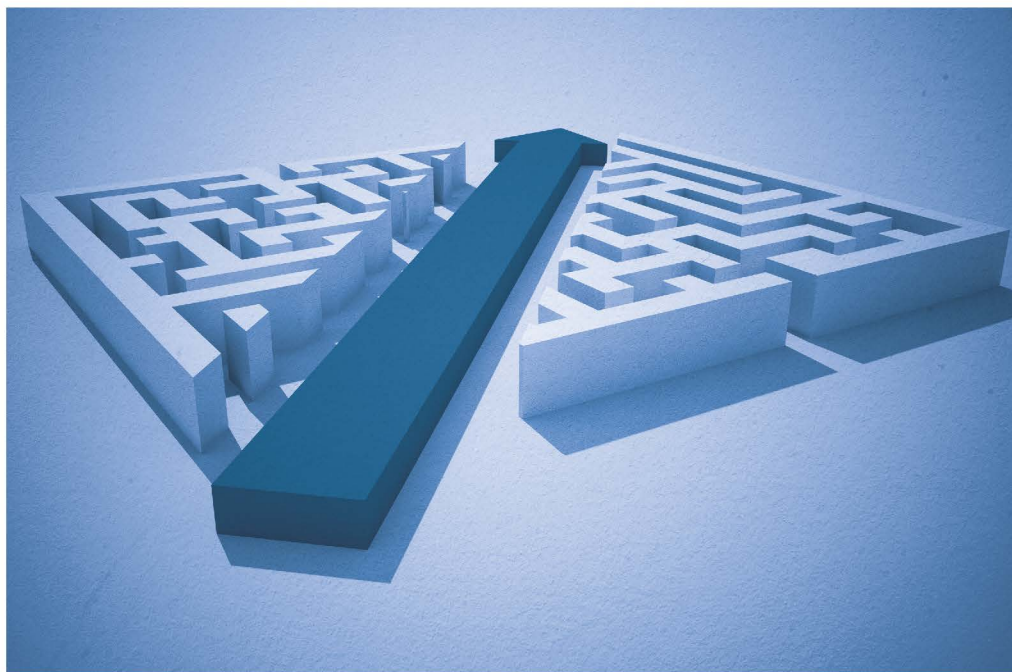


Finanse

Taktyki i strategie zarządzania kapitałem obrotowym w finansowaniu przedsiębiorstw

**Tomasz Szemraj
Agnieszka Czajkowska**



Taktyki i strategie zarządzania kapitałem obrotowym w finansowaniu przedsiębiorstw



WYDAWNICTWO
UNIWERSYTETU
ŁÓDZKIEGO

[Kup książkę](#)

Finanse

Taktyki i strategie zarządzania kapitałem obrotowym w finansowaniu przedsiębiorstw

Tomasz Szemraj
Agnieszka Czajkowska



**WYDAWNICTWO
UNIwersytetu
ŁÓDZKIEGO**

Łódź 2020

[Kup książkę](#)

Tomasz Szemraj – Centrum Bankowości Korporacyjnej w Łodzi
ING Bank Śląski, 90-033 Łódź, ul. Kopcińskiego 73/75

Agnieszka Czajkowska – Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny
Instytut Finansów, Katedra Finansów Korporacji
90-214 Łódź, ul. Rewolucji 1905 r. nr 39

RECENZENT
Mirosław Wypych

REDAKTOR INICJUJĄCY
Beata Koźniewska

REDAKCJA JĘZYKOWA I TECHNICZNA
Monika Wolska-Bryl

SKŁAD I ŁAMANIE
Monika Wolska-Bryl

KOREKTA TECHNICZNA
Anna Sorita

PROJEKT OKŁADKI
Agencja Reklamowa Efectoro

Zdjęcie wykorzystane na okładce: © Depositphotos.com/Wavebreakmedia

Wydrukowano z gotowych materiałów dostarczonych do Wydawnictwa UŁ

© Copyright by Tomasz Szemraj, Agnieszka Czajkowska, Łódź 2020
© Copyright for this edition by Uniwersytet Łódzki, Łódź 2020

Wydane przez Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego
Wydanie I. W.09554.19.0.K

Ark. druk. 14,625

ISBN 978-83-8220-022-5
e-ISBN 978-83-8220-023-2

Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego
90-131 Łódź, ul. Lindleya 8
www.wydawnictwo.uni.lodz.pl
e-mail: ksiegarnia@uni.lodz.pl
tel. (42) 665 58 63

[Kup książkę](#)

Spis treści

Wykaz skrótów	9
Wstęp	11
Rozdział 1	
Finansowanie przedsiębiorstw – aspekty teoretyczne	15
1.1. Istota i rodzaje finansowania przedsiębiorstw	15
1.1.1. Proces inwestowania kapitału w przedsiębiorstwach	15
1.1.2. Źródła i formy finansowania przedsiębiorstw	17
1.2. Ustalenie struktury finansowania jako problem decyzyjny	26
1.2.1. Struktura kapitałowa na tle struktury finansowania	26
1.2.2. Finansowe cele przedsiębiorstw	28
1.2.3. Strategia i polityka finansowa przedsiębiorstw	31
1.3. Teorie struktury kapitału jako rekomendacje dla polityki finansowania przedsiębiorstw	34
1.3.1. Systematyka teorii struktury kapitału	34
1.3.2. Charakterystyka wybranych teorii struktury kapitału	35
1.3.3. Determinanty realizacji polityki finansowania w świetle teorii struktury kapitału	41
Rozdział 2	
Znaczenie kapitału obrotowego w funkcjonowaniu przedsiębiorstw	49
2.1. Reguły finansowania przedsiębiorstw	49
2.2. Finansowanie aktywów obrotowych przedsiębiorstw	54
2.2.1. Aktywa obrotowe jako składnik majątku	54
2.2.2. Źródła finansowania aktywów obrotowych	63
2.3. Kapitał obrotowy jako element polityki finansowania	66
2.3.1. Sposoby określania kapitału obrotowego	66
2.3.2. Poziom i struktura kapitału obrotowego	68
2.3.3. Warunki skutecznego zarządzania kapitałem obrotowym	73
2.3.4. Określenie zapotrzebowania na kapitał obrotowy	79

Rozdział 3

Taktyki i strategie zarządzania kapitałem obrotowym przedsiębiorstw	87
3.1. Systematyzacja strategii zarządzania kapitałem obrotowym	87
3.1.1. Istota i cel tworzenia strategii zarządzania kapitałem obrotowym	87
3.1.2. Umiejscowienie i struktura strategii zarządzania kapitałem obrotowym w procesie zarządzania finansami przedsiębiorstw	88
3.1.3. Główne sposoby strategicznego zarządzania kapitałem obrotowym	90
3.1.4. Rodzaje strategii zarządzania kapitałem obrotowym	92
3.2. Metodyka identyfikacji taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym	106
3.2.1. Metodyka identyfikacji taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym według kryterium wypłacalności	108
3.2.2. Ustalanie taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym według zapotrzebowania na kapitał obrotowy	108
3.2.2.1. Rozpoznawanie taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym według potrzeb operacyjnych i pieniężnych	109
3.2.2.2. Metodyka identyfikacji taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym a potrzeby kapitałowe wynikające z prowadzonej działalności operacyjnej	110
3.2.2.3. Metodyka identyfikacji taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym a potrzeby kapitałowe wynikające z realizowanej sprzedaży	113
3.3. Determinanty wyboru i realizacji taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym	114
3.4. Taktyki i strategie zarządzania kapitałem obrotowym jako sygnalizator zagrożenia bankructwem	120

Rozdział 4

Statystyczna analiza taktyk i strategii kapitału obrotowego przedsiębiorstw	123
4.1. Zarządzanie kapitałem obrotowym w spółkach notowanych na GPW – charakterystyka badań	123
4.2. Taktyki, strategie oraz struktura kapitału obrotowego	126
4.2.1. Identyfikacja taktyk zarządzania kapitałem obrotowym	126
4.2.2. Identyfikacja strategii zarządzania kapitałem obrotowym	131
4.2.3. Struktura aktywów przedsiębiorstw a zarządzanie kapitałem obrotowym w układzie branżowym	140
4.2.4. Struktura kapitałowa przedsiębiorstw a zarządzanie kapitałem obrotowym w układzie branżowym	147
4.2.5. Rotacja majątku i zobowiązań przedsiębiorstw a zarządzanie kapitałem obrotowym	151

4.3. Zarządzanie kapitałem obrotowym w kontekście płynności	155
4.3.1. Symptomy utraty płynności przedsiębiorstw a sterowanie kapitałem obrotowym	155
4.3.1.1. Symptomy utraty płynności a zarządzanie kapitałem obrotowym według kryterium wypłacalności	164
4.3.1.2. Symptomy utraty płynności a zarządzanie kapitałem obrotowym według kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy z perspektywy potrzeb operacyjnych i pieniężnych	165
4.3.1.3. Symptomy utraty płynności a zarządzanie kapitałem obrotowym według kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy z perspektywy prowadzonej działalności operacyjnej	167
4.3.1.4. Symptomy utraty płynności a zarządzanie kapitałem obrotowym według kryterium zapotrzebowania na kapitał obrotowy z perspektywy realizowanej sprzedaży	168
4.3.2. Płynność przedsiębiorstw w świetle modeli dyskryminacyjnych a operowanie kapitałem obrotowym	169
4.4. Zarządzanie kapitałem obrotowym względem miar rozwojowych przedsiębiorstw	181
4.5. Analiza wybranych determinant kapitału obrotowego	201
4.5.1. Ocena wydatków inwestycyjnych w kontekście zarządzania kapitałem obrotowym	203
4.5.2. Dywidendy na tle zarządzania kapitałem obrotowym	204
4.5.3. Wpływ wahań na rynku walutowym na operowanie kapitałem obrotowym	205
4.5.4. Zmiany w zarządach i akcjonariacie a zarządzanie kapitałem obrotowym spółek	207
4.6. Zarządzanie kapitałem obrotowym w świetle realizacji głównych celów finansowych spółek	209
Zakończenie	213
Bibliografia	217
Spis tabel, wykresów, schematów	231

Wykaz skrótów

ASZKO	– agresywna strategia zarządzania kapitałem obrotowym
ATZKO	– agresywna taktyka zarządzania kapitałem obrotowym
COG	– cykl obrotu gotówki
CRNAL	– cykl rotacji należności
CRZAP	– cykl rotacji zapasów
CRZOB	– cykl rotacji zobowiązań
KON	– kapitał obrotowy netto
I.p.	– liczba punktów
ŁLP	– łączna liczba przedsiębiorstw
MLTWNWRB	– mediana liczby testów wskazujących na wysokie ryzyko bankructwa
MWD	– mediana wskaźników deficytowości
NOMR	– negatywna ocena miar rozwojowych
NZB	– niskie zagrożenie bankructwem
OKON	– operacyjny kapitał obrotowy
PZT	– potwierdzenie związku testem
SA	– strategia agresywna
SBUD	– sektor budowlany
SCHF	– sektor chemiczno-farmaceutyczny
SE	– sektor elektromaszynowy
SMB	– sektor materiałów budowlanych
SMET	– sektor metalowy
SMOT	– sektor motoryzacyjny
SMT	– sektor medialno-telekomunikacyjny
SO	– sektor odzieżowy
SPN	– saldo płynności netto
SPW	– sektor poszukiwawczo-wydobywczy
SSPOŻ	– sektor spożywczy
SU	– strategia umiarkowana
SUP	– symptomy utraty płynności
SWPTSZ	– sektor wyrobów papierniczych i tworzyw sztucznych
SZ	– strategia zachowawcza
SZKO	– strategia zarządzania kapitałem obrotowym
ŚLTWNWRB	– średnia liczba testów wskazujących na wysokie ryzyko bankructwa
ŚLWD	– średnia liczba wskaźników deficytowości
ŚWS	– średnia w sektorze
TA	– taktyka agresywna
TU	– taktyka umiarkowana

TZ	– taktyka zachowawcza
TZKO	– taktyka zarządzania kapitałem obrotowym
UAOWAOG	– udział aktywów obrotowych w aktywach ogółem
UKSWPO	– udział kapitału stałego w pasywach ogółem
UKWWPO	– udział kapitału własnego w pasywach ogółem
UNWAO	– udział należności w aktywach obrotowych
UPZWD	– udział przedsiębiorstw ze wskaźnikami deficytowości
USZKO	– umiarkowana strategia zarządzania kapitałem obrotowym
UŚPWAOG	– udział środków pieniężnych w aktywach obrotowych
UTZKO	– umiarkowana taktyka zarządzania kapitałem obrotowym
UZB	– umiarkowane zagrożenie bankructwem
UZKWZO	– udział zobowiązań krótkoterminowych w zobowiązaniach ogółem
UZWAO	– udział zapasów w aktywach obrotowych
WT	– wartość testu
WWKR	– wartość współczynnika korelacji rang
WZB	– wysokie zagrożenie bankructwem
ZSZKO	– zachowawcza strategia zarządzania kapitałem obrotowym
ZTZKO	– zachowawcza taktyka zarządzania kapitałem obrotowym

Wstęp

Wiele badań dowodzi, że generowany zysk netto nie jest najważniejszym kryterium efektywności działalności przedsiębiorstw. Zdarza się, że upadające podmioty są rentowne. Ze względu na fakt, że bankructwa przedsiębiorstw przekładają się na tempo realizowanego wzrostu gospodarczego, a tym samym na dobrobyt społeczeństwa, przedmiotem szczególnych zainteresowań ekonomistów jest umiejętność przetrwania instytucji gospodarczych w zmieniających się uwarunkowaniach rynkowych. Jednym z fundamentów egzystencji podmiotów gospodarczych jest utrzymywanie płynności finansowej, która jest pojmowana jako zdolność do regulowania zobowiązań w chwili, gdy stają się one wymagalne. Kluczem do tego jest z kolei podejmowanie właściwych decyzji z zakresu kształtowania poziomu i struktury kapitału obrotowego, które odnoszą się zarówno do ustalania wielkości aktywów obrotowych, jak i do wyznaczania ich źródeł finansowania.

Właściwe zarządzanie kapitałem obrotowym jest uwarunkowane przez wiele czynników, w tym przez umiejętność odpowiedniego planowania działań wpływających na strukturę kapitałowo-majątkową przedsiębiorstw w krótkim okresie. Przeprowadzane dotychczas badania na przykładzie polskich przedsiębiorstw nie wskazują jednoznacznej metody identyfikacji taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym.

Głównym problemem badawczym jest brak przełożenia identyfikatorów metod zarządzania kapitałem obrotowym na ocenę końcową taktyk oraz strategii sterowania nim. W wyniku tego, często określa się sposoby zarządzania kapitałem pracującym, które opierają się na niewielkiej liczbie miar identyfikujących, zorientowanych na ocenę zarządzania kapitałem obrotowym tylko z jednej perspektywy, przypisując stosunkowo niewielkie znaczenie analizie zapotrzebowania na kapitał obrotowy. W konsekwencji, dotychczasowe próby umiejscowienia zarządzania kapitałem obrotowym w procesie finansowania przedsiębiorstw i jego przełożenia na utrzymywanie płynności finansowej nie były kompleksowe. Stanowiło to główną przesłankę podjęcia tematyki w niniejszej monografii.

W opracowaniu przedstawiono autorską propozycję metodyki, która umożliwiałaby kompleksową identyfikację taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym z wykorzystaniem różnych perspektyw, w tym odnoszących się do kwestii zapotrzebowania na kapitał obrotowy. W monografii podjęto też próbę analizy taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym w wybranych sektorach, co zwiększa przydatność aplikacyjną opracowania.

Głównym celem monografii jest identyfikacja i ocena taktyk oraz strategii zarządzania kapitałem obrotowym oraz czynników na nie wpływających w kontekście finansowania i zapotrzebowania kapitałowego przedsiębiorstw.

Realizacji celu głównego podporządkowane są cele szczegółowe:

C1: opracowanie autorskiej metodyki umożliwiającej kompleksową ocenę taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym na podstawie uprzedniej systematyzacji zagadnień związanych z tematyką kapitału obrotowego,

C2: charakterystyka taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym przedsiębiorstw,

C3: identyfikacja determinant oraz elementów struktury kapitału obrotowego najsilniej wpływających na rodzaje prowadzonych taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym,

C4: ocena zarządzania kapitałem obrotowym na tle płynności, wypłacalności oraz miar rozwojowych przedsiębiorstw.

Rezultaty ocen i analiz powinny pozwolić na realizację **celu praktycznego**, którym jest zbadanie wpływu zarządzania kapitałem obrotowym na wyniki osiągane przez przedsiębiorstwa w podstawowych obszarach ich funkcjonowania i wyciągnięcie wniosków oraz rekomendacji zarówno dla menedżerów, jak i otoczenia zewnętrznego.

Biorąc pod uwagę cele monografii oraz uzasadnienie podjęcia takiego tematu, sformułowano następującą **hipotezę badawczą**: Realizacja taktyki i strategii zarządzania kapitałem obrotowym wpływa istotnie na osiągnięte przez nie miary rozwoju i ekspozycję na ryzyko utraty płynności finansowej.

Ponadto weryfikacji poddano następujące **hipotezy szczegółowe**:

H1: systematyzacja problematyki kapitału obrotowego stanowi podstawę do wyznaczenia odpowiedniej metodyki identyfikacji taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym,

H2: w poszczególnych sektorach możliwe jest wyróżnienie dominujących taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym,

H3: możliwe jest wyodrębnienie determinant i elementów struktury kapitału obrotowego, które najsilniej wpływają na taktykę i strategię zarządzania nim,

H4: analiza taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym umożliwia wcześniejszą identyfikację oznak zagrożenia utraty płynności niż w przypadku oceny płynności i wypłacalności przedsiębiorstw na podstawie symptomów utraty płynności i negatywnych wskazań testów dyskryminacyjnych.

Na osiągnięcie celów oraz weryfikację poszczególnych hipotez ukierunkowana jest struktura monografii, która składa się z czterech rozdziałów. Rozdział 1 stanowi rozprawa teoretyczna na temat sposobów finansowania przedsiębiorstw – źródeł i form pozyskiwania kapitału, kosztu kapitału oraz sposobu jego pomiaru i optymalnej struktury finansowania przedsiębiorstw. Zawiera on także zarys głównych teorii struktury kapitałowej przedsiębiorstw ze wskazaniem możliwości praktycznego zastosowania wynikających z nich wniosków w procesie określania determinant struktury finansowania.

Rozdział 2 poświęcony jest znaczeniu kapitału obrotowego dla funkcjonowania przedsiębiorstw, w szczególności: podstawowym zasadom finansowania aktywów obrotowych podmiotu, znaczeniu aktywów bieżących jako składnika majątku przedsiębiorstw oraz specyfice poszczególnych składników aktywów, jak również ich determinant. Przedstawiono w nim także wady i zalety głównych źródeł finansowania aktywów obrotowych. Kluczową część rozdziału stanowi próba określenia roli kapitału obrotowego w finansowaniu organizacji, z uwzględnieniem sposobu jego oceny i szacowania zapotrzebowania na niego.

Rozdział 3 ma charakter teoretyczno-postulatywny i odnosi się bezpośrednio do charakterystyki prowadzonych przez przedsiębiorstwa taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym. Określono w nim cel długoterminowego zarządzania kapitałem obrotowym oraz przedstawiono podstawowe koncepcje jego taktyk oraz strategii (ujęcia: harmonizacji i dochód–ryzyko). Postulatywną część rozdziału stanowi próba opracowania metodyki dla właściwej identyfikacji taktyki i strategii zarządzania kapitałem obrotowym ze wskazaniem identyfikatorów oraz determinant długoterminowej gospodarki kapitałem obrotowym.

W rozdziale 4, który stanowi w całości część empiryczną książki, dokonano oceny sposobów zarządzania kapitałem obrotowym przez przedsiębiorstwa notowane na GPW w Warszawie na podstawie ich wyników finansowych osiągniętych w latach 2007–2015. Wykorzystano do tego stworzony w rozdziale 3 algorytm do identyfikacji taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym według kryterium wypłacalności i zapotrzebowania na kapitał obrotowy przedsiębiorstw. Na wstępie dokonano analizy struktury i rotacji kapitału obrotowego w badanych przedsiębiorstwach, co miało posłużyć lepszej identyfikacji prowadzonych taktyk zarządzania kapitałem obrotowym. Następnie podjęto próbę skonfrontowania wyprowadzonych wniosków z zakresu realizowanych taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym z ekspozycją na ryzyko utraty płynności na podstawie symptomów utraty płynności oraz analizy dyskryminacyjnej. Ze względu na fakt, że ujmowanie taktyk i strategii zarządzania kapitałem obrotowym w koncepcji dochód–ryzyko wymaga też odniesienia do miar rozwojowych przedsiębiorstw, badaniem objęto także wpływ przyjętych metod zarządzania kapitałem obrotowym na osiąganą rentowność. Rozdział traktuje również o głównych determinantach kapitału obrotowego i ich wpływie na rodzaj prowadzonej polityki gospodarowania kapitałem pracującym. W ostatniej części rozdziału poddano także ocenie

zależności pomiędzy prowadzonym trybem sterowania kapitałem obrotowym a realizacją celów głównych spółek, która umożliwiła weryfikację, na ile zarządzanie kapitałem obrotowym było spójne z założonymi celami strategicznymi.

Syntetyczna analiza wniosków z części teoretycznej i praktycznej opracowania została zawarta w Zakończeniu.

Zastosowane metody badawcze koncentrują się na analizie krytycznej literatury przedmiotu, podejmującej tematykę zarządzania finansami przedsiębiorstw oraz analizie opisowej. W rozdziale empirycznym podstawową metodą badawczą była statystyczna analiza informacji ze sprawozdań finansowych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

W przeprowadzonych badaniach zastosowano statystyczne metody korelacji:

- 1) dla relacji pomiędzy zidentyfikowanymi za pomocą autorskiego modelu taktykami zarządzania kapitałem obrotowym a wskaźnikami struktury, symptomami utraty płynności, testami dyskryminacyjnymi, miarami rentowności alternatywnie:
 - a. metody parametryczne:
 - analizę wariancji ANOVA potwierdzaną testem post-hoc Tukeya,
 - testy t-Studenta dla porównań dwóch grup niezależnych,
 - b. metody nieparametryczne (gdy nie były spełniane założenia o parametryczności):
 - testy Kruskala-Wallisa wraz z testem post-hoc Conovera z poprawką Hochberga,
 - testy U-Manna Whitneya dla porównań dwóch grup niezależnych;
- 2) dla zależności pomiędzy rozpoznanymi na podstawie autorskiego modelu strategiami zarządzania kapitałem obrotowym a symptomami utraty płynności, testami dyskryminacyjnymi oraz miarami rentowności w ujęciu długookresowym – współczynniki korelacji liniowej Pearsona lub Spearmana;
- 3) dla zależności pomiędzy taktykami zarządzania kapitałem obrotowym a jego determinantami – testy parametryczne chi-kwadrat lub – w razie niespełnienia założeń – testy nieparametryczne Fishera.

Rozdział 1

Finansowanie przedsiębiorstw – aspekty teoretyczne

1.1. Istota i rodzaje finansowania przedsiębiorstw

1.1.1. Proces inwestowania kapitału w przedsiębiorstwach

Stan gospodarki państwa uzależniony jest w dużej mierze od kondycji, w jakiej znajduje się przedsiębiorczość. Przedsiębiorstwa są miejscem realizacji postępu technicznego, powstawania dochodu oraz aktywizacji społeczeństwa (Durań, 2004: 11). Sukces prowadzonej działalności gospodarczej jest uwarunkowany przez wiele czynników. Do najważniejszych zalicza się poziom posiadanego kapitału (Grzywacz, 2008: 11). Pojęcie „kapitał” nie jest jednoznacznie interpretowane w literaturze. Do nomenklatury ekonomicznej zostało ono zaimplementowane już w starożytnym Rzymie dla oznaczenia kwoty stanowiącej przedmiot pożyczki (Jerzemowska, 1999: 13). Obecnie termin ten definiuje się jako:

- czynnik produkcji odnoszący się do środków trwałych i finansowych, posiadanych przez przedsiębiorstwo (Krajewski, Milewski, 2005: 6; Głodek, 2004: 29),
- zasób o pewnej wartości, służący produkcji dóbr (Wawryszuk-Miszał, 2006: 273; Szot-Gabryś, 2008: 16) i zużywany w jej trakcie (Gajdka, 2002: 18–19),
- ogół środków finansowych powierzonych przez właścicieli i wierzycieli (Duliniec, 2011a: 37),
- źródło finansowania majątku, równoznaczne z pasywami bilansu (Gajdka, 2002: 18),
- majątek (takie ujęcie utożsamia kapitał z aktywami przedsiębiorstwa i jest pochodną stwierdzenia, że kapitał wnoszony do podmiotu gospodarczego w postaci pieniężnej lub rzeczowej stanowi *de facto* zasób majątkowy przedsiębiorstwa) (Duliniec, 1998: 11).

Żadne z wymienionych podejść nie odzwierciedla w pełni istoty kapitału, którego złożoność definicyjna wynika przede wszystkim z potrzeby jego odniesienia do obu stron bilansu przedsiębiorstwa (Grzywacz, 2008: 12), jak i immanentnej

właściwości kapitału, jaką jest zdolność do przynoszenia dochodu (Woźniak-Sobczak (red.), 1996: 8). Cechą charakterystyczną kapitału jest to, że posiada pewną wartość, która może być pomnażana (Janasz i in., 2007: 17; Buk i in., 1996: 22); a właśnie w wyniku akumulacji kapitału następuje wzbogacanie się społeczeństwa, co przekłada się z kolei na tempo wzrostu gospodarczego (Narski, 2001: 326). Stąd też kompletna definicja kapitału powinna uwzględniać jego wpływ na generowanie dochodu (Grzywacz, 2008: 11). Wymienione kryterium jest spełniane, gdy kapitał uznaje się za fundusz, zarówno ten wykazywany po prawej stronie bilansu, jak i nie znajdujący swojego ujęcia w klasycznej prezentacji pasywów (Wieczorek-Kosmala, 2011: 252), który odzwierciedla się w formie szeroko rozumianego majątku (Hicks, 1988: 185, 188), stanowiącego zasób umożliwiający wytwarzanie innych dóbr (Krajewski, 2006: 47) i przekładającego się na wzrost dochodu i bogactwa właścicieli.

Kapitał stanowi nie tylko główną determinantę rozwoju organizacji gospodarczej, ale także podstawowy czynnik decydujący o jej przetrwaniu w realiach rynkowych (Woźniak-Sobczak (red.), 1996: 8). Poziom i struktura kapitału wpływają na styl prowadzenia działalności bieżącej oraz wyznaczają potencjał dla przedsięwzięć o charakterze rozwojowym i restrukturyzacyjnym (Walica, 1999: 13). Do *głównych funkcji kapitału* zalicza się funkcje (Jerzemowska, 1999: 14):

- *dochodowo-motywacyjną*, która wiąże się z możliwością otrzymywania dochodów przez osoby związane stosunkiem właścicielskim lub pracowniczym z przedsiębiorstwem,
- *planistyczno-rozliczeniową*, która wiąże się z tym, że odpowiedni poziom i struktura kapitału umożliwiają właściwe planowanie działań w czasie, pozwalające zapobiec powstawaniu zatorów płatniczych i skwantyfikować ryzyko,
- *kontrolną*, polegającą na tym, że posiadany przez przedsiębiorstwo kapitał jest instrumentem, który służy weryfikacji efektywności działania przedsiębiorstw.

Za istotną zaletę posiadania znaczących zasobów kapitałowych postrzega się także ułatwioną możliwość wdrażania rozwiązań innowacyjnych w ramy prowadzonej działalności, co w efekcie przekłada się na wytwarzanie przewagi konkurencyjnej (Skowronek-Mielczarek, 2005: 18). Kapitał przedsiębiorstw powinien być też systematycznie powiększany, gdyż w stanie spoczynku nie pełni on prawie żadnych funkcji (Matysiak, 2008: 85). Podmiot gospodarczy, który chce się rozwijać, musi stale odtwarzać swój majątek, dokonując przy tym inwestycji kapitału (Głodek, 2004: 56). Stąd, aby przedsiębiorstwo można było uznać za rozwojowe, musi ono posiadać zdolność do zrównoważonego powiększania poziomu kapitału, połączoną z umiejętnością odpowiedniego przenoszenia owego wzrostu na wolumen ponoszonych wydatków inwestycyjnych (Wypych, 2000b: 11–12). Nieodłączną cechą inwestycji kapitałowych jest przy tym ryzyko związane z rezygnacją

z bieżącej konsumpcji na rzecz przyszłych, niepewnych korzyści (Jajuga, Jajuga, 1998: 7).

Przeprowadzane przez przedsiębiorstwa inwestycje mogą mieć bardzo zróżnicowany charakter. Najczęściej wyszczególnia się podział inwestycji na rzeczowe, finansowe i niematerialne (Walica, 1999: 46). Bezpośrednim celem inwestycji rzeczowych jest przyrost aktywów trwałych poprzez remonty, modernizacje lub akwizycję rzeczowych składników majątku. Inwestycje finansowe polegają na zakupie papierów wartościowych bądź zawieraniu lokat lub innych instrumentów finansowych na rynku finansowym. Istotą inwestycji niematerialnych jest zaś nabywanie praw własności przemysłowej, takich jak patenty czy znaki towarowe lub przeprowadzanie prac B&R celem unowocześnienia sprzedawanych produktów, towarów i usług. Dla realizacji rozwoju przedsiębiorstw najważniejszą rolę odgrywają inwestycje rzeczowe, które można podzielić na: odtworzeniowe, modernizacyjne, innowacyjno-rozwojowe, strategiczne i społeczne (Głodek, 2004: 56–58). Przedsiębiorstwo musi zapewnić sobie dopływ środków finansowych pochodzących z właściwie dobranych i udostępnionych na odpowiedni okres źródeł, aby mogło sukcesywnie realizować swoje zamierzenia inwestycyjne (Gorczyńska, Znanińska, 2006: 42).

1.1.2. Źródła i formy finansowania przedsiębiorstw

Środki finansujące majątek można klasyfikować na wiele różnorodnych sposobów. Najczęściej kapitał jest dzielony w zależności od źródła pochodzenia, metody finansowania i okresu, na jaki jest udostępniony. Inne podziały kapitału uznawane są w literaturze za niekonwencjonalne (Tokarski, 2007: 60). Za najbardziej praktyczny uchodzi podział kapitału ze względu na źródło jego pochodzenia, wyszczególniający finansowanie wewnętrzne i zewnętrzne. Istota przyporządkowania polega na rozróżnieniu, czy przedsiębiorstwo posiadany kapitał wypracowało, czy otrzymało. W pierwszym przypadku środki finansowe pozyskiwane są wewnątrz przedsiębiorstw, zaś w drugim od innych podmiotów, z czego najczęściej od wierzycieli i inwestorów. Do głównych rodzajów *finansowania wewnętrznego* należą (Ickiewicz, 2004: 29; Gorczyńska, Znanińska, 2006: 44; Ickiewicz, 2007: 65):

- finansowanie w drodze dokonywanych przekształceń majątkowych, gdy zasilenie kapitałowe odbywa się najczęściej poprzez uzyskiwanie przychodów ze sprzedaży produktów, usług, towarów lub materiałów, odpisy amortyzacyjne, a kapitał jest wypracowywany przez przedsiębiorstwo;
- finansowanie poprzez kumulację kapitału poprzez rezerwy oraz zysk zatrzymany.

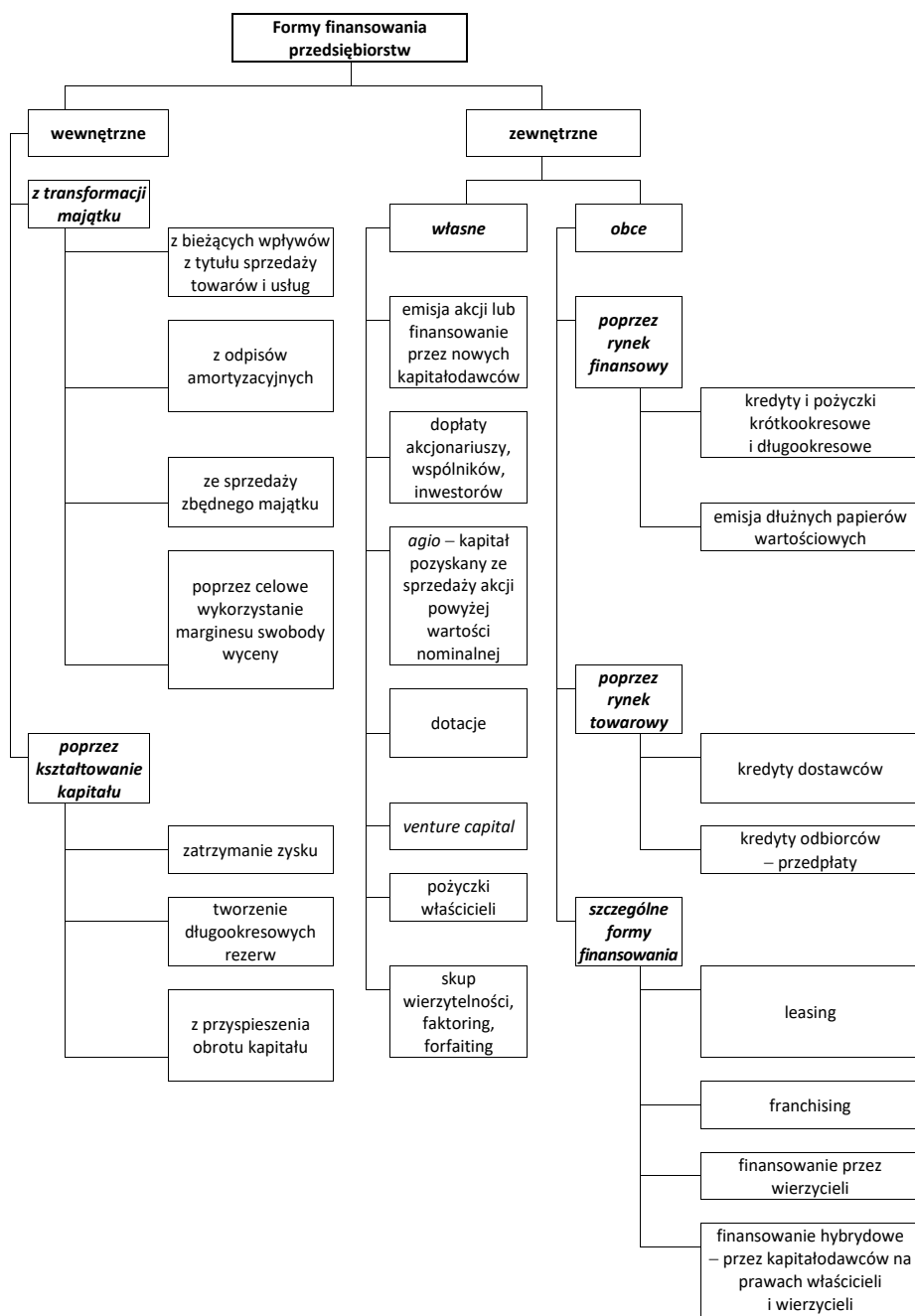
Część ekonomistów jako przykład finansowania wewnętrznego wyszczególnia też zobowiązania wewnątrzzakładowe (Grzywacz, 2008: 14), które nie powstają ani w drodze przekształceń majątkowych, ani poprzez kumulację kapitału. W praktyce, finansowanie w tej formie występuje w dość niewielkim stopniu i zazwyczaj nie ma charakteru docelowego.

Zaopatrywanie przedsiębiorstw w środki kapitałowe, które zostały mu dane, nazywa się *finansowaniem zewnętrznym*, które przyjmując jako kolejne kryterium formę własności, można podzielić na własne i obce. Szczegółowe rozróżnienie podstawowych własnych i obcych źródeł finansowania zostało zaprezentowane na schemacie 1.1.

Kapitałem własnym nazywany jest w ekonomii ogół środków kapitałowych, dostarczanych przez właścicieli, poprzez które nabywają oni zarówno prawo do udziału w zyskach przedsiębiorstwa, jak i do wartości likwidacyjnej podmiotu na wypadek jego bankructwa (Grzywacz, 2008: 14). Z punktu widzenia *stricte* księgowego kapitał własny jest równowartością majątku właścicielskiego wdrażanego do podmiotu w chwili jego zakładania oraz pozostawianych w nim zysków (Czerwińska-Kayzer, 2006: 66). Kapitał własny może powstawać z wkładów właściciela (np. kapitał zakładowy lub udziałowy) albo środków wygospodarowanych przez podmiot gospodarczy w toku swojej działalności i znajdujących się w dyspozycji jego lub wspólników (kapitał z aktualizacji wyceny powstający w efekcie ponownego szacowania wartości majątku trwałego, wygenerowany zysk zarówno bieżącego okresu, jak i wypracowany w przeszłości) (Dębski, 2005: 383).

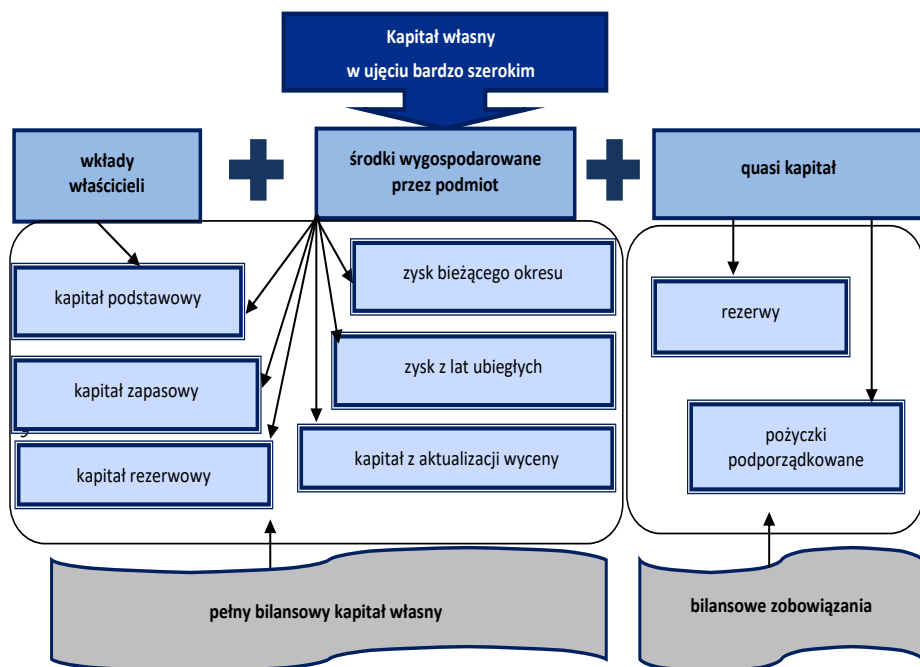
Część ekonomistów wskazuje, że kapitał własny powinien obejmować swoim zakresem także rezerwy (Janik, Paździor, 2011: 26). Rezerwy są pewnego rodzaju pochodną kapitału własnego, tworzoną z ostrożności na zabezpieczenie wysoce prawdopodobnych zobowiązań. W porównaniu do bilansowych form kapitału własnego, rezerwy wyróżniają się tym, że ich utworzenie powoduje powstanie kosztu (pozostałego operacyjnego, finansowego lub nadzwyczajnego), zaś ich zmniejszenie (rozwiązanie) – przychodu (Zaleska, 2005: 35–36). Kapitałem o podobnym charakterze są rozliczenia międzyokresowe bierne, które są rezerwami utworzonymi na poczet kosztów przyszłych okresów. Podejścia do kapitału własnego zostały zaprezentowane na schemacie 1.2.

Cechą kapitału własnego jest to, że oddawany jest on zazwyczaj do dyspozycji przez właścicieli na długi lub nieokreślony okres, tym samym stanowiąc stabilne źródło finansowania, gdyż kapitałodawcy są zorientowani na wzrost efektywności wykorzystania powierzonych kapitału (Jaworski, 2010: 232). Z jednej strony mogą więc oni pozwalać sobie np. na systematyczne wypłaty zysków, jeśli nie będzie to stanowić zagrożenia dla długookresowej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału, ale z drugiej strony niejednokrotnie stają przed koniecznością zaspokojenia potrzeby uzupełnienia poziomu kapitału własnego w przedsiębiorstwie.

**Schemat 1.1.** Formy finansowania przedsiębiorstw

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Ickiewicz, 2004: 30; Trocki, 2007: 22; Grzywacz, 2008: 12; Janik, Paździor, 2011: 119.

Ma to miejsce np. gdy występuje znaczna deprecjacja kapitału, wymaga tego dalsza działalność rozwojowa, brak jest pokrycia straty w dotychczasowym poziomie kapitału własnego, czy też gdy podmiot poważnie zagrożony jest upadłością (Bień, 2008b: 154–155). Z uwagi na długookresowe spojrzenie właścicieli, znaczne wykorzystywanie kapitału własnego przez przedsiębiorstwo zapewnia stabilność jego funkcjonowania, stanowi bazę gwarancyjną dla wierzycieli (Szczepaniak, 1992: 151), zwiększa poczucie bezpieczeństwa działalności oraz służy poprawie płynności finansowej.



Schemat 1.2. Składowe kapitału własnego w ujęciu bardzo szerokim

Źródło: opracowanie własne.

W przypadku finansowania się kapitałem własnym, głównym kosztem dla przedsiębiorstwa jest koszt utraconych możliwości, które nie zostaną przez nie wykorzystane w związku z ograniczonymi zasobami własnych środków kapitałowych. Oprócz tego, do wad zasilania się poprzez zwiększanie stanów kapitału własnego zalicza się m.in. jego niską elastyczność, wysoki koszt oraz skomplikowany charakter procedury emisyjnej. Kapitał własny może być wniesiony w formie pieniężnej lub rzeczowej (Janik, Paździor, 2011: 24). Kapitał własny może być powiększany w sposób: