

## **Kapitał obrotowy netto a wartość przedsiębiorstwa\***

**Andrzej Jaki, Wojciech Ćwiek\*\***

**Streszczenie:** *Cel* – Celem artykułu jest przeprowadzenie analizy oddziaływania kapitału obrotowego netto, jako jednego z nośników wartości, na wartość przedsiębiorstwa, poprzez badanie zależności pomiędzy strategią zarządzania kapitałem obrotowym netto a efektywnością kreowania wartości przedsiębiorstwa.

*Metodologia badania* – Artykuł oparty został na analizie literatury oraz wykorzystaniu narzędzi analizy finansowej w postaci mierników efektywności w odniesieniu do wybranych spółek sektora energetycznego w Polsce.

*Wynik* – Analiza potwierdziła istnienie zależności pomiędzy stosowaną strategią zarządzania kapitałem obrotowym netto a efektywnością kreowania wartości przedsiębiorstwa.

*Oryginalność/wartość* – Przeprowadzone badania należy traktować jako punkt wyjścia dla dalszej pogłębionej analizy oddziaływania kapitału obrotowego, jako nośnika wartości przedsiębiorstwa, na jego wartość.

**Słowa kluczowe:** nośniki wartości, kapitał obrotowy, efektywność kreowania wartości

### **Wprowadzenie**

Dążenie do pomnażania wartości przedsiębiorstwa wynika z naturalnej pragmatyki procesu inwestowania, gdzie właściciel kapitału ponosząc koszt alternatywny i podejmując ryzyko, oczekuje wzrostu jego wartości rynkowej, a tym samym wartości przedsiębiorstwa, w które kapitał został przez niego zainwestowany. Z tego też powodu maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa została uznana za podstawowy finansowy cel jego funkcjonowania, stając się także kierunkowym wyznacznikiem jednej z koncepcji zarządzania, jaką stanowi koncepcja zarządzania wartością (*value-based management*). Efektywność kreowania wartości przedsiębiorstwa stanowi zarazem wypadkową oddziaływania różnych czynników będących jej determinantami. W tym zakresie istotny wkład w powstanie i rozwój prowartościowego zarządzania wniósł A. Rappaport, który jako pierwszy przeprowadził kompleksowe studium uwarunkowań kreowania wartości przedsiębiorstwa działającego w warunkach rozdzielania własności i zarządzania (Rappaport 1986). Jednym z efektów tego studium jest zidentyfikowanie i zanalizowanie kluczowych determinant wartości przedsiębiorstwa,

---

\* Publikacja została sfinansowana ze środków przyznanych Wydziałowi Zarządzania Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, w ramach dotacji na utrzymanie potencjału badawczego.

\*\* dr hab. Andrzej Jaki prof. UEK, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Wydział Zarządzania, Katedra Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw, ul. Rakowicka 27, 31-510 Kraków, e-mail: jakia@uek.krakow.pl; mgr Wojciech Ćwiek, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Studium Doktoranckie Wydziału Zarządzania, ul. Rakowicka 27, 31-510 Kraków, e-mail: cwiek.w@gmail.com.

które Autor określił mianem nośników wartości (*value drivers*) o charakterze operacyjnym, inwestycyjnym i finansowym.

Celem niniejszego artykułu jest przeprowadzenie analizy oddziaływania na wartość przedsiębiorstwa zapotrzebowania na kapitał obrotowy netto i sposobu, będącego jednym z inwestycyjnych nośników wartości. Wymieniony cel zostanie zrealizowany poprzez badanie zależności pomiędzy strategią zarządzania kapitałem obrotowym netto a efektywnością kreowania wartości przedsiębiorstwa.

## **1. Kreowanie wartości jako podstawa oceny efektywności przedsiębiorstwa**

Koncepcja zarządzania wartością zakłada świadome orientowanie wszystkich decyzji zarządczych podejmowanych w przedsiębiorstwie, a tym samym i całego systemu zarządzania, na permanentne dążenie do maksymalizacji jego wartości rynkowej. Efektywność i skuteczność wymienionej koncepcji, w tym przede wszystkim zabezpieczenie pożądanego efektywności kreowania wartości przedsiębiorstwa w warunkach powszechnego rozdzielania własności i zarządzania, zrodziła potrzebę wykorzystywania właściwych jej założeniom instrumentów zarządzania przedsiębiorstwem, opartych zarówno na adaptacji dotychczas stosowanych rozwiązań, jak i na tworzeniu nowych instrumentów powstałych na gruncie istoty i założeń prowartościowego zarządzania. Do wymienionych instrumentów zaliczyć należy przede wszystkim (Jaki 2012: 160 i n.):

- analizę wartości przedsiębiorstwa,
- controlling wartości,
- prowartościową restrukturyzację,
- systemy prowartościowej motywacji.

Tworzenie i implementowanie wymienionych instrumentów zrodziło także potrzebę istotnych zmian w samej architekturze systemu zarządzania przedsiębiorstwem, co z kolei przyczyniło się do istotnych przeobrażeń w obrębie funkcjonalnych obszarów zarządzania przedsiębiorstwem, a także implikowało konieczność tworzenia systemów zarządzania wartością oraz formułowania strategii zarządzania wartością.

Finansowy charakter celu działalności przedsiębiorstwa – jakim jest maksymalizacja jego wartości – sprawił, że z powstaniem koncepcji zarządzania wartością ściśle związany jest także rozwój narzędzi pomiaru i oceny efektywności przedsiębiorstwa rozpatrywanej z punktu widzenia kreowania jego wartości. Sama kategoria wartości przedsiębiorstwa, stanowiąca syntetyczną miarę efektywności jego funkcjonowania z wymienionej perspektywy, ma charakter zbyt syntetyczny, aby mogła stanowić wyłączną podstawę pomiaru i oceny efektywności kreowania wartości – zwłaszcza z punktu widzenia potrzeby kwantyfikacji cząstkowych efektów z tym związanych. Zrodziło to rozwój mierników efektywności ukierunkowany na dopełnienie dominującego przez długi czas księgowego (opartego na kategorii zysku) i finansowego (opartego na kategorii przepływów pieniężnych) postrzegania i analizowania efektywności funkcjonowania przedsiębiorstwa. W rozwoju tym

wskazać można na dwa zasadnicze komplementarne kierunki, stanowiące zarazem istotne etapy procesu ewolucji narzędzi pomiaru efektywności w przedsiębiorstwie:

- włączanie informacji rynkowej do analizy finansowej przedsiębiorstwa poprzez wyodrębnienie wskaźników rynku kapitałowego i opartej na ich wykorzystaniu analizy rynkowej wartości akcji i kapitału, jako obszaru analizy wskaźnikowej,
- powstanie narzędzi służących ocenie efektywności kreowania wartości przedsiębiorstwa poprzez wykorzystanie w tym celu zróżnicowanych mierników wartości kreowanej, tworzących trzecią – obok mierników księgowych i finansowych – grupę mierników efektywności przedsiębiorstwa określaną mianem mierników rynkowych.

## **2. Strategie zarządzania kapitałem obrotowym netto jako determinanta wartości przedsiębiorstwa**

Wśród inwestycyjnych nośników wartości istotną rolę odgrywa m.in. kwestia zapotrzebowania przedsiębiorstwa na kapitał obrotowy netto, rozpatrywana zarówno w kontekście jej poziomu i zmian, jak i z punktu widzenia źródeł finansowania tych potrzeb – w tym zakresu wykorzystania w tym celu kapitału obrotowego netto, jakim dysponuje przedsiębiorstwo. Wielkość potrzeb przedsiębiorstwa w zakresie kapitału obrotowego netto i jej zmiany determinują bezpośrednio poziom wolnych przepływów pieniężnych generowanych przez przedsiębiorstwo, a tym samym wpływają na jego wartość rozpatrywaną przez pryzmat dochodowego podejścia w jego wycenie. Z kolei problem źródeł finansowania zapotrzebowania na kapitał obrotowy netto związany jest przede wszystkim z możliwością stosowania przez przedsiębiorstwo różnych strategii zarządzania tym kapitałem, czyli zarządzania odnoszącego się do kształtowania wartości oraz struktury bieżących aktywów i pasywów przedsiębiorstwa. Strategie te koncentrują się wokół dążenia do realizacji takich celów, jak wzrost efektywności przedsiębiorstwa, zapewnienie mu w sposób stabilny płynności finansowej przy równoczesnym dążeniu do optymalizacji struktury aktywów obrotowych oraz źródeł ich finansowania (red. Kreczmańska-Gigol 2010: 89). Tego rodzaju podejście wpisuje się zarazem w ujęcie określane terminem „dochód-ryzyko”, odzwierciedlające dążenie do pogodzenia ze sobą dwóch często przeciwstawnych celów przedsiębiorstwa, jakimi są maksymalizacja jego wartości oraz minimalizacja ryzyka utraty płynności finansowej (Wędzki 2003: 120).

Obserwacja i doświadczenia praktyki gospodarczej, związanej ze zróżnicowanymi decyzjami przedsiębiorstw w odniesieniu do problemu kształtowania poziomu i struktury aktywów bieżących oraz rodzaju i struktury źródeł ich finansowania, stały się podstawą dla identyfikacji trzech typowych strategii zarządzania kapitałem obrotowym netto, do których zaliczamy: strategię konserwatywną (zachowawczą), strategię agresywną (dynamiczną) oraz strategię umiarkowaną (równowagi) (Pluta 1999: 46). Charakterystykę wymienionych strategii, eksponującą ich istotę – w tym z punktu widzenia zalet (korzyści) oraz wad (zagrożeń) – prezentuje tabela 1.

**Tabela 1**

Strategie zarządzania kapitałem obrotowym netto

Rodzaje strategii	Charakterystyka	Zalety	Wady
Konserwatywna	<ul style="list-style-type: none"> <li>– wysoka płynność finansowa,</li> <li>– wysoki poziom kapitału obrotowego netto,</li> <li>– duży udział kapitału stałego w finansowaniu aktywów obrotowych.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– duża stabilność płatnicza,</li> <li>– niski poziom ryzyka,</li> <li>– niski udział krótkoterminowych kredytów i pożyczek w finansowaniu zapotrzebowania na kapitał obrotowy netto.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– obniżenie rentowności,</li> <li>– zwiększenie średniego ważonego kosztu kapitału,</li> <li>– długi cykl konwersji gotówki,</li> <li>– niskie korzyści z efektu dźwigni finansowej.</li> </ul>
Agresywna	<ul style="list-style-type: none"> <li>– niski poziom płynności finansowej,</li> <li>– niski poziom kapitału obrotowego netto,</li> <li>– niski udział kapitału stałego w finansowaniu aktywów obrotowych.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– wzrost rentowności,</li> <li>– wysoki poziom ryzyka,</li> <li>– krótki cykl konwersji gotówki,</li> <li>– możliwość wykorzystania efektu dźwigni finansowej w celu zwiększenia rentowności,</li> <li>– zmniejszenie średniego ważonego kosztu kapitału.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– wysoki poziom ryzyka utraty płynności finansowej.</li> </ul>
Umiarkowana	<ul style="list-style-type: none"> <li>– przeciętny poziom płynności finansowej,</li> <li>– wartość kapitału obrotowego netto bliska „zero”,</li> <li>– dążenie do optymalizacji relacji „dochód/ryzyko”.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– obniżone ryzyko utraty płynności finansowej,</li> <li>– wysoki poziom rentowności,</li> <li>– możliwość wykorzystania efektu dźwigni finansowej w celu zwiększenia rentowności.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– ryzyko konieczności synchronizacji wpływów i wydatków bieżących.</li> </ul>

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Bętkowska (2011): 97–99; red. Kreczmańska-Gigol (2010): 91–93.

### 3. Założenia metodyczne analizy

W celu przeprowadzenia analizy oddziaływania stosowanej strategii zarządzania kapitałem obrotowym netto na efektywność kreowania wartości przedsiębiorstwa posłużono się miernikami umożliwiającymi pomiar i ocenę efektywności kreowania wartości oraz stanowiącymi podstawę dla identyfikacji strategii zarządzania kapitałem obrotowym netto w przedsiębiorstwie.

W charakterze miernika bezwzględnych efektów kreowania wartości wykorzystano miernik ekonomicznej wartości dodanej – EVA (*economic value added*), będący kluczowym rynkowym miernikiem oceny efektywności przedsiębiorstwa w ramach koncepcji zarządzania wartością, który opisuje formuła:

$$EVA = IC \times (ROI - WACC) = NOPAT - IC \times WACC,$$

gdzie:

IC – poziom kapitału zainwestowanego,

ROI – stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału,

WACC – średnioważony koszt kapitału zainwestowanego,

NOPAT – zysk operacyjny po opodatkowaniu (zysk operacyjny netto).

Tym samym miernik ten dostarcza z jednej strony informacji, w jakim stopniu stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału (ROI) przewyższa jego średnioważony koszt (WACC), z drugiej zaś informuje o tym, jaka jest różnica pomiędzy wypracowanym przez przedsiębiorstwo zyskiem operacyjnym netto (NOPAT) a nakładami koniecznymi do pokrycia kosztów zainwestowanego kapitału ( $IC \times WACC$ ).

W celu przeprowadzenia oceny sytuacji ekonomicznej analizowanych przedsiębiorstw oraz sposobu postrzegania ich atrakcyjności inwestycyjnej przez inwestorów, wykorzystano wybrane wskaźniki oceny rynkowej wartości akcji i kapitału, które w koncepcji zarządzania wartością nazywane są również mnożnikami cenowymi i stanowią także podstawę metod rynkowych wyceny przedsiębiorstw. W zaprezentowanej dalej analizie empirycznej posłużono się w tym zakresie trzema następującymi wskaźnikami:

1. Wskaźnik ceny do zysku – P/E (*price earnings ratio*), obliczany w oparciu o formułę:

$$P/E = \frac{\text{cena rynkowa akcji}}{\text{zysk netto przypadający na jedną akcję}}$$

Wskaźnik ten pozwala ocenić racjonalność ekonomiczną zakupu akcji przedsiębiorstwa z perspektywy osiąganego wyniku finansowego – zysku netto przypadającego na jedną akcję. Wartość wskaźnika powyżej jedności sygnalizuje, iż przedsiębiorstwo charakteryzuje się szybkim rozwojem i rosnącą skalą zysków.

2. Wskaźnik ceny do wartości księgowej – P/BV (*price book value ratio*), obliczany w oparciu o formułę:

$$P/BV = \frac{\text{cena rynkowa akcji}}{\text{wartość księgowa akcji}}$$

Wskaźnik P/BV informuje o aktualnej wycenie wartości przedsiębiorstwa przez rynek kapitałowy. Wysoka, powyżej jedności, wartość tego wskaźnika dowodzi pozytywnej oceny atrakcyjności inwestycyjnej przedsiębiorstwa – w tym wskazuje na istnienie pozamaterialnego składnika wartości, jaki stanowi wartość reputacji (*goodwill*).

3. Wskaźnik wartości całego kapitału przedsiębiorstwa do zysku operacyjnego – EV/EBIT (*enterprises value to earnings before deducting interest and taxes*), obliczany w oparciu o formułę:

$$EV/EBIT = \frac{\text{cena rynkowa akcji} \times \text{liczba akcji} + \text{zobowiązania} - \text{gotówka}}{EBIT}$$

Wskaźnik EV/EBIT odnosi zatem wartość przedsiębiorstwa do całego zainwestowanego kapitału, tym samym eksponuje perspektywę wszystkich stron finansujących jako bezpośrednich beneficjentów efektów kreowania wartości przedsiębiorstwa.

Z uwagi na fakt, że obiektem badań empirycznych, których wyniki zaprezentowano w niniejszym artykule, są przedsiębiorstwa sektora energetycznego uznano, że oceniając wartości wymienionych wskaźników, należy je także rozpatrywać z perspektywy sektora, w obrębie którego działa analizowane przedsiębiorstwo. Średnie wartości tych wskaźników w polskim sektorze energetycznym w latach 2011–2013 (tj. w ramach horyzontu czasowego prowadzonej dalej analizy) prezentuje tabela 2.

**Tabela 2**

Średnie wartości wskaźników rynku kapitałowego przedsiębiorstw sektora energetycznego w Polsce w latach 2011–2013

Lp.	Wskaźnik	2011	2012	2013
1.	P/E	7,52	7,36	8,44
2.	P/BV	0,73	0,75	0,71
3.	EV/EBIT	6,86	6,80	6,33

Źródło: opracowanie własne na podstawie [www.biznesradar.pl](http://www.biznesradar.pl) (3.04.2015).

Celem identyfikacji strategii zarządzania kapitałem obrotowym netto w analizowanych przedsiębiorstwach wykorzystano dwa następujące wskaźniki:

1. Wskaźnik bieżącej płynności finansowej – CR (*current ratio*), obliczany w oparciu o formułę:

$$CR = \frac{\text{aktywa obrotowe}}{\text{zobowiązania krótkoterminowe}}$$

2. Wskaźnik pokrycia kosztów przedsiębiorstwa kapitałem obrotowym netto – PKKO, obliczany w oparciu o formułę:

$$PKKO = \frac{\text{aktywa obrotowe} - \text{zobowiązania krótkoterminowe}}{\text{koszty sprzedaży} - \text{amortyzacja}}$$

#### **4. Strategie zarządzania kapitałem obrotowym netto a efektywność kreowania wartości przedsiębiorstw sektora energetycznego w Polsce**

Wpływ i znaczenie strategii zarządzania kapitałem obrotowym netto na wartość przedsiębiorstwa zanalizowano na przykładzie wybranych polskich spółek giełdowych sektora energetycznego – Tauron Polska Energia SA, Enea SA oraz PGE Polska Grupa Energetyczna

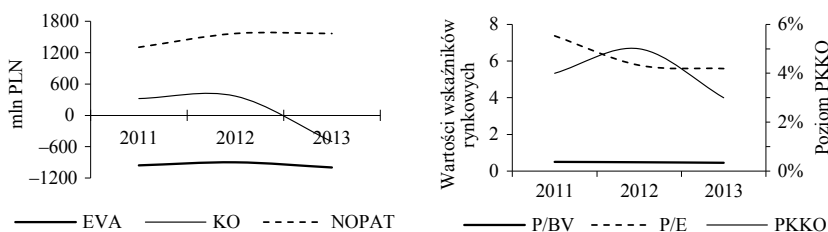
SA. Do obliczenia miernika EVA przyjęto wartość WACC zgodnie z założeniami Urzędu Regulacji Energetyki dotyczącymi sposobu kalkulacji kosztu kapitału dla operatorów systemów elektroenergetycznych – dla 2011 roku 9,597%, dla 2012 roku 9,533% oraz dla 2013 roku 9,468% (*Koszt kapitału...*: 12). Na potrzeby badań porównano wyniki finansowe spółek dla trzech rocznych okresów (2011–2013) oraz zbadano wpływ zmiany poziomu kapitału obrotowego netto (KO) na kształtowanie się poszczególnych mierników rynkowych. W tym celu w tabelach 3–5 zestawiono wartości parametrów rachunku oraz obliczonych wskaźników dla analizowanych przedsiębiorstw, zaś na rysunkach 1–3 zobrazowano kształtowanie się wielkości oraz wskaźników charakteryzujących efektywność kreowania wartości oraz strategię zarządzania kapitałem obrotowym netto tych przedsiębiorstw.

**Tabela 3**

Wielkości i wskaźniki ekonomiczne Tauron PE SA w latach 2011–2013

Wyszczególnienie	J. miary	2011	2012	2013
NOPAT	mln zł	1 304,91	1 568,16	1 568,04
IC	mln zł	23 570,99	25 876,3	27 097,84
ROI	%	5,5	6,1	5,8
EVA	mln zł	-957,2	-898,63	-997,58
KO	mln zł	322,3	369	-502,23
P/BV	–	0,51	0,49	0,46
P/E	–	7,37	5,77	5,59
EV/EBIT	–	5,92	6,37	6,21
CR	–	1,18	1,21	1,15
PKKO	%	4	5	3

Źródło: obliczenia własne na podstawie skonsolidowanych raportów rocznych Tauron PE SA oraz [www.biznesradar.pl](http://www.biznesradar.pl) (3.04.2015).



**Rysunek 1.** Kształtowanie się wielkości i wskaźników ekonomicznych Tauron PE SA w latach 2011–2013

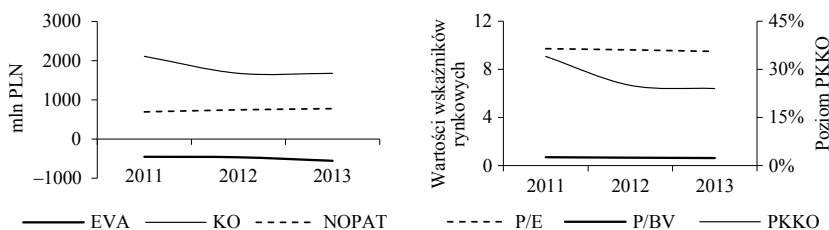
Źródło: opracowanie własne.

**Tabela 4**

Wielkości i wskaźniki ekonomiczne Enea SA w latach 2011–2013

Wyszczególnienie	J. miary	2011	2012	2013
NOPAT	mln zł	692,08	744,56	775,06
IC	mln zł	11 927,55	12 686,79	14 044,76
ROI	%	5,8	5,9	5,5
EVA	mln zł	-452,61	-464,87	-554,69
KO	mln zł	2 109,2	1676	1 675,34
P/BV	-	0,7	0,66	0,63
P/E	-	9,71	9,61	9,48
EV/EBIT	-	7,74	7,19	6,79
CR	-	2,65	2,33	1,98
PKKO	%	34	25	24

Źródło: obliczenia własne na podstawie skonsolidowanych raportów rocznych Enea SA oraz [www.biznesradar.pl](http://www.biznesradar.pl) (3.04.2015).

**Rysunek 2.** Kształtowanie się wielkości i wskaźników ekonomicznych Enea SA w latach 2011–2013

Źródło: opracowanie własne.

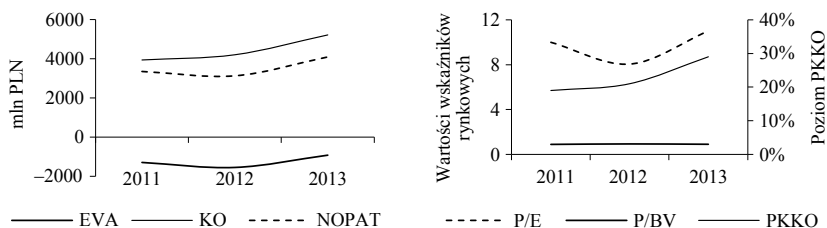
**Tabela 5**

Wielkości i wskaźniki ekonomiczne PGE SA w latach 2011–2013

Wyszczególnienie	J. miary	2011	2012	2013
NOPAT	mln zł	3 356,64	3 135,51	4 098,6
IC	mln zł	48 389,23	49 067,06	52 960,8
ROI	%	6,9	6,4	7,7
EVA	mln zł	-1 287,3	-1 542,1	-915,73
KO	mln zł	3 944,3	4 210	5 223
P/BV	-	0,98	0,94	0,91
P/E	-	9,99	8,05	11
EV/EBIT	-	8,7	7,53	8,21
CR	-	1,36	1,37	1,70
PKKO	%	19	21	29

Źródło: obliczenia własne na podstawie skonsolidowanych raportów rocznych PGE Polska Grupa Energetyczna SA oraz [www.biznesradar.pl](http://www.biznesradar.pl) (3.04.2015).





**Rysunek 3.** Kształtowanie się wielkości i wskaźników ekonomicznych PGE SA w latach 2011–2013

Źródło: opracowanie własne.

Uzyskane wyniki stały się podstawą dla sformułowania następujących wniosków odnoszących się do zależności pomiędzy realizowaną strategią zarządzania kapitałem obrotowym netto a efektywnością kreowania wartości analizowanych przedsiębiorstw sektora energetycznego:

1. W odniesieniu do zarządzania kapitałem obrotowym netto Tauron PE SA stosuje strategię agresywną. Potwierdza to niski poziom kapitału obrotowego netto i jego niewielki udział w finansowaniu kosztów działalności przedsiębiorstwa (3–5%), a także wartość wskaźnika CR na poziomie dolnej granicy bezpiecznej wartości (1,15–1,21). Zmniejszenie udziału kapitału stałego zwiększa stopę zwrotu i wartość dla właścicieli. Pozytywnym efektem takiej strategii jest możliwość wykorzystania dodatniego efektu dźwigni finansowej. Dynamiczny spadek poziomu kapitału obrotowego netto w latach 2012–2013 o ponad 230%, aż do wartości ujemnej, skutkowało obniżeniem wartości EVA o 11%. Brak bufora chroniącego przedsiębiorstwo przed stratami operacyjnymi oraz zwiększone ryzyko finansowe odbiło się spadkiem wartości wskaźników: P/E (o 25%) oraz P/BV (o 10%), co w konsekwencji osłabiło perspektywę rozwojową spółki oraz jej rynkową pozycję. Na wzrost wartości EV/EBIT (o 8% w latach 2012–2013) miało wpływ zbyt entuzjastyczne nastawienie inwestorów do przyszłych korzyści komercyjnych. W perspektywie długofalowej może skutkować to spadkiem wartości rynkowej akcji. Analizowane wskaźniki rynkowe spółki Tauron są niższe od średnich wartości sektora energetycznego i wskazują na niedowartościowanie spółki oraz lukę jej wartości. W badanym przypadku ograniczenie poziomu kapitału obrotowego netto wpłynęło negatywnie na wartość przedsiębiorstwa i spowodowało jej obniżenie. Przyczyn takiego stanu rzeczy należy doszukiwać się między innymi w niskiej efektywności ekonomicznej procesu wydobywania węgla kamiennego przez jedną ze spółek, należących do Grupy Kapitałowej Tauron.
2. Enea SA, w odróżnieniu od poprzednio analizowanej spółki, stosuje strategię konserwatywną w zarządzaniu kapitałem obrotowym netto, co przekłada się na wysoki poziom wskaźnika bieżącej płynności finansowej (1,98–2,65) oraz relatywnie wysoki poziom finansowania kosztów przez kapitał obrotowy netto (24–34%) na tle

pozostałych analizowanych spółek. Taka koncepcja zarządzania kapitałem obrotowym netto skutkuje niższą stopą zwrotu z zainwestowanego kapitału, przy jednocześnie większym poziomie bezpieczeństwa finansowego spółki. Spadek poziomu kapitału obrotowego netto (o 21%) w ciągu dwóch analizowanych okresów doprowadził do obniżenia wartości EVA (o 23%), co można interpretować jako czynnik negatywnie wpływający na efektywność kreowania wartości tego przedsiębiorstwa. Zmniejszenie marginesu bezpieczeństwa spółki (w postaci kapitału obrotowego netto) doprowadziło również do pogorszenia się jego wyników ekonomicznych, czego odbiciem był spadek wartości P/E (o 2%) oraz P/BV (o 1%). Wskaźnik P/E Enea SA w badanym okresie przewyższa średnią wartość sektora energetycznego, co oznacza, że ceny akcji spółki są przewartościowane i w najbliższym okresie mogą ulec obniżeniu. Z kolei spadek wartości wskaźnika EV/EBIT może oznaczać przyrost korzyści komercyjnych dla inwestorów, jednakże w dłuższej perspektywie czasowej.

3. Ciekawe wyniki analizy dostarcza ostatnia badana spółka – PGE SA. W porównaniu do pozostałych przedsiębiorstw, występuje tutaj umiarkowana strategia zarządzania kapitałem obrotowym netto. Uwidaczniają ten fakt: dobra płynność finansowa spółki (CR w przedziale: 1,36–1,7) oraz poziom finansowania kosztów przez kapitał obrotowy netto (19–29%). W literaturze ekonomicznej taka koncepcja uznawana jest za najbardziej pożądaną, albowiem stanowi ona optymalizację pomiędzy poziomem ryzyka oraz zyskami przedsiębiorstwa. Wzrost poziomu kapitału obrotowego netto w badanym okresie (o 32%) doprowadził do wzrostu EVA (o 29%). Należy to bezwzględnie interpretować jako pomnożenie wartości dla akcjonariuszy. Wartości wskaźników P/E oraz EV/EBIT wykazywały duże wahania w analizowanym okresie, ostatecznie wykazując trend wzrostowy. Obniżenie wartości P/BV (o 7%) należy zarazem interpretować jako pogorszenie efektywności gospodarowania majątkiem spółki. Wpływa to jednocześnie na niskie stopy zwrotu, obciążone mniejszym poziomem ryzyka. Wszystkie wartości mierników rynkowych dla spółki PGE przewyższają średnie wartości mierników dla sektora energetycznego (przewartościowanie przedsiębiorstwa), co częściowo może tłumaczyć duże wahania wartości wskaźników rynkowych PGE.

## **Uwagi końcowe**

Przeprowadzona analiza potwierdziła istnienie zależności pomiędzy stosowaną strategią zarządzania kapitałem obrotowym netto a efektywnością kreowania wartości przedsiębiorstwa. Wybrane dla potrzeb analizy przedsiębiorstwa sektora energetycznego reprezentowały zarazem trzy różne strategie, co umożliwiło zaprezentowanie podjętego zagadnienia z punktu widzenia szerokiego spektrum wyborów strategicznych dotyczących zarządzania kapitałem obrotowym netto.

Warto w tym miejscu podkreślić, że w przeprowadzonych badaniach wykorzystano klasyczne narzędzia i mierniki ekonomiczne, które nie odzwierciedlają w pełni specyfiki polskiego sektora energetycznego. Sektor ten charakteryzuje się bowiem wysoką kapitałochłonnością, a równocześnie działalność przedsiębiorstw nie w pełni opiera się na oddziaływaniu mechanizmu rynkowego, podlegając także silnemu oddziaływaniu o charakterze regulacyjnym. W wyniku nadmiernych regulacji państwowych – w tym również dotyczących zysków polskich spółek energetycznych oraz strategicznej, krajowej polityki energetycznej – zaprezentowane wyniki ekonomiczne przybierają charakter aproksymatywny. Bez przekrojowej diagnostyki ekonomicznej nie można jednoznacznie skonstatować, czy i w jakim stopniu kapitał obrotowy netto wpływa na wartość tych spółek oraz jaki jest udział czynników zewnętrznych – w tym czynników wynikających z regulacyjnego oddziaływania państwa.

## Literatura

- Aktywne zarządzanie płynnością finansową przedsiębiorstwa* (2010), red. K. Kreczmańska-Gigol, Difin, Warszawa.
- Bętkowska S. (2011), *Restrukturyzacja przedsiębiorstwa w procesie kreowania wartości dla właścicieli*, rozprawa doktorska, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Kraków.  
www.biznesradar.pl (3.04.2015).
- Jaki A. (2012), *Mechanizmy procesu zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie - seria specjalna „Monografie”, nr 215, Wyd. UEK, Kraków.
- Koszt kapitału dla operatorów systemów elektroenergetycznych na lata 2011–2015*, Urząd Regulacji Energetyki, Warszawa, dostęp: <http://bip.ure.gov.pl/download/3/3026/WACC20112015zalacznikdozalozen.pdf> (3.04. 2015).
- Pluta W. (1999), *Planowanie finansowe w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa.
- Rappaport A. (1986), *Creating Shareholder Value. The New Standard for Business Performance*, The Free Press, New York.
- Wędzki D. (2003), *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa. Przepływy pieniężne a wartość dla właścicieli*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków.

## NET WORKING CAPITAL AND ENTERPRISE VALUE

**Abstract:** *Purpose* – The purpose of this article is to analyze the impact of the net working capital, as one of value drivers, on the enterprise value, by examining the relationships between strategy of the net working capital management and enterprise value creation efficiency.

*Design/methodology/approach* – Article is based on an analysis of the literature and the use of financial analysis tools in the form of efficiency measures in relation to the selected companies in the energy power sector in Poland.

*Findings* – The analysis confirmed the existence of a relationship between the applied strategy of net working capital management and enterprise value creation efficiency.

*Originality/value* – The study should be regarded as a starting point for further in-depth analysis of the impact of working capital, as one of value drivers, on the enterprise value.

**Keywords:** value drivers, working capital, efficiency of value creation

## Cytowanie

- Jaki A., Cwiąg W. (2015), *Kapitał obrotowy netto a wartość przedsiębiorstwa*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 855, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 74, t. 1, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 257–267; [www.wneiz.pl/frfu](http://www.wneiz.pl/frfu).

