

Tomasz Nowaczyk

METODA WYBORU STRATEGII FINANSOWANIA MAJĄTKU OBROTOWEGO PRZEDSIĘBIORSTWA

Literatura z zakresu zarządzania finansami powszechnie podaje rodzaje strategii finansowania krótkoterminowego i sposoby wnioskowania o stosowanej przez przedsiębiorstwo strategii, natomiast rzadko przedstawiane są metody, procedury czy choćby sugestie dotyczące sposobu wyboru strategii. Niniejszy artykuł ma na celu przedstawienie zbioru determinant strategii finansowania majątku obrotowego oraz wskazanie na możliwe do zastosowania w tym zakresie procedury.

1. Strategia finansowania majątku obrotowego

Dobór, pozyskiwanie oraz obsługa źródeł finansowania, czyli działalność finansowa, stanowi dla przedsiębiorstwa jeden z podstawowych kierunków prowadzonej działalności gospodarczej (obok działalności operacyjnej i inwestycyjnej). Finansowania wymaga cały majątek potrzebny przedsiębiorstwu w prowadzonej działalności gospodarczej – trwałe, użytkowany przez dłuższy czas (biorący udział w wielu cyklach operacyjnych) i obrotowy, wykorzystywany w pojedynczym cyklu operacyjnym.

Można sformułować dwie definicje strategii finansowania przedsiębiorstwa: po pierwsze, strategia finansowania może być rozumiana jako zbiór reguł zachowania się przedsiębiorstwa w procesie pozyskiwania kapitału; po drugie strategia finansowania to plan pozyskiwania kapitału – plan czynności doprowadzających przedsiębiorstwo w określonym czasie do pozyskania kapitału w pożądaną wielkość i proporcji pomiędzy poszczególnymi źródłami kapitału.

Tradycyjnie przedstawia się trzy rodzaje strategii finansowania krótkoterminowego. W strategii konserwatywnej stałe i zmienne środki obrotowe finansowane są za pomocą kapitałów stałych; uważa się, że strategia ta prowadzi do nadpłynności i ponoszenia wysokich kosztów finansowych. Strategia agresywna to finansowanie stałych i zmiennych środków obrotowych za pomocą zobowiązań krótkoterminowych, przypisuje się jej minimalizację kosztów finansowania przy wysokim ryzyku (niebezpieczeństwo wzrostu stopy procentowej kredytów udzielanych przedsiębiorstwu). Strategia umiarkowana – stałe środki obrotowe finansowane są za pomocą kapitałów stałych, zmienne środki obrotowe finansowane zobowiązania-

mi krótkoterminowymi; ma ona stanowić kompromis pomiędzy kosztem finansowania krótkoterminowego a poziomem ryzyka.

Warto zauważyć, że już w tym tradycyjnym ujęciu mamy do czynienia z zestawieniem cechy wpływającej na dochody przedsiębiorstwa (kosztu finansowania kapitału obrotowego) i poziomu ryzyka; jednym z możliwych podejść do wyboru strategii finansowania będzie zatem ujęcie problemu na płaszczyźnie dochód – ryzyko.

2. Determinanty strategii finansowania majątku obrotowego

A. Rutkowski wskazuje, że przedsiębiorstwo, „decydując się na określony sposób finansowania swoich krótkoterminowych potrzeb” – czyli dokonując wyboru strategii finansowania majątku obrotowego, powinno rozważyć następujące zagadnienia: akceptowalny poziom ryzyka związany ze sposobem finansowania, efektywny koszt finansowania, dostępność określonego źródła finansowania oraz elastyczność źródeł finansowania¹. Ryzyko związane ze sposobem finansowania traktuje on wąsko, jako zmienność stopy oprocentowania pożyczek. W zakresie kosztu finansowania zwraca uwagę na koszty utraconych możliwości, przejawiające się np. w ograniczeniu swobody podejmowania decyzji co do wyboru dostawców poprzez oparcie finansowania w dużym stopniu na kredycie kupieckim od konkretnego dostawcy. Elastyczność to możliwość przełożenia spłaty zobowiązań i możliwości pozyskania dodatkowych środków, łatwość dopasowania danego źródła do zmieniającej się sytuacji w przyszłości. Klasyfikacja ta może być przyjęta za punkt wyjścia do rozważań nad determinantami strategii finansowania majątku obrotowego. Warto też zaznaczyć, że spośród wymienionych przez A. Rutkowskiego zagadnień kwestia kosztu finansowania (kosztu kapitału krótkoterminowego) jest szeroko omawiana w literaturze i wydaje się nie wzbudzać wątpliwości.

2.1. Powiązanie decyzji o strategii inwestowania z decyzją o strategii finansowania

W teorii finansów często zakłada się oddzielnie decyzji inwestycyjnych od decyzji finansowych. O ile założenie to ma podstawy w przypadku decyzji długookresowych, dotyczących wyboru projektów inwestycyjnych zwiększających aktywa trwałe i decyzji kształtujących strukturę kapitałów stałych, to w zakresie decyzji bieżących nie da się łatwo utrzymać tego samego założenia. Przyczyną jest ścisły związek inwestycji w zapasy z dostępnością zobowiązań handlowych wobec dostawców jako źródła finansowania. W tym świetle właściwie wszystkie czynniki, jakie wpływały na wybór strategii inwestowania w majątek obrotowy (określonej często jako strategia zarządzania czy gospodarowania majątkiem obrotowym),

¹ A. Rutkowski, *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa 2007, s. 451.

będą wpływać również na decyzje w zakresie strategii finansowania majątku obrotowego. Związek ten eksponuje w swojej pracy D. Wędzki, łącząc decyzje w zakresie strategii majątku obrotowego i strategii finansowania majątku obrotowego w jedno pojęcie, strategii płynności finansowej przedsiębiorstwa².

Powiązanie strategii inwestowania i finansowania w zakresie majątku obrotowego można przedstawić poprzez wskazanie cech strategii inwestowania, które sprzyjają (lub nie) wyborowi określonej strategii finansowania. Poprzez to powiązanie strategia inwestowania staje się determinantą strategii finansowania majątku obrotowego. Konserwatywna strategia inwestowania w majątek obrotowy sprzyjać będzie realizacji agresywnej strategii finansowania, ponieważ wysoki poziom zapasów stymuluje wyższe zakupy u dostawców i pozwala na utrzymywanie wysokiego poziomu zobowiązań handlowych. Również z punktu widzenia zapewnienia finansowania poprzez krótkoterminowy kredyt bankowy konserwatywna strategia inwestowania jest stymulantą dla agresywnego finansowania, bo wysoki majątek obrotowy daje lepsze zabezpieczenie kredytu.

Z kolei agresywna strategia inwestowania w majątek obrotowy, dążąca do minimalizacji jego wielkości, może utrudniać pozyskiwanie wysokich zobowiązań handlowych i przez to odwozić przedsiębiorstwo od wyboru agresywnej strategii finansowania.

Zestawienie strategii inwestowania i finansowania w zakresie potrzeb obrotowych może też mieć określony wpływ na poziom płynności finansowej, przynajmniej w ujęciu statycznym (badanej poprzez relację aktywów obrotowych do zobowiązań bieżących).

2.2. Ryzyko

Efektywne zarządzanie finansami przedsiębiorstwa musi uwzględniać nie tylko wyniki finansowe, ale także ryzyko podejmowane dla ich osiągnięcia. W nauce finansów ryzyko postrzegane jest głównie jako zmienność czynników wpływających na wyniki finansowe podejmowanych działań. W działalności gospodarczej przedsiębiorstw wskazać można wiele rodzajów ryzyka, np.: ryzyko rynkowe, związane ze zmiennością cen na zorganizowanych rynkach finansowych i towarowych, ryzyko kredytowe, związane z możliwością zaburzeń w realizacji świadczeń przez dłużników przedsiębiorstwa, ryzyko utraty płynności finansowej czy wreszcie ryzyko wahań popytu charakterystyczne dla branży, w jakiej działa przedsiębiorstwo (tzw. ryzyko biznesu). W ujęciu tradycyjnym, ze strategią finansowania majątku obrotowego wiąże się ryzyko zmian stopy procentowej, co wpływa na koszt finansowania zadłużeniem krótkoterminowym – jest to czynnik z zakresu ryzyka rynkowego. Jednak inne determinanty strategii finansowania też są nośnikami ryzyka, a sama strategia może istotnie wpływać na ryzyko utraty płynności finansowej.

² D. Wędzki, *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2002.

Zmienność determinantów strategii finansowania majątku obrotowego (czyli stopień ryzyka, jakim są one obarczone) może kształtować wpływ stosowanej strategii na wyniki działalności gospodarczej przedsiębiorstwa. Cechą wybranej strategii, wskazującą na jej ryzyko, może być zmiana, jaką wywołuje ona w poziomie wrażliwości wyniku działalności (np. płynności, rentowności kapitału własnego czy ekonomicznej wartości dodanej) na zmiany parametrów prowadzonej działalności będących dla przedsiębiorstwa nośnikami ryzyka. Podstawowymi parametrami, które będą wpływać na strategię finansowania majątku obrotowego, będą: poziom sprzedaży, poziom kosztów bezpośrednich, okresy rotacji zapasów i należności (poprzez wpływ na zapotrzebowanie na operacyjny majątek obrotowy), poziom stóp procentowych (poprzez wpływ na koszt kapitału finansującego potrzeby obrotowe). Spośród tych czynników największą zmiennością będą się zwykle cechować poziom sprzedaży i poziom kosztów – ich zmiany wpływać będą na zmiany zapotrzebowania na kapitał obrotowy netto i na zmiany przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej. Zmienność zapotrzebowania na kapitał obrotowy netto kształtować będzie niezbędną elastyczność strategii finansowania majątku obrotowego. Z kolei zmienność poziomu przepływów pieniężnych sama w sobie może stanowić miarę ryzyka prowadzonej przez przedsiębiorstwo działalności operacyjnej.

Na znaczenie zmienności przepływów pieniężnych dla utrzymania płynności finansowej przedsiębiorstwa wskazuje G. Emery, proponując wykorzystanie do oceny płynności wskaźnika lambda, o następującej konstrukcji³:

$$\lambda = \frac{PRG + E(PPN)}{\sigma(PPN)},$$

gdzie:

PRG – początkowa rezerwa gotówkowa,

E(PPN) – oczekiwana (prognozowana) wielkość przepływów pieniężnych netto,

σ(PPN) – odchylenie standardowe przepływów pieniężnych netto.

Lambda wskazuje, ile płynnych środków w okresie objętym prognozą przypada na jedną jednostkę ryzyka, rozumianego poprzez zmienność poziomu przepływów pieniężnych generowanych przez przedsiębiorstwo. Im wyższa wartość wskaźnika, tym większą płynnością cechuje się przedsiębiorstwo. Może on być również wykorzystywany dla określenia prawdopodobieństwa wyczerpania się zasobów płynnych (utruty płynności).

Wybrana przez przedsiębiorstwo strategia finansowania może wprowadzać do przedsiębiorstwa nowe rodzaje ryzyka, jakie nie występują w związku z działalnością operacyjną. Nierozdzielnie związane z pojęciem strategii finansowania jest

³ G. W. Emery, *Measuring Short-term Liquidity*, „Journal of Cash Management” 1984, nr 3, s. 25–32.

ryzyko finansowe, pojawiające się w przedsiębiorstwie w przypadku korzystania z kapitału obcego obciążonego oprocentowaniem. Koszty finansowe (odsetki) od kredytów i pożyczek tworzą w przedsiębiorstwie koszt stały, niezależny od działalności operacyjnej, podnosząc naturalny dla działalności operacyjnej przedsiębiorstwa próg rentowności. Wybrana przez przedsiębiorstwo strategia finansowania majątku obrotowego będzie determinować poziom stałego wykorzystania krótkoterminowego zadłużenia, od którego naliczane będą koszty finansowe. Jako miarę ryzyka strategii finansowania w tym kontekście można przyjąć stopień dźwigni finansowej (obliczony dla kapitału obrotowego), określony następującym wzorem:

$$SDF = EBIT / (EBIT - I),$$

gdzie:

SDF – stopień dźwigni finansowej,

$EBIT$ – poziom zysku przed spłatą odsetek i opodatkowaniem,

I – poziom odsetek.

Im wyższy poziom wskaźnika, tym silniej w danym przypadku działa dźwignia finansowa, co związane jest z wyższym poziomem ryzyka finansowego.

Zmienność zapotrzebowania na kapitał obrotowy może też przesądzać o efektach finansowych stosowania określonej strategii. Jeśli znamy zależność pomiędzy stopą zwrotu możliwą do osiągnięcia lokat R_L a stopą zwrotu na działalności operacyjnej firmy R_0 , to można wskazać, że dla $R_L < R_0$, im większa będzie zmienność kapitału obrotowego, tym mniejsza będzie efektywność strategii konserwatywnej, bo zaangażowany w finansowanie majątku obrotowego kapitał własny będzie przynosił niską stopę zwrotu, zaniżając wyniki firmy. Dla $R_L > R_0$ efekt będzie odwrotny.

2.3. Dostępność

Pojęcie dostępności kapitału, które można również rozumieć jako dostępność określonego źródła finansowania, rozwija w swojej pracy J. Kubiak. Określa on dostępność poprzez warunki stawiane biorcy kapitału przez dawcę kapitału w ramach obowiązujących przepisów prawnych; warunki, które biorca musi wypełnić, aby pozyskać kapitał od danego dawcy (z danego źródła finansowania). Przedsiębiorstwo jako biorca kapitału ma pewien zbiór potencjalnych źródeł oferowany przez jego otoczenie. O tym, czy będzie jednak mogło skorzystać z danego źródła, zadecyduje spełnienie określonych warunków, posiadanie cech, których oczekuje ich dawca. Cechy dostępności mają więc podstawowe, pierwotne znaczenie dla możliwości dokonania swobodnego wyboru źródła przez przedsiębiorstwo na podstawie innych kryteriów, takich jak koszt i elastyczność⁴.

⁴ J. Kubiak, *Wybór źródeł krótkoterminowego finansowania przedsiębiorstwa*, w: *Nauki finansowe wobec współczesnych problemów gospodarki polskiej*, t. 2: *Finanse przedsiębiorstw*, red. Z. Dresler, Wydawnictwo AE w Krakowie, Kraków 2004, s. 161.

Dokonując oceny dostępności, przedsiębiorstwo powinno ustalić, ile kapitału i na jakich warunkach dostępne jest z danego źródła, a także czy istnieją interakcje pomiędzy korzystaniem z różnych źródeł (np. źródła wykluczające się wzajemnie lub sytuacje, kiedy skorzystanie z jednego źródła zmniejsza dostępność innego).

2.4. Elastyczność

Uogólniając, elastyczność to zwiększanie pola wyboru, zwiększanie możliwości reakcji na wystąpienie określonego stanu natury lub zwiększanie liczby stanów natury, w których przedsiębiorstwo może prowadzić czy podejmować skuteczne działania lub też w których przedsiębiorstwo nadal może osiągać określone wyniki (na gruncie finansów przedsiębiorstwa będą to np. utrzymanie płynności, utrzymanie zakładanego przedziału rynkowej wyceny wartości przedsiębiorstwa czy zrealizowanie założonych inwestycji). Zapewnienie źródeł finansowania zwiększa tak rozumianą elastyczność.

Przez elastyczność strategii finansowania rozumiem elastyczność decyzyjną, jaką przedsiębiorstwu daje swoboda wyboru w zakresie decyzji o sposobie finansowania, zarówno co do rodzaju pozyskiwanego finansowania, jak i co do sposobu obsługi źródeł finansowania. Im wyższa zmienność zapotrzebowania na kapitał obrotowy netto, tym większa elastyczność strategii jego finansowania będzie potrzebna dla sprawnego przebiegu procesów gospodarczych przedsiębiorstwa. Elastyczność finansowania można zapewnić przedsiębiorstwu poprzez finansowanie z dużym udziałem kapitału własnego, poprzez utrzymywanie ścisłych powiązań z bankiem podstawowym czy wreszcie korzystając z opcji wbudowanych w konstrukcję instrumentów finansowania.

Wysoki udział kapitału własnego w finansowaniu przedsiębiorstwa umożliwia zwykle łatwe pozyskanie kapitału obcego, zarówno na długi, jak i na krótki czas, w dogodnym dla przedsiębiorstwa momencie. Jest to cechą konserwatywnej strategii finansowania majątku obrotowego; zatem strategia ta zapewnia dużą elastyczność finansowania przy założeniu posiadania przez przedsiębiorstwo potencjału zadłużeniowego. Warto tu zauważyć, że wykorzystanie tej elastyczności będzie oznaczać jednocześnie zmianę samej strategii w kierunku bardziej agresywnej. Trzeba też uwzględnić fakt, że strategia polegająca na finansowaniu przede wszystkim kapitałem własnym i traktowaniu osiągniętego w ten sposób potencjału zadłużeniowego jako źródła elastyczności finansowania, oznacza jednocześnie rezygnację z korzyści, jakie może dać przedsiębiorstwu pozytywny efekt dźwigni finansowej, podnoszący rentowność kapitału własnego poprzez zwiększenie udziału zadłużenia w strukturze finansowania.

Bliskie relacje przedsiębiorstwa z wybranym bankiem, określanym jako bank podstawowy, mogą zwiększać dostępność finansowania i obniżać koszt pozyskiwanego kapitału, a także przyspieszać proces decyzyjny banku dotyczący zaangażowania w realizację konkretnych projektów. W ten sposób rośnie elastyczność dostoso-

wania się banku do potrzeb finansowych przedsiębiorstwa⁵. Wydaje się jednak, że zjawisko to będzie się odnosić głównie do klientów o największym dla banku (czy danego oddziału banku) znaczeniu i jest też ograniczane przez brak swobody decyzyjnej oddziałów banków, co osłabia znaczenie budowy stałych, bliskich relacji z bankiem dla zapewnienia przedsiębiorstwu elastyczności finansowania.

Co do opcji będących elementem konstrukcji instrumentu finansowania, dla strategii finansowania majątku obrotowego największe znaczenie będzie mieć możliwość łatwej zmiany stopnia wykorzystania finansowania w ramach okresu korzystania z danego instrumentu. Pod tym względem wyróżniają się limit kredytu bankowego w rachunku bieżącym oraz krótkoterminowe papiery dłużne.

Elastyczność może być postrzegana jako pewien rodzaj opcji: opcja ma tym większą wartość, im większa zmienność dotyczy wyceny instrumentu bazowego; wartość elastyczności w zakresie finansowania majątku obrotowego będzie również tym większa, im większa jest niepewność co do przyszłych przepływów pieniężnych przedsiębiorstwa i co do potrzeb obrotowych.

3. Etapy procesu wyboru strategii finansowania majątku obrotowego

Wybór strategii finansowania majątku obrotowego można podzielić na wyraźnie wyodrębnione etapy, z których każdy wykorzystuje swoiste narzędzia i wymaga określonych informacji. Etapy te zostały przedstawione w poniższej tabeli.

Etapy procesu wyboru strategii finansowania majątku obrotowego

Etap	Opis
ETAP I	Ustalenie dostępności źródeł finansowania
ETAP II	Określenie kosztu kapitału z poszczególnych źródeł
ETAP III	Ustalenie zakresu niezbędnej elastyczności
ETAP IV	Opracowanie możliwych strategii finansowania
ETAP V	Ocena możliwych strategii w ujęciu dochód – ryzyko
ETAP VI	Wybór strategii finansowania majątku obrotowego na podstawie rezultatów etapu V

Źródło: Opracowanie własne.

Na etapie I następuje określenie warunków skorzystania z poszczególnych potencjalnych źródeł finansowania majątku obrotowego i na tej podstawie określenie

⁵ Por. E. Kania, *Mikro- i makroekonomiczne aspekty relacji bank – klient*, w: *Finanse, bankowość i ubezpieczenia*, Wydawnictwo AE im. O. Langego we Wrocławiu, t. 2, Wrocław 2001, s. 175.

dostępności. Powinno się też ustalić, ile kapitału można pozyskać z danego źródła na określonych warunkach.

Etap II ma charakter kalkulacyjny – poprzez wykorzystanie modeli szacowania kosztu kapitału przypisujemy koszt poszczególnym źródłom finansowania, które na etapie pierwszym zostały wskazane jako dostępne. Ustalenie kosztu kapitału obcego nie następuje zwykle trudnościami, choć problem może wystąpić, jeśli chcemy określić efektywny koszt finansowania ze źródeł o dużej elastyczności, kiedy brak jest pewności o terminach korzystania (limit kredytu w rachunku bieżącym, program emisji bonów komercyjnych). W takiej sytuacji można stwierdzić, że oszacowanie kosztu kapitału będzie tym dokładniejsze, im większa jest precyzja przewidywań co do harmonogramu wykorzystania zadłużenia do finansowania majątku obrotowego. Odnośnie do kosztu kapitału własnego, należy zastosować te same procedury, które przedsiębiorstwo stosuje przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych.

Na etapie III ustala się stopień niezbędnej elastyczności w zakresie finansowania majątku obrotowego, co wynikać będzie z możliwych zmian w zapotrzebowaniu na majątek obrotowy. Przede wszystkim mają tu znaczenie zmienność poziomu sprzedaży i zmienność okresu spływu należności, jako podstawowe czynniki wpływające na kapitał obrotowy, a jednocześnie w najmniejszym stopniu poddające się kontroli ze strony przedsiębiorstwa. Należy określić, w jakim zakresie mogą poruszać się przyszłe szeregi czasowe dla wielkości sprzedaży, cen sprzedaży i okresu spływu należności przedsiębiorstwa. Do analizy danych historycznych zastosowane będą metody statystyczne, przede wszystkim miary rozproszenia kolejnych wartości szeregu czasowego wokół jego wartości oczekiwanej – wariancja, odchylenie standardowe. Wielce pożądane byłoby pełne określenie rozkładu prawdopodobieństwa danego parametru jako zmiennej losowej. Dane historyczne służą określeniu przyszłego zakresu zmienności kapitału obrotowego w horyzoncie decyzyjnym. Wykonujemy serię eksperymentów symulacyjnych, posługując się modelem planowania finansowego przedsiębiorstwa. Obejmuje on wzajemnie ze sobą powiązane zestawienia tabelaryczne przedstawiające – poprzez układ równań matematycznych – powiązania pomiędzy poszczególnymi elementami gospodarki finansowej przedsiębiorstwa. Model taki wiąże podstawowe parametry funkcjonowania przedsiębiorstwa, takie jak ceny czynników produkcji, planowane wielkości sprzedaży czy kursy walut, z wynikami finansowymi działalności przedstawionymi w sprawozdaniach finansowych pro forma. Elementem obliczeniowym jest zapotrzebowanie na kapitał obrotowy. Każda zmiana jednego (lub kilku) parametrów wejściowych powoduje odpowiednią zmianę wyników. Eksperymenty z takim modelem prowadzimy jako analizę wrażliwości, analizę scenariuszy lub symulację Monte Carlo.

Analiza wrażliwości polega na wykonywaniu serii zmian poziomu wybranej (jednej) zmiennej wejściowej i obserwowaniu zmiany poziomu wyników projektu.

Przykładowo: badamy, jak zmieni się zapotrzebowanie na kapitał obrotowy, jeśli cena sprzedaży wzrośnie o 2%. Takich pytań, dotyczących determinant kapitału obrotowego, zadajemy bardzo dużo, uzyskując obraz wrażliwości zapotrzebowania na finansowanie na zmiany warunków zewnętrznych. Zawsze jednak zmieniamy tylko jedną zmienną. Za wadę analizy wrażliwości można uznać fakt, że w rzeczywistości rzadko zmienia się tylko jedna ze zmiennych wpływających na wyniki przedsiębiorstwa – zmienia się ich wiele jednocześnie. Wyniki nie oddają więc dobrze możliwych stanów natury.

W odróżnieniu od poprzedniej techniki, w analizie scenariuszy uwzględniamy powiązania pomiędzy zmiennymi wejściowymi (wielkością sprzedaży, ceną, okresem spływu należności) i badamy zapotrzebowanie na kapitał obrotowy przy różnych (spójnych) kombinacjach zmiennych wejściowych, nazywanych scenariuszami.

Symulacja Monte Carlo to eksperyment losowy (oparty na losowaniu), którego celem jest oszacowanie rozkładu możliwych wyników dla zmiennej objaśnianej (w tym przypadku poziom zapotrzebowania na kapitał obrotowy ogółem i kapitał obrotowy netto), zależnej od zespołu probabilistycznych zmiennych objaśniających. Dla wszystkich zmiennych wejściowych określamy możliwy zakres zmienności, a następnie przeprowadzamy wiele losowań wartości spośród podanych zakresów (np. 10 000 losowań). Dla każdego losowania zapisujemy wyniki (w tym przypadku poziom zapotrzebowania na kapitał obrotowy ogółem i kapitał obrotowy netto). W efekcie uzyskujemy rozkład prawdopodobieństwa wyniku. Z opisanych technik ta jest najbardziej czasochłonna, ze względu na konieczność konstrukcji komputerowego modelu dla potrzeb symulacji; daje ona jednak najlepszą prezentację możliwych stanów natury co do zapotrzebowania na finansowanie majątku obrotowego w warunkach zmienności jego determinant.

Rezultatem badań III etapu jest określenie możliwego zakresu zmienności zapotrzebowania na kapitał obrotowy netto, co jest wyznacznikiem niezbędnej elastyczności strategii finansowania.

Na etapie IV należy wskazać możliwe strategie finansowania, czyli dopuszczalne kombinacje źródeł finansowania – te, które są złożone tylko ze źródeł dostępnych, i które zapewniają niezbędną elastyczność finansowania majątku obrotowego.

Etap V to ocena możliwych strategii. Może ona następować poprzez wykorzystanie różnych kryteriów. Najprostszym z nich jest wybranie tej z dopuszczalnych strategii, która charakteryzuje się najniższym średnim ważonym kosztem kapitału finansującego majątek obrotowy; oparcie jednak wyboru tylko na tym kryterium oznaczałoby pominięcie w procesie decyzyjnym aspektu ryzyka. Druga możliwość wskazywana w literaturze – to wybór najlepszej strategii w płaszczyźnie dochód – ryzyko⁶. Ujęcie decyzji ekonomicznych poprzez powiązanie ze sobą ryzyka

⁶ D. Wędzki, *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2002, s. 120.

i możliwej do osiągnięcia stopy dochodu (stopy zwrotu) jest szeroko wykorzystywane w teorii finansów. Istotą ujęcia jest dążenie przez jednostki podejmujące decyzje do pogodzenia (czy do znalezienia kompromisu) dwóch przeciwstawnych celów: uzyskania możliwie wysokiej stopy zwrotu z poczynionej inwestycji oraz utrzymania jak najniższego poziomu ryzyka związanego z inwestycją. Związki pomiędzy strategią finansowania majątku obrotowego a poziomem ponoszonego ryzyka można badać, przyjmując jako miarę ryzyka strategii finansowania stopień dźwigni finansowej (obliczony dla kapitału obrotowego) oraz przyjmując nadwyżkę stopy dochodu z kapitału własnego finansującego majątek obrotowy tworzoną przez zastosowanie dźwigni finansowej nad stopą dochodu właściwą dla finansowania wyłącznie kapitałem własnym jako miernik zysku ze strategii finansowania. Mając jednak na uwadze silny związek strategii finansowania majątku obrotowego z zachowaniem przez przedsiębiorstwo płynności finansowej, wybór w ujęciu dochód – ryzyko można też osadzić nie w opisanej płaszczyźnie, lecz w przestrzeni, dodając jeszcze wymiar płynności finansowej. Możliwe do przyjęcia strategie będą wtedy charakteryzowane poprzez zbiór trzech parametrów: ryzyko w ujęciu stopnia dźwigni finansowej, dochód w ujęciu dodatkowej stopy zwrotu na kapitale własnym finansującym majątek obrotowy i poziom płynności zapewniany przez daną strategię.

Dysponując modelem planowania finansowego, można też przeprowadzić symulację wyników finansowych przedsiębiorstwa dla różnych wariantów strategii finansowania majątku obrotowego i wybrać tę strategię, która w wynikach symulacji prezentuje się najkorzystniej. Ocenie podlega wtedy rozkład prawdopodobieństwa dla wyników finansowym przedsiębiorstwa w tylu wariantach, ile dopuszczalnych strategii finansowania majątku obrotowego chcemy przebadać.

4. Podsumowanie

Zarządzanie majątkiem obrotowym jest istotną częścią gospodarki finansowej każdego przedsiębiorstwa sfery realnej, szczególnie przedsiębiorstw produkcyjnych i handlowych. Właściwe decyzje podejmowane w tym zakresie są istotne dla możliwości przetrwania przedsiębiorstwa, jako silnie związane z poziomem płynności finansowej. Jednym z problemów decyzyjnych jest tu sposób wyboru właściwej dla przedsiębiorstwa strategii finansowania majątku obrotowego. Przedstawiona w niniejszym artykule metoda pozwala na racjonalizację takiego wyboru, poprzez badanie wpływu różnych strategii na wyniki finansowe przedsiębiorstwa. Warunkiem jej zastosowania jest dobra organizacja procesu planowania finansowego i przygotowanie modelu finansowego przedsiębiorstwa.

**METHOD OF CHOOSING THE COMPANY'S CURRENT
ASSETS FINANCING STRATEGY**

Summary

The article presents a method of selecting the current assets financing strategy for the company, based on a financial planning model. Using such a model, simulation experiments are conducted, producing probability distributions of company financial results for different financing strategies. Effects of those simulations are the basis for the choice of the best risk-return related strategy.