (szersze ujęcie) i netto (węższe ujęcie).⁵ W rozległym znaczeniu pojęcie kapitału obrotowego odpowiada wartości aktywów obrotowych finansowanych zobowiązaniami bieżącym oraz kapitałami stałymi (kapitałami oddanymi do dyspozycji przedsiębiorstwa na okres dłuższy niż rok tj. zobowiązaniami długoterminowymi i kapitałami własnymi). Natomiast w węższym ujęciu kapitał obrotowy netto rozumiany jest jako różnica między wartością kapitałów stałych, a wartością posiadanych przez przedsiębiorstwo aktywów trwałych. W tym rozumieniu kapitał obrotowy netto nazywany jest także w literaturze przedmiotu⁶ kapitałem pracującym.⁷

Powyższy sposób wyznaczenia wartości kapitału obrotowego netto określany jest jako podejście kapitałowe, ponieważ punktem wyjścia w tej metodzie są kapitały zaangażowane w działalność przedsiębiorstwa przez okres dłuższy niż rok bilansowy. W innym sposobie obliczenia wartości kapitału pracującego, nazywanym sposobem majątkowym, od aktywów obrotowych odejmuje się krótkoterminowe źródła finansowania, do których zalicza się przede wszystkim zobowiązania bieżące. Kwestią dyskusyjną jest zaliczenie (lub nie) do wartości krótkoterminowych źródeł finansowania przedsiębiorstwa składników ujętych w pasywach tj.: rezerwy na zobowiązania i rozliczenia międzyokresowe. Wartość kapitału pracującego obliczona jednym lub drugim sposobem musi się sobie równać. Pozostałe składniki pasywów zaliczane są opcjonalnie do kapitałów stałych lub kapitałów krótkoterminowych w zależności od ich funkcji pełnionych w danym podmiocie.

Przyjęcie powyższych założeń wyznaczających metodę obliczania wartości kapitału pracującego pozwala na określenie trzech charakterystycznych poziomów tego kapitału.

³ *Ibid.*, s.2.

⁴ Kościelniak H., Nowakowska-Grunt J., *Zastosowanie wskaźnika syntetycznego w monitoringu finansowym przedsiębiorstwa*, [w:] *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, red. E. Urbańczyk, *Zeszyty Naukowe nr 577*, Wyd. Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2009: s. 71.

⁵ Czekaj J., Dresler Z., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002: s. 117.

⁶ Dębski W., *Teoretyczne i praktyczne aspekty zarządzania finansami przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005: s. 236.

⁷ W dalszej części opracowania pojęcie kapitału obrotowego będzie rozumiane także w znaczeniu kapitału pracującego.

W generalnym ujęciu kapitał pracujący może przybrać wartość dodatnią, zerową lub ujemną.⁸

Dodatnia wartość kapitału pracującego oznacza, iż różnica między wartością kapitału stałego, a wartością aktywów trwałych jest większa od zera. Tym samym składniki źródeł finansowania jakim dysponuje dany podmiot przez okres dłuższy niż rok, finansują w całości majątek wykorzystywany w działalności gospodarczej przez okres co najmniej roku, a dodatnia wartość kapitału pracującego wskazuje na część kapitałów stałych będących źródłem finansowania aktywów obrotowych. Im wyższy poziom osiąga kapitał pracujący, tym lepsza jest sytuacja danego podmiotu w zakresie jego wypłacalności.⁹ Dodatni poziom kapitału pracującego oznacza zatem utrzymanie w danym podmiocie płynności finansowej, rozumianej jako zdolność do regulowania zobowiązań bieżących z posiadanych składników majątku obrotowego. Zdolność ta uzależniona jest od udziału zapasów, należności i inwestycji krótkoterminowych w ogólnej wartości aktywów obrotowych.

J. Duraj i M. Burzykowska wskazują, iż konieczność posiadania przez przedsiębiorstwo dodatniej wartości kapitału pracującego oznacza, że kapitał ten jest częścią majątku obrotowego finansowaną zobowiązaniami długoterminowymi i tym samym odzwierciedla nadwyżkę majątku obrotowego nad wartością zobowiązań bieżących.¹⁰ Cytowani autorzy dowodzą także, iż posiadanie dodatniego kapitału pracującego oznacza istnienie możliwości spłaty wszystkich zobowiązań bieżących z posiadanych składników aktywów obrotowych. Jednakże możliwość ta jest zróżnicowana i uzależniona przede wszystkim od warunków i sytuacji na rynku, gdzie dokonywana jest sprzedaż produktów i świadczone są usługi oraz następuje zakup przedmiotów pracy.

Kapitał pracujący może także przybrać poziom zerowy. W takim przypadku wartość kapitału stałego odpowiada wartości aktywów trwałych, a wartość aktywów obrotowych jest równa źródłom finansowania oddanym do dyspozycji przedsiębiorstw na okres krótszy niż jeden rok obrachunkowy. Sytuacja taka oznacza, iż dany podmiot nie ponosi kosztów, związanych z wykorzystywaniem do finansowania majątku, składników kapitału stałego. Są to przede wszystkim koszty utraconych możliwości łączące się z angażowaniem w finansowanie aktywów kapitałów własnych oraz koszty odsetek od kapitału obcego długoterminowego. Ponadto przy zerowym poziomie kapitału pracującego przedsiębiorstwo na bieżąco reguluje swoje zobowiązania z posiadanych składników majątku obrotowego. Rzadko spotykaną możliwością jest osiągnięcie poziomu zerowego dla kapitału pracującego. W rzeczywistości jego wartość może oscylować wokół zera przybierając niewielkie wartości dodatnie lub ujemne.

Poziom kapitał pracującego mniejszy od zera jest typowy dla sytuacji, w której wartość aktywów trwałych przewyższa wartość kapitałów stałych zaangażowanych w prowadzenie działalności gospodarczej. Aktywa, niezbędne do funkcjonowania przedsiębiorstwa, przez okres dłuższy niż rok finansowane są, w takim przypadku, przez źródła, które należy spłacić w ciągu roku obrachunkowego. Suma zapasów, należności i inwestycji krótkoterminowych, jakimi dysponuje przedsiębiorstwo jest niewystarczająca do uregulowania zob-

⁸ Sierpińska M., Wędzki D., *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 1999: s. 73 – 78.

⁹ Bednarski L., i in., *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstwa*, Wyd. AE we Wrocławiu, Wrocław 2001: s. 112 – 119.

¹⁰ Burzykowska M., Duraj J., *Controllingowy wymiar oceny płynności finansowej przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2009: s. 8 – 14.

wiązań bieżących. W takiej sytuacji z jednej strony zmniejsza się koszt kapitału stałego, ale zwiększa się ryzyko utraty płynności finansowej. Uregulowanie wszystkich zobowiązań bieżących w przedsiębiorstwie wymaga pozbycia się części aktywów trwałych.

Istotne znaczenie w działalności danej jednostki ma odpowiednie zarządzanie poziomem kapitału pracującego przedsiębiorstwa. W literaturze przedmiotu pojęcie zarządzania kapitałem obrotowym netto (kapitałem pracującym) rozumiane jest jako całokształt działań zorientowanych głównie na utrzymanie bieżącej płynności finansowej, ale kształtujących także rentowność przedsiębiorstwa.¹¹ Gospodarowanie tym kapitałem łączy ze sobą aspekty związane z zarządzaniem płynnością finansową podmiotu i zarządzaniem jego zyskownością. Tym samym kształtuje nie tylko zdolność do regulowania zobowiązań bieżących, ale także wpływa na wzrost lub obniżenie zwrotu z kapitału zaangażowanego w działalność przedsiębiorstwa.

Decyzje dotyczące zarządzania kapitałem pracującym powinny zarówno zmierzać do optymalizacji wielkości i struktury aktywów obrotowych, w celu maksymalizacji przychodów ze sprzedaży, jak też optymalizować zadłużenie przedsiębiorstwa, ponieważ zwiększanie długu prowadzi do wzrostu ryzyka finansowego i wzrostu kosztu kapitału własnego. W zarządzaniu kapitałem pracującym przyjmuje się, iż przyrost tej wartości ekonomicznej powinien korelować z przyrostem przychodów ze sprzedaży¹² B. Pomykalska i P. Pomykalski zauważają także, iż brak możliwości powiększenia kapitału pracującego w odniesieniu do przyrostów wartości przychodów ze sprzedaży przyczynia się do podejmowania działań związanych m.in. z: ograniczeniem zapasów, redukcją poziomu należności poprzez zmniejszenie zakresu kredytowania odbiorców, czy też wydłużeniem terminów, w ciągu których regulowane są zobowiązania.

Zarządzanie kapitałem pracującym łączy się z utrzymaniem właściwego poziomu i struktury tego kapitału. Jego zbyt niski poziom grozi utratą płynności finansowej. Natomiast zbyt wysoki może być przyczyną powstawania dodatkowych kosztów finansowania części aktywów obrotowych lub powstawania kosztów utraconych możliwości, jeżeli majątek finansowany jest z własnych źródeł. Duże znaczenie dla efektywnego zarządzania podmiotem w krótkim okresie ma zatem utrzymanie właściwego poziomu kapitału obrotowego i umiejętne sterowanie jego zmianami i źródłami jego finansowania.¹³ Kształtowanie poziomu kapitału pracującego łączy się przyjęciem odpowiedniej strategii finansowania przedsiębiorstwa w krótkim okresie. I. Otolą sugeruje, że decyzje dotyczące kapitału i jego struktury określają zarówno poziom kapitału pracującego, jak też wpływają na wybór strategii finansowania działań przedsiębiorstwa.¹⁴

Strategia finansowania przedsiębiorstwa odnosi się do działania celowego o charakterze długookresowym opierającego się na wyborze właściwej opcji finansowania działalności danego podmiotu. Opcja ta powinna uwzględniać między innymi takie elementy jak:

¹¹ Pomykalska B., Pomykalski P., *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2007: s. 164 – 167.

¹² *Ibid.*, str.4.

¹³ Sierpińska M., Wędzki D., *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 1999: s. 73 – 78.

¹⁴ Otolą I., *Financial strategies of company, [w:] Equity management. Strategy and control.*, red. M. Grabowska, Wyd. WZPCz, Częstochowa 2010: s. 16.

szanse i zagrożenia występujące na rynku, właściwą ocenę słabych i silnych stron działalności, a także ocenę skutków decyzji interesariuszy danego podmiotu. A. Tokarski wskazuje, iż strategię finansowania można łączyć z działaniami odnoszącymi się do pozyskiwania i alokacji kapitału w składniki aktywów z uwzględnieniem założonego celu przedsiębiorstwa.¹⁵ Autor ten podkreśla potrzebę uwzględnienia, w strategii finansowania przedsiębiorstwa, zarówno procesów finansowych, jak i rzeczowych zachodzących w danym podmiocie.

Strategie zarządzania kapitałem obrotowym netto wkomponowane są w ogólną strategię finansowania działalności, będąc jej strategią cząstkową skupioną na finansowaniu działalności operacyjnej. W teorii i praktyce zarządzania wyróżnia się trzy zasadnicze rodzaje strategii finansowania działalności tj.:^{16, 17} strategia agresywna (zwana także dynamiczną, ryzykowną, aktywną, ofensywną, rozwojową), strategia umiarkowana (określana również jako strategia harmonijna, równowagi lub elastyczną) oraz strategia konserwatywna (nazywana strategią zachowawczą, łagodną, defensywną, pasywną pesymistyczną lub przetrwania). Zasadnicze cechy wymienionych strategii zostały scharakteryzowane poprzez synonimy ich nazwy.

W strategii agresywnej poziom kapitału pracującego jest ujemny. Przyjęcie takiej postawy wiąże się z finansowaniem całych aktywów obrotowych i części aktywów trwałych krótkoterminowymi obcymi źródłami. Strategia ta cechuje się niską płynnością finansową, ale także relatywnie niskimi kosztami kapitału, odnoszącymi się do kredytów kupieckich i kredytów krótkoterminowych. Tym samym zyskowność kapitału własnego jest wysoka. Zadaniem strategii ofensywnej jest pełne wykorzystanie szans stwarzanych przez rynek, a także akceptacja wyższego poziomu ryzyka prowadzonej działalności. Przyjęcie i realizacja tej strategii może przynieść zarówno wysokie korzyści, jak i duże straty.

Pośrednią strategią (między ofensywną i defensywną) jest strategia umiarkowana, wiążąca się z oscylowaniem wartości kapitału pracującego wokół zera. Tym samym aktywa trwałe są w pełni finansowane kapitałem stałym, a aktywa obrotowe źródłami krótkoterminowymi. Podmiot realizujący tę strategię zachowuje bieżącą płynność finansową. Ryzyko finansowe w tej sytuacji ma charakter umiarkowany, ponieważ w podmiocie istnieje zdolność do spłaty zobowiązań bieżących, ale z poświęceniem na ten cel wszystkich aktywów obrotowych.

Celem strategii defensywnej jest przede wszystkim minimalizacja ryzyka prowadzonej działalności, a także utrzymanie i zwiększanie wypracowanej wiarygodności oraz utrzymanie pozycji rynkowej przedsiębiorstwa. Strategia ta realizowana jest głównie przez budowę trwałych podstaw, które gotowe są zabezpieczyć i uchronić przedsiębiorstwo przed niestabilnością sytuacji rynkowej. Wartość kapitału pracującego w tym przypadku jest większa od zera.

B. Pomykalska i P. Pomykalski wskazują także, iż zasadnicza różnica między strategią konserwatywną, umiarkowaną i agresywną sprowadza się do płynnego operowania strukturą

¹⁵ Kołosowska B., i in., *Strategie finansowania działalności przedsiębiorstw*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006: s. 13 – 32.

¹⁶ Brigham E.F., Huston J.F., *Fundamentals of Financial Management*, Harcourt College Publishers, 2000: s. 747.

¹⁷ Kołosowska B., i in., *Strategie finansowania działalności przedsiębiorstw*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006: s. 13 – 32.

aktywów bieżących i strukturą pasywów bieżących.¹⁸ Autorzy ci wskazują ponadto, że w strategiach zarządzania kapitałem obrotowym netto wykorzystywane są różne formy finansowania, tj.: krótkoterminowe kredyty bankowe, kredyty kupieckie, krótkoterminowe papiery dłużne, czy też factoring.

M. Sierpińska i D. Wędzki wskazują na zasadnicze sposoby kształtowania poziomu kapitału pracującego¹⁹, które można określić narzędziami realizacji strategii zarządzania tym kapitałem. W generalnym ujęciu zwiększenie wartości kapitału pracującego może odbywać się poprzez zmniejszenie stanu aktywów trwałych w wyniku upłynienia zbędnych środków, likwidacji zużytych środków trwałych, czy też ograniczenie inwestycji w aktywa o okresie używalności powyżej roku obrachunkowego. Innym sposobem na podwyższenie poziomu kapitału pracującego jest zwiększenie wartości kapitałów własnych np. drogą emisji akcji lub pozostawienia w przedsiębiorstwie wygosparowanego zysku. Poziom kapitału pracującego rośnie również w wyniku wzrostu długoterminowego zadłużenia podmiotu.

Spadek wartości kapitału pracującego może być wynikiem działań gospodarczych przeciwnych w odniesieniu do wymienionych powyżej. Zwiększając inwestycje przedsiębiorstwa w środki trwałe, wartości niematerialne i prawne, czy też należności długoterminowe podnosi się wartość aktywów trwałych, a przez to obniżany jest poziom kapitału pracującego. Podobny skutek ekonomiczny przynoszą działania po stronie pasywów bilansu polegające np. na: obniżeniu wartości kapitału własnego w skutek umorzenia akcji, wypłaty dywidendy, pokrycia straty bilansowej, czy też spłata zadłużenia długoterminowego.

Zmiany poziomu tegoż kapitału kształtują sytuację przedsiębiorstwa w zakresie bieżącej płynności finansowej. Natomiast prowadzone strategie gospodarowania tym kapitałem są skutecznym narzędziem działań mających znaczenie dla funkcjonowania podmiotu zarówno w krótkiej, jak w długiej perspektywie czasowej. Utrzymanie płynności finansowej przedsiębiorstwa uzależnione jest w znacznym stopniu od poziomu i struktury kapitału obrotowego. Kapitał obrotowy swoistym buforem bezpieczeństwa przedsiębiorstwa, ułatwiającym zachowanie płynności finansowej²⁰. Kapitał obrotowy jest niezbędny dla zmniejszenia ryzyka wynikającego z finansowania aktywów obrotowych. W generalnym ujęciu ryzyko to może być związane z brakiem popytu na wyroby i usługi przedsiębiorstwa, czy też z trudnością w odzyskiwaniu należności od kontrahentów, przy jednoczesnej konieczności regulowania zobowiązań bieżących.

3. Operacyjne, inwestycyjne i finansowe przepływy pieniężne w przedsiębiorstwie

Powyższe rozważania odnoszące się do strategii zarządzania kapitałem pracującym rozważały płynność finansową w ujęciu statycznym. Dane niezbędne do wyznaczenia poziomu tego kapitału pochodzą z danego momentu czasowego, tym samym nie mają charakteru dynamicznego. Płynność w ujęciu dynamicznym może być rozpatrywana na podstawie strumieni wypływów i wydatków przedsiębiorstwa, określanych jako przepływy pieniężne. J. Duraj i M. Burzykowska wskazują, iż zmiany w sytuacji finansowej przedsiębiorstwa

¹⁸ Pomykańska B., Pomykański P., *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2007: s. 164 – 167.

¹⁹ Sierpińska M., Wędzki D., *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 1999: s. 73 – 78.

²⁰ *Ibid.*, str.6.

wywołane wartością wpływów i wydatków w ujęciu kasowym, pozwalają poznać rzeczywistą sytuację danego podmiotu, jego zdolność do generowania gotówki i jej ekwiwalentów, zdolność do spłaty zadłużenia, a także zdolność do samofinansowania przyszłych wydatków inwestycyjnych.²¹

Przepływy pieniężne mogą być wyznaczane różnorodnie, w zależności od sposobu ich sporządzania (np. metodą pośrednią, pozwalającą na przekształcenie danych finansowych z ujęcia memoriałowego na kasowe), stopnia szczegółowości i przyjętych celów sprawozdawczych.²² W ujęciu uproszczonym przez przepływy pieniężne można rozumieć sumę wyniku finansowego i odpisów amortyzacyjnych przedsiębiorstwa. W najbardziej rozbudowanej definicji rozumie się je jako sumę wyniku finansowego i kosztów niepieniężnych (tj. kosztów niebędących wydatkami), od których odejmowane są przychody niepieniężne (niebędące wpływami). Niezależnie od metody (pośredniej, czy też bezpośredniej) ustalenia wartości przepływów pieniężnych w sprawozdaniu finansowym gromadzone są dane na temat źródeł pochodzenia i kierunków przeznaczania środków pieniężnych w ramach trzech działalności przedsiębiorstwa: operacyjnej, inwestycyjnej i finansowej.

Mając na uwadze uregulowania prawne^{23, 24} można wskazać, iż działalność operacyjna jest podstawowym rodzajem działalności danego przedsiębiorstwa, w skład której wchodzi działania niezaliczone do działalności inwestycyjnej i finansowej. Prowadzenie działalności operacyjnej wynika ze statutu (lub innego aktu założycielskiego) danego podmiotu. Jako podstawowe zdarzenia gospodarcze zaliczane do tej działalności można wymienić: wpływy ze sprzedaży produktów, towarów, materiałów i wykonanych usług, wpływy z tytułu honorariów, praw autorskich, opłat, itp., wydatki na zakup towarów, materiałów, surowców, wydatki na usługi zewnętrzne służące do realizacji działalności przedsiębiorstwa, wydatki na wynagrodzenie pracowników i inne świadczenia pracownicze, a także wydatki z tytułu podatków.

Pod pojęciem działalności inwestycyjnej można rozumieć nabywanie lub zbywanie składników aktywów trwałych i krótkoterminowych aktywów finansowych wraz z wszystkimi kosztami związanymi z tymi operacjami. Do tego rodzaju działalności należy zaliczyć przede wszystkim: wydatki z tytułu zakupu, montażu oraz uruchomienia środków trwałych, wartości niematerialnych i prawnych, inwestycji w nieruchomości, czy też w aktywa finansowe. Natomiast wpływ na tej działalności może pochodzić m.in. ze sprzedaży środków trwałych, wartości niematerialnych i prawnych, nieruchomości lub aktywów finansowych. Ponadto działalność inwestycyjną tworzą także wpływy i wydatki: z tytułu udzielenia i zwrotu pożyczek dla innych podmiotów, z tytułu pochodnych instrumentów finansowych lub z tytułu korzyści i kosztów pieniężnych odnoszących się do działalności inwestycyjnej.

Działalność finansowa rozumiana jest natomiast jako czynności związane z pozyskiwa-

²¹ Burzykowska M., Duraj J., *Controllingowy wymiar oceny płynności finansowej przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2009: s. 8 – 14.

²² Bednarski L., i in., *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstwa*, Wyd. AE we Wrocławiu, Wrocław 2001: s. 112 – 119.

²³ Ustawa z dn. 29 września 1994 r. o rachunkowości. Tekst ujednolicony 17 czerwca 2002r., Dz.U. z 2002 r. nr 76, poz. 694.

²⁴ Uchwała nr 5/03 z dn. 22.07.2003r. w sprawie przyjęcia krajowego standardu rachunkowości nr 1 „Rachunek przepływów pieniężnych”, Dz. Urz. MF Nr 12, poz.69.

niem lub utratą źródeł finansowania, czyli zmiany w strukturze kapitału własnego i obcego, wraz z wszystkimi pieniężnymi kosztami i korzyściami. Do tej działalności można zaliczyć przede wszystkim: dopłaty do kapitału, wpływy z wydania udziałów, akcji lub innych instrumentów kapitałowych. Wpływ środków pieniężnych na działalności finansowej powodowany jest głównie przez płatności z tytułu zwrotu na rzecz właścicieli akcji lub udziałów przedsiębiorstwa w wyniku ich wykupu lub zwrotu dopłat. W ramach kapitału obcego działalność finansowa odnosi się do zaciągnięcia i spłaty kredytów oraz pożyczek, zapłacenia odsetek i prowizji bankowych, a także innych korzyści i kosztów pieniężnych łączących się z pozyskiwaniem kapitału.

Saldo przepływów pieniężnych na danym rodzaju działalności obliczane jest jako różnica między gotówką wpływającą, a gotówką wypływająca z przedsiębiorstwa. Tym samym saldo to może przybrać wartości dodatnie lub ujemne. Jest to uzależnione od wielkości środków pieniężnych wchodzących i wychodzących z przedsiębiorstwa. Suma salt pokazuje zmianę wartości gotówki (jej przyrost lub utratę) w danym przedsiębiorstwie w ciągu roku obrachunkowego. Mając na uwadze kierunek przepływu środków pieniężnych na danym rodzaju działalności można wyróżnić osiem charakterystycznych wariantów płynności finansowej przedsiębiorstwa, tj.²⁵

- Dodatnie przepływy pieniężne na wszystkich trzech rodzajach działalności mogą oznaczać, iż dany podmiot charakteryzuje się bardzo wysoką płynnością finansową. Wpływy środków pieniężnych pochodzą z zarówno z działalności operacyjnej, inwestycyjnej, jak i finansowej. Takie wyniki mogą świadczyć, iż w przedsiębiorstwie trwa zbieranie środków pieniężnych celem prowadzenia w przyszłości szerokich działań inwestycyjnych. Zazwyczaj w dłuższej perspektywie czasowej nie jest możliwe uzyskiwanie dodatnich przepływów finansowych na wszystkich trzech rodzajach działalności. Wpływ na ten stan ma przede wszystkim źródło dodatnich przepływów z działalności inwestycyjnej.
- Dodatnie przepływy pieniężne na działalności operacyjnej i inwestycyjnej, a ujemne na działalności finansowej mogą świadczyć o przebiegających w przedsiębiorstwie procesach restrukturyzacyjnych, które polegają na spieniężaniu części majątku trwałego. Niemniej jednak statutowe działania przedsiębiorstwa generują więcej wpływów niż wypływów środków pieniężnych, tym samym jest to zjawisko pozytywne. Utrata środków pieniężnych na działalności finansowej może wynikać z konieczności spłaty dotychczasowych źródeł finansowania. W generalnym ujęciu przedstawiony przypadek należy ocenić pozytywnie.
- Dodatnie przepływy na działalności operacyjnej, ujemne na działalności inwestycyjnej i dodatnie na działalności finansowej to jeden z wariantów charakteryzujących stabilną sytuację finansową podmiotu. W tym przypadku podstawowa działalność generuje nadwyżkę pieniężną, ponadto prowadzone są działania zmierzające do zwiększenia aktywów trwałych, a rynek finansowy obdarzając zaufaniem taki podmiot jest skłonny dostarczać mu dodatkowego kapitału. Omawiany wariant płynności charakteryzuje podmioty, które z jednej strony nie mają problemu ze zbywaniem swoich produktów, ale jednocześnie dążą do zdobywania nowych rynków zbytu.

²⁵ Maślanka T., *Przepływy pieniężne w zarządzaniu finansami przedsiębiorstw*, C.H.Beck, Warszawa 2008: s. 31 – 60.

- Dodatkowo przepływy na działalności operacyjnej, a ujemne na inwestycyjnej i finansowej to bardzo korzystne sytuacja, którą mogą poszczycić się dojrzałe przedsiębiorstwa o stabilnej sytuacji rynkowej. W tym przypadku działalność operacyjna jest na tyle silna, generująca wysoką nadwyżkę finansową, że może stać się źródłem wypływów dla działalności inwestycyjnej i finansowej. W omawianym wariancie przedsiębiorstwo przeprowadza działania inwestycyjne, a także dokonuje spłat zobowiązań wobec właścicieli i wierzycieli.
- Ujemne przepływy na działalności operacyjnej i inwestycyjnej, dodatnie na działalności finansowej są charakterystyczne dla nowych podmiotów, które w prowadzą przedsięwzięcia pozwalające na rozwój przedsiębiorstwa, mają zaufanie u dostawcy kapitału własnego lub obcego, ale statutowa działalność nie generuje jeszcze nadwyżki wpływów nad wydatkami. Omawiana sytuacja może także charakteryzować podmioty dokonujące zmiany profilu działalności i poddające się procesom restrukturyzacyjnym.
- Ujemne przepływy na działalności operacyjnej, a dodatnie na działalności inwestycyjnej i finansowej charakteryzują przedsiębiorstwa borykające się z trudnościami dotyczącymi zbycia wytworzonych produktów. Niemniej jednak problemy te mogą mieć charakter przejściowy, o czym świadczą dodatnie przepływy z działalności finansowej. Właściciele lub/i zewnętrznymi kredytodawcy są skłonni nadal dostarczać do podmiotu zasilania finansowego. Ponadto dodatnie wpływy na działalności inwestycyjnej sugerują, że dotychczas wykorzystywane w środki trwałe nie są rentowne, a tym samym należy je wymienić. W omawianym wariancie dokonywane są zatem działania restrukturyzacyjne mające na celu usprawnienie prowadzonej działalności operacyjnej.
- Ujemne przepływy na działalności operacyjnej i finansowej, natomiast dodatnie na działalności inwestycyjnej to jeden z najtrudniejszych przypadków w jakim może znaleźć się przedsiębiorstwo. Ta sytuacja charakteryzuje podmioty, które mają większe wypływy, niż wpływy środków pieniężnych na działalności podstawowej, a ponadto muszą spłacać zobowiązania wynikające z powierzonych zasobów kapitałowych. Zasadniczym źródłem finansowania jest w tym przypadku działalność inwestycyjna, a tym samym podmiot jest zmuszony do wysprzedaży swoich aktywów.
- Ujemne przepływy na wszystkich trzech rodzajach działalności są rzadko spotykanym przypadkiem i w praktyce nie możliwym do utrzymywania się przez dłuższy okres. W tym wariancie podmiot prowadzi nie rentowną działalność operacyjną, na której generowana jest strata środków pieniężnych, ponadto spłaca się dotychczasowe zobowiązania z tytułu zaangażowanych kapitałów. Pozytywnym aspektem są jedynie ujemne przepływy na działalności inwestycyjnej mogące świadczyć o działaniach restrukturyzacyjnych, prowadzonych w celu poprawy rentowności. Należy podkreślić, iż zasadniczym źródłem wszystkich wpływów są w tej sytuacji zasoby środków pieniężnych nagromadzone w poprzednich latach prowadzonej działalności.

W działalności przedsiębiorstwa najistotniejsze znaczenie mają dodatnie przepływy z działalności operacyjnej. Ich osiągnięcie świadczy o stabilnej sytuacji przedsiębiorstwa w zakresie jego podstawowych działań. Nie mniej jednak analiza wariantów płynności fi-

nansowej nie może opierać się tylko na dodatnim lub ujemnym kierunku przepływów finansowych. Bardzo dużą rolę w ocenie płynności dynamicznej odgrywa zasadnicze źródło generujące dodatnie lub ujemne saldo przepływu. Ponadto w analizie i interpretacji istotne znaczenie ma także wartość osiągniętego salda przepływu na danej działalności i na całości prowadzonych działań.

4. Studium przypadku – analiza wartości kapitału pracującego i przepływów pieniężnych w wybranych spółkach giełdowych

Badaniom empirycznym poddane zostały sprawozdania finansowe spółek giełdowych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych (GPW) w Warszawie wchodzących w skład indeksu WIG 20²⁶, należących do tego indeksu nieprzerwanie przez okres jednego roku. Ponadto do weryfikacji zostały przyjęte tylko spółki, stosujące Międzynarodowe Standardy Rachunkowości i sporządzające swoje sprawozdania finansowe na podstawie Załącznika nr 1 do ustawy o rachunkowości z dn. 29 września 1994r, czyli jednostki inne niż banki i zakłady ubezpieczeń. Poniższa tabela prezentuje dane dotyczące wartości kapitału pracującego w badanych podmiotach.

Tabela 1. Wartość kapitału pracującego [w tys. PLN]

nazwa spółki /skrót na GPW/	sektor	okres badawczy			
		31.03.2010	30.06.2010	30.09.2010	31.12.2010
KGHM	przemysł metalowy	3 369 659	3 833 620	4 455 072	5 119 326
PKN ORLEN	przemysł paliwowy	733 869	-680214	1675385	1 403 988
PGE	usługi energetyka	-1932144	-3087694	441203	146 341
TP SA	usługi telekomunikacja	-88000	-1275000	-2937000	- 3 397 000
PGNIG	przemysł paliwowy	1279559	306575	624978	1 046 511
ASSECOPOL	usługi informatyka	-304550	-107925	-204829	- 344 886
GTC	finanse deweloperzy	1073871	1189787	1153002	937 106
TVN	usługi media	677213	644893	647437	867 500
PBG	przemysł budownictwo	846241	830142	835900	991 597
LOTOS	przemysł paliwowy	2336895	2176153	2704913	1 698 035

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z Notoria Serwis. Wyniki finansowe spółek giełdowych, (www.notoria.com.pl).

Z uwagi na to, iż działalność badanych podmiotów prowadzona jest w niejednorodnych

²⁶ WIG 20 - indeks dwudziestu największych i najbardziej płynnych spółek giełdowych (czyli takich, dla których miarą jest wielkość obrotów i łatwość zawarcia transakcji; istnieje przy tym potencjalna możliwość natychmiastowego kupna lub sprzedaży instrumentu finansowego po aktualnej cenie rynkowej bez wpływu na jej poziom). Indeks WIG 20 wyliczany zostaje na podstawie cen akcji 20 spółek. Jest indeksem cenowym, co oznacza, że przy jego wyliczaniu nie bierze się pod uwagę dochodów z tytułu dywidend i praw poboru. W indeksie WIG 20 nie może uczestniczyć więcej niż 5 spółek z jednego sektora giełdowego. Wyznaczenia uczestników indeksu WIG 20 dokonuje się w oparciu o dane po ostatniej sesji stycznia (rewizja roczna) oraz kwietnia, lipca i października (korekty kwartalne). – źródło:[14].

sektorach gospodarczych, co skutkuje różnorodnym zapotrzebowaniem na niektóre składniki aktywów obrotowych (np. na poziom utrzymywanych zapasów), tym samym nie porównywano wartości bezwzględnej kapitału pracującego wśród omawianych podmiotów. Ocena wartości kapitału pracującego została przeprowadzona głównie w oparciu o analizę poziomu (dodatniego lub ujemnego) oraz o analizę tendencji zmiany jego wartości.

Należy podkreślić, iż w większości badanych podmiotów poziom kapitału pracującego był dodatni w całym analizowanym okresie. Tym samym największe spółki na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie, należące do indeksu WIG 20, realizowały w większości przypadków defensywną strategię zarządzania kapitałem pracującym, finansując w całości swoje aktywa trwałe ze źródeł długoterminowych. Jedynie w dwóch podmiotach (TP SA i ASSECOPOL) wartość kapitału stałego była niewystarczająca, aby finansować aktywa trwałe. W tych spółkach do finansowania majątku, niezbędnego w działalności gospodarczej w okresie dłuższym niż rok obrachunkowy, wykorzystywane są kapitały krótkoterminowe.

Większość analizowanych spółek posiadała w badanym okresie płynność finansową w ujęciu statycznym. Tym samym w podmiotach tych istniała możliwość regulowania zobowiązań bieżących z posiadanych składników aktywów obrotowych. Dalsze przeprowadzone badania empiryczne pozwoliły na ocenę dynamicznego ujęcia płynności finansowej. Badanie przeprowadzono na podstawie sumarycznych przepływów w okresie trzymiesięcznym, sześciomiesięcznym i dziewięciomiesięcznym. Analiza pokazała tegoroczną tendencję charakteryzującą omawiane wielkości ekonomiczne. Tabela nr 2 prezentuje dane dotyczące wartości przepływów pieniężnych w badanych spółkach.

Tabela 2. Wartość przepływów pieniężnych [w tys. PLN]

nazwa spółki /skrót na GPW/	działalność	okres badawczy			
		01.01.2010 – 31.03.2010	01.01.2010 – 30.06.2010	01.01.2010 – 30.09.2010	01.01.2010 – 31.12.2010
KGHM	operacyjna	733 968	2 185 229	3 583 503	5 660 485
	inwestycyjna	-299 453	- 961 904	-1 931 182	- 3 069 315
	finansowa	31 234	- 87 502	-606 178	- 707 497
	SUMA	465 749	1 135 823	1 046 143	1 883 673
PKN ORLEN	operacyjna	416 143	2 467 841	399 875	3 895 427
	inwestycyjna	-575 468	-381 367	-1 339 025	- 2 568 977
	finansowa	-353 734	-2 369 748	89 873	-1 881 372
	SUMA	-513 059	-283 274	-849 277	- 554 922
PGE	operacyjna	1 530 480	1 889 329	5.006.011	1 604 949
	inwestycyjna	-1 005 382	-1 033 031	-2.874.748	- 4 593 526
	finansowa	4 626 512	-332 836	-2.741.280	- 1 370 481
	SUMA	5 151 610	523 462	-610.017	- 4 359 058
TP SA	operacyjna	1 084 000	1 105 000	1 278 000	1 063 000
	inwestycyjna	-621 000	-386 000	-424 000	- 584 000
	finansowa	-27 000	-157 000	-1 981 000	- 121 000
	SUMA	436 000	562 000	-1 127 000	358 000
PGNIG	operacyjna	2 329 343	309 112	1 939 210	981 184
	inwestycyjna	-737 521	-702 273	-837 906	- 1 361 642
	finansowa	-895 754	593 452	547 212	- 52 265
	SUMA	696 068	200 291	1 648 516	- 432 723

ASSECOPOL	operacyjna	63 892	214 538	328 553	347 493
	inwestycyjna	-146 551	-168 867	-307 639	- 169 222
	finansowa	71 560	121 804	-3 793	317 613
	SUMA	-11 099	167 475	17 121	495 884
GTC	operacyjna	48 093	136 027	189.764	146 506
	inwestycyjna	-222 153	-306 860	-433.246	225 961
	finansowa	196 527	163 030	211.047	- 293 566
	SUMA	22 467	-7 803	-32 435	72 583
TVN	operacyjna	58261	278 484	324.063	504 060
	inwestycyjna	-213458	-175 202	-165.360	- 231 081
	finansowa	-3812	-219 591	229.582	- 174 391
	SUMA	-159009	-116 309	388285	98 588
PBG	operacyjna	5 645	59 537	103 775	329 807
	inwestycyjna	-250 692	-10 063	-315 675	- 214 276
	finansowa	28 628	-26 849	8 655	136 211
	SUMA	-216 419	22 625	-203 245	98 588
LOTOS	operacyjna	410 139	55 909	824 750	880 255
	inwestycyjna	-372 912	-264 671	-912 795	- 1 053 896
	finansowa	275 543	-16 352	472 598	447 706
	SUMA	312 770	-225 114	384 553	272 095

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z *Notoria Serwis. Wyniki finansowe spółek giełdowych*, (www.notoria.com.pl).

Analiza powyższych danych pozwala zauważyć, iż znacząca większość wykazało się dodatnimi przepływami pieniężnymi z działalności operacyjnej. W spółkach tych wpływy środków pieniężnych z prowadzonych działań statutowych były wyższe od wypływów. Tym samym wygenerowana została nadwyżka środków pieniężnych na działalności operacyjnej. Istotne pozytywne znaczenie ma również tendencja rosnąca wartości tych przepływów w większości badanych spółek, świadcząca o stabilności finansowania podmiotów ze źródeł wygosparowanych w ramach prowadzonej działalności statutowej.

Prowadzone działania inwestycyjne w badanych spółkach indeksu WIG 20 pozwalają wnioskować, iż generalnie większości podmiotów następował ujemny przepływ środków pieniężnych. Prowadzono zatem działania inwestycyjne w różnorodnym zakresie, o czym świadczy ujemna różnica między wpływami, a wypływami środków pieniężnych. Tym samym należy pozytywnie ocenić tak szerokie działania inwestycyjne prowadzone w spółkach indeksu WIG 20, wskazujące na strategię rozwojową tych podmiotów.

Działalność finansowa nie wykazywała się jednolitym dodatnim lub ujemnym charakterem wśród badanych podmiotów. Przy stabilnych dodatnich przepływach pieniężnych w działalności operacyjnej i ujemnych w działalności inwestycyjnej nie można wskazać na jednoznaczną tendencję prowadzonej działalności finansowej. Badane spółki indeksu WIG 20 zarówno pozyskiwały, jak też traciły środki pieniężne na omawianej działalności. Można zatem uznać działania finansowe za najbardziej elastyczne, dopasowywane do bieżącej sytuacji podmiotów. W razie konieczności, tzn. zbyt ubogich przepływów na działalności operacyjnej, pozyskiwana gotówka z działalności finansowej wspomagała procesy inwestycyjne.

Mając na uwadze ogólny kierunek przepływu środków pieniężnych w badanych podmiotach można wyróżnić dwa charakterystyczne warianty płynności. W każdym z nich

przepływy na działalności operacyjnej są dodatnie, na działalności inwestycyjnej ujemne, a różnica polega jedynie na generowaniu lub utracie środków pieniężnych na działalności finansowej. Przytoczone warianty płynności należą do jednych z najlepszych jakie mogą przybrać podmioty. Dodatkowo przepływy operacyjne świadczą o stabilnej sytuacji na rynkach zbytu, ujemne przepływy na działalności inwestycyjnej wskazują na prowadzone działania rozwojowe, a dodatnie lub ujemne przepływy na działalności finansowej dowodzą odpowiednio o posiadanym zaufaniu wśród inwestorów (kapitałodawców własnych lub obcych), albo też o posiadanych możliwościach spłaty zobowiązań finansowych.

Niemniej jednak oceniając całość przepływów pieniężnych, stanowiącą sumę przepływów na działalności operacyjnej, inwestycyjnej i finansowej, można wskazać, iż w większości podmiotów po dziewięciu miesiącach analizowanego okresu nastąpiła utrata środków pieniężnych. Różnica pomiędzy wszystkimi wpływami i wypływami przybrała wartości ujemne. A zatem pomimo stabilnego dofinansowywania z działalności operacyjnej i pozyskiwania środków na działalności finansowej, spółki musiały skorzystać z środków pieniężnych nagromadzonych w latach wcześniejszych.

5. Podsumowanie

Przeprowadzone rozważania teoretyczne i empiryczne pozwoliły na dokonanie analizy istoty zarządzania kapitałem pracującym i przepływami pieniężnymi. Prowadzone badania przebiegały w kierunku określenia zdolności przedsiębiorstwa do regulowania zobowiązań bieżących i oceny strumieni wpływów i wydatków finansowych przedsiębiorstwa. Tym samym zbadana została płynność w ujęciu statycznym i dynamicznym. Należy podkreślić, iż pełna analiza zarządzania płynnością finansową wymusza zbadania trzeciego jej ujęcia określającego zdolność do zamiany określonych składników majątku obrotowego na gotówkę tj. rotację składników aktywów obrotowych.

Ilość utrzymywanych w podmiocie aktywów obrotowych uzależniona jest od wielu czynników. Niemniej jednak każde przedsiębiorstwo powinno dążyć do optymalizacji wielkości majątku obrotowego poprzez posiadanie tylko takiej jego ilości i struktury, która jest niezbędna do utrzymania ciągłości i niezakłóconej rytmiczności procesów produkcyjnych. Znaczne odchylenia zarówno *in plus*, jak i *in minus* w wielkości i strukturze aktywów obrotowych mogą prowadzić do utraty efektywności funkcjonowania podmiotu.

Zbyt niski poziom aktywów obrotowych w porównaniu z zobowiązaniami bieżącymi może skutkować utratą stabilności finansowej, natomiast zbyt wysoka wartość aktywów obrotowych, a niska zobowiązań bieżących determinuje powstanie wysokich kosztów powstałych z tytułu wykorzystywanych kapitałów długoterminowych. Przedstawione rozważania wskazują na istotę efektywnego zarządzania kapitałem pracującym i przepływami pieniężnymi w przedsiębiorstwie, które okazuje się być niezbędne w prowadzeniu bieżącej działalności oraz będące podstawą przeprowadzanych działań rozwojowych.

6. Literatura

- [1] Bednarski L., i in., *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstwa*, Wyd. AE we Wrocławiu, Wrocław 2001.
- [2] Brigham E.F., Huston J.F., *Fundamentals of Financial Management*, Harcourt College Publishers, 2000.
- [3] Burzykowska M., Duraj J., *Controllingowy wymiar oceny płynności finansowej przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2009.
- [4] Czekaj J., Dresler Z., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.
- [5] Dębski W., *Teoretyczne i praktyczne aspekty zarządzania finansami przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005.
- [6] Kołosowska B., i in., *Strategie finansowania działalności przedsiębiorstw*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006.
- [7] Kościelniak H., Nowakowska-Grunt J., *Zastosowanie wskaźnika syntetycznego w monitoringu finansowym przedsiębiorstwa*, [w:] *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, red. E. Urbańczyk, Zeszyty Naukowe nr 577, Wyd. Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2009.
- [8] Maślanka T., *Przepływy pieniężne w zarządzaniu finansami przedsiębiorstw*, C.H.Beck, Warszawa 2008.
- [9] Otoła I., *Financial strategies of company*, [w:] *Equity management. Strategy and control.*, red. M. Grabowska, Wyd. WZPCz, Częstochowa 2010.
- [10] Pomykańska B., Pomykański P., *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- [11] Sierpińska M., Wędzki D., *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 1999.
- [12] Uchwała nr 5/03 z dn. 22.07.2003r. w sprawie przyjęcia krajowego standardu rachunkowości nr 1 „Rachunek przepływów pieniężnych”, Dz. Urz. MF Nr 12, poz.69.
- [13] Ustawa z dn. 29 września 1994 r. o rachunkowości. Tekst ujednolicony 17 czerwca 2002r., Dz.U. z 2002 r. nr 76, poz. 694.
- [14] www.gpw.pl.
- [15] www.notoria.com.pl.

Streszczenie

Zasadniczym celem opracowania jest teoretyczna i empiryczna analiza roli jaką odgrywa kapitał pracujący oraz przepływy pieniężne w efektywnym zarządzaniu przedsiębiorstwem. Zmiany poziomu kapitału pracującego kształtują sytuację przedsiębiorstwa w zakresie bieżącej płynności finansowej. Natomiast prowadzone strategie gospodarowania tym kapitałem są skutecznym narzędziem działań mających znaczenie dla funkcjonowania podmiotu zarówno w krótkiej, jak w długiej perspektywie czasowej. Dane niezbędne do wyznaczenia poziomu tego kapitału pochodzą z danego momentu czasowego, tym samym nie mają charakteru dynamicznego. Płynność w ujęciu dynamicznym może być rozpatrywana na podstawie strumieni wpływów i wydatków przedsiębiorstwa, określanych jako przepływy pieniężne. Badaniom empirycznym poddane zostały sprawozdania finansowe spółek giełdowych noto-

wanych na Gieldzie Papierów Wartościowych (GPW) w Warszawie wchodzących w skład indeksu WIG 20.

Słowa kluczowe: kapitał pracujący, przepływy pieniężne, WIG-20.

ANALYSIS OF WORKING CAPITAL AND CASH FLOW IN MANAGEMENT OF LIMITED LIABILITY COMPANIES

Summary

A fundamental goal of this study is theoretical and empirical analysis of the role played by working capital and cash flow in effective management of companies. The changes in working capital form the company standing in terms of current financial liquidity. Furthermore, the implemented strategies of managing this capital are an efficient tool for activities which are important to functioning of the entity both in short as well as in long time horizon. The data necessary for determination of the level of this capital concern a particular moment, thus they do not show a dynamic nature. Liquidity in dynamic approach can be considered based on the flow of incomes and expenditures in a company defined as cash flow. The empirical investigations concerned the analysis of the financial reports from public companies listed in the Warsaw Stock Exchange (GPW, Gielda Papierów Wartościowych) which are included in WIG-20 index for a period of time of at least one year.

Key words: working capital, cash flow, WIG-20 index.

Translated by Marlena Grabowska

MARLENA GRABOWSKA
Politechnika Częstochowska

