

Marek Dylewski

Uniwersytet Szczeciński

STRATEGIE FINANSOWANIA PRZEDSIĘBIORSTWA A KSZTAŁTOWANIE STRUKTURY KAPITAŁU

1. Wstęp

Jednym z podstawowych kryteriów podejmowania decyzji w zakresie działalności przedsiębiorstwa, zarówno w sferze inwestycyjnej, jak i bieżącej, czyli eksploatacyjnej, jest dostępność zasobów finansowych. Ograniczenia finansowe stanowią główny czynnik, który determinuje rozmiary działalności, w tym także projektów inwestycyjnych [Manikowski, Tarapata 2001, s. 97]. Tym samym określenie właściwej i realnie dostępnej struktury finansowania projektów i faz typowo eksploatacyjnych w działalności przedsiębiorstwa staje się wypadkową przyjętych strategii finansowania. Faza planowania alokacji kapitałów finansujących projekty inwestycyjne oraz odpowiednia struktura kapitału już w fazie eksploatacji jest przedmiotem oceny i następnie uszeregowywania według odpowiednich kryteriów, które są przyjmowane według metod budżetowania kapitałowego oraz przez odpowiednią gradację celów działalności przedsiębiorstwa, wyrażaną w planach i budżetach krótko- i długoterminowych [*Budżetowanie...* 2000, s. 11-12].

Jak kształtować strukturę kapitałową i majątkową, aby zachowywać równowagę finansową oraz osiągnąć zakładane w strategiach długoterminowych cele? Odpowiedź na to pytanie jest złożona, ponieważ z jednej strony stosuje się metody zaawansowane, jak budżetowanie kapitałowe, ale z drugiej, wykorzystując typowe spojrzenie bilansowe, można z powodzeniem odpowiednio dopasowywać strukturę majątku przedsiębiorstwa do struktury kapitału go finansującego, z zachowaniem zasad równowagi finansowej przedsiębiorstwa w ujęciu zarówno krótko-, jak i długoterminowym.

2. Bilansowe ujęcie strategii finansowania działalności przedsiębiorstwa

Wybór określonej strategii finansowania działalności przedsiębiorstwa budzi wiele reperkusji ze względu na ogromny wpływ tego rodzaju decyzji na funk-

cjonowanie i kondycję finansową firmy. Realizowanie określonego sposobu (strategii) finansowania działalności w dłuższym okresie może mieć bezpośredni wpływ na ryzyko funkcjonowania przedsiębiorstwa, ale przede wszystkim na zachowanie płynności finansowej oraz poziom zyskowności (istotnej przede wszystkim z punktu widzenia jego właścicieli) [Filipiak, Dylewski 2003, s. 130]. Rozkład ryzyka funkcjonowania przedsiębiorstwa w zależności od przyjętego sposobu finansowania jego majątku zaprezentowano na rys. 1.

Wskazane na rys. 1 podejście do struktury finansowania przyjmuje za podstawę bilansowe ujęcie wzajemnych relacji majątku przedsiębiorstwa i źródeł jego finansowania. Samo kształtowanie struktury kapitałowej obejmuje zestawienie źródeł finansowania, szczególnie relacje kwot zadłużenia do kapitału własnego. Odpowiednia struktura kapitału wpływa na ryzyko i zyskowność firmy. Jednakże rosnący udział zadłużenia w strukturze finansowania przedsiębiorstwa zwiększa wydatnie ryzyko firmy, dając inwestorom podstawy do obaw o zdolność firmy do spłacania swoich zobowiązań. Do pewnego stopnia zadłużanie firmy jest jednak korzystne ze względu na pozytywny efekt tzw. dźwigni finansowej [Gropelli, Nikbakht 1999, s. 188].

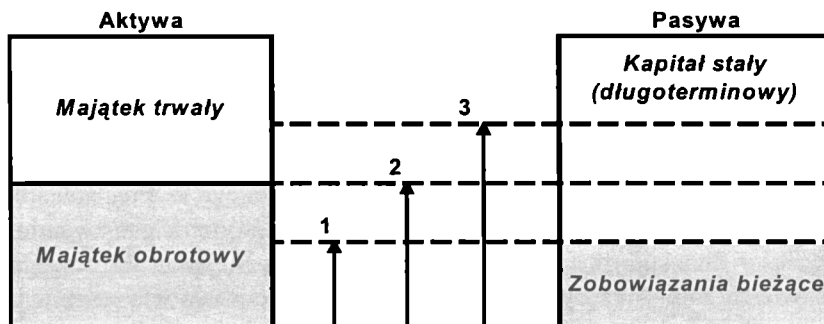
Rodzaj majątku \ Rodzaj finansowania	Finansowanie krótkoterminowe	Finansowanie długoterminowe
	Umiarkowane ryzyko i zyskowność	Niskie ryzyko i zyskowność
Majątek obrotowy (krótkoterminowy)		
Majątek trwały (długoterminowy)	Wysokie ryzyko i zyskowność	Umiarkowane ryzyko i zyskowność

Rys. 1. Rozkład ryzyka i zyskowności przy finansowaniu krótko- i długoterminowym
Źródło: opracowanie na podstawie: [Van Horne, Wachowicz 2001, s. 219].

Całościowe bilansowe spojrzenie na sytuację finansową przedsiębiorstwa pozwala na monitoring jego kondycji finansowej, stanowiąc wstępną ocenę kształtowania się relacji aktywów i pasywów. Pomimo uproszczonego podejścia typowo bilansowego, niezależnie od stosowanych teorii kształtowania struktury kapitału, można relacje kapitałowo-majątkowe wykorzystać w budowaniu strategii finansowania działalności przedsiębiorstwa w ujęciu krótko- i długoterminowym. Możliwe sytuacje w zakresie kształtowania tego rodzaju relacji zaprezentowano na rys. 2.

Pierwszą z możliwych sytuacji określa poziom zobowiązań bieżących (punkt 1 na rys. 2). Istotą tego rodzaju strategii, którą można nazwać zachowawczą, jest finansowanie działalności przedsiębiorstwa w taki sposób, aby zachowana była stabilność i równowaga finansowa przedsiębiorstwa w perspektywie dłuższego czasu. Część kapitału stałego (długoterminowego) finansuje część majątku obrotowego w przedsiębiorstwie. Modelowo kapitał długoterminowy finansuje w całości majątek trwały, co oznacza sytuację, w której okres wykorzystania majątku trwałego jest

równy okresowi korzystania z długoterminowego kapitału finansującego działalność firmy.



Rys. 2. Bilansowe ujęcie strategii finansowania działalności przedsiębiorstwa

Źródło: opracowanie własne.

Cechy charakterystyczne strategii zachowawczej to: wysoka płynność finansowa; wysoki udział kapitału stałego w finansowaniu działalności przedsiębiorstwa, czyli długoterminowych źródeł finansowania; duży udział kapitału długoterminowego w finansowaniu majątku obrotowego; przy dużym udziale kapitału własnego w kapitale stałym, niska zyskowność kapitału własnego, ale jednocześnie niskie ryzyko finansowe; pozytywna ocena przez wierzycieli i kredytodawców ze względu na niskie ryzyko niewypłacalności i utraty równowagi finansowej; niższy koszt pozyskiwania kapitałów obcych ze względu na niższe ryzyko funkcjonowania przedsiębiorstwa; niskie ryzyko dla właścicieli oraz dla kredytodawców; niska zyskowność w ujęciu relatywnym – wyższa w kategoriach bezwzględnych.

Niskie ryzyko utraty płynności w strategii zachowawczej to podstawowa zaleta takiego sposobu finansowania działalności przedsiębiorstwa. Oprócz dostosowania okresu wykorzystania kapitałów do okresu zwrotu z majątku trwałego, przedsiębiorstwo zyskuje dodatkową rezerwę w postaci tej części kapitału długoterminowego, który finansuje majątek obrotowy. W razie przejściowych trudności finansowych, takich jak trudności ze zbywaniem zapasów (kłopoty ze sprzedażą), opóźnieniami lub niewypłacalnością dłużników firmy, przedsiębiorstwo zyskuje czas potrzebny na odrobienie strat ze względu na brak konieczności spłaty krótkoterminowych źródeł finansowania. Problemem w tej sytuacji jest jedynie obsługa kosztów kapitałów długoterminowych.

Drugą, przeciwną do opisanej wyżej strategii zachowawczej, jest sytuacja zwana mianem strategii agresywnej, w której poziom zobowiązań bieżących znajduje się w punkcie 3 (rys. 2). Strategia agresywna w swojej istocie wykorzystuje wszystkie te możliwości, które pozwalają na finansowanie działalności przedsiębiorstwa przy minimalizowaniu kosztów finansowych z tym związanych, przy czym strategia agresywna nie oznacza w praktyce negatywnej, ponieważ w pewnych specy-

ficznych warunkach dane przedsiębiorstwo może przenieść koszty finansowania bieżącej działalności oraz rozwoju na podmioty zewnętrzne bez konieczności angażowania odpłatnych form finansowania działalności firmy.

Podstawową cechą charakterystyczną tego rodzaju strategii jest finansowanie kapitałem stałym (długoterminowym) tylko części majątku trwałego w przedsiębiorstwie, a pozostałej części – zobowiązaniami bieżącymi. Cechy charakterystyczne strategii agresywnej to: niska płynność finansowa, co w dłuższym okresie może zagrażać utrzymaniu równowagi finansowej i stabilności finansowej przedsiębiorstwa; niski lub niedostateczny udział kapitału stałego w finansowaniu działalności przedsiębiorstwa, czyli długoterminowych źródeł finansowania, które tylko w części finansują majątek trwały; finansowanie majątku obrotowego w całości zobowiązaniami bieżącymi; przy dużym udziale kapitału własnego w kapitale stałym, wysoka zyskowność kapitału własnego, ale jednocześnie duże ryzyko finansowe; negatywna ocena przez wierzycieli i kredytodawców ze względu na wysokie ryzyko niewypłacalności i utraty równowagi finansowej; wysokie koszty pozyskiwania kapitałów obcych ze względu na wysokie ryzyko funkcjonowania przedsiębiorstwa; wysokie ryzyko dla właścicieli oraz kredytodawców przy możliwej wysokiej oczekiwanej stopie zwrotu z zainwestowanego kapitału; wysoka zyskowność w ujęciu relatywnym i niska w kategoriach bezwzględnych.

Wysokie ryzyko utraty płynności w strategii agresywnej to podstawowa wada takiego sposobu finansowania działalności przedsiębiorstwa. Cecha pozytywna to relatywnie wysoka stopa zwrotu z kapitału własnego, co rekompensuje właścicielom ponoszenie stosunkowo wyższego ryzyka niż w przypadku strategii zachowawczej i umiarkowanej. W razie przejściowych trudności finansowych, takich jak trudności ze zbywaniem zapasów (kłopoty ze sprzedażą), opóźnienia lub niewypłacalność dłużników, przedsiębiorstwo może mieć problemy z brakiem niezbędnych środków na spłatę krótkoterminowych źródeł finansowania. Ponadto przy braku odnowienia źródeł finansowania związanych z finansowaniem majątku trwałego oraz problemami z wymaganą zyskownością, przedsiębiorstwo może w sposób gwałtowny utracić płynność finansową, co może być bezpośrednią przyczyną jego niewypłacalności.

Trzecia sytuacja, określona przez poziom zobowiązań bieżących w punkcie 2 (rys. 2), charakteryzuje się dostosowaniem okresów wykorzystania majątku i jego finansowania do okresów wykorzystania zarówno majątku, jak i źródeł finansowania (strategia umiarkowana). Strategia umiarkowana uwzględnia w swej istocie kompromis pomiędzy ryzykiem finansowym i zyskownością (rentownością). Jest to strategia bezpieczna pod względem utrzymania równowagi zarówno krótkookresowej, jak i długookresowej [*Finanse...* 1999, s. 193].

Powstaje przy tym jeszcze jeden problem, który należy brać pod uwagę, aby przy kształtowaniu odpowiedniej struktury kapitałowo-majątkowej uwzględniać jednocześnie samą strukturę kapitału finansującego działalność przedsiębiorstwa. Informują one w sposób analityczny o relacjach kapitału własnego do kapitału

obcego lub jaki jest udział poszczególnych głównych składników kapitału finansującego przedsiębiorstwo. Jednocześnie jest to miara ryzyka finansowego, jakie ponosi przedsiębiorstwo, ale także i właściciele przedsiębiorstwa. Wraz ze wzrostem zadłużenia rośnie też i ryzyko dla właścicieli, które powinno być rekompensowane odpowiednimi profitami w postaci dywidendy i pozytywnym efektem dźwigni finansowej. Odpowiednia strategia finansowania nie zawsze rekompensuje wysokość ryzyka wynikającego z wykorzystania długu w działalności przedsiębiorstwa.

Praktyczne implikacje z zastosowania i monitoringu struktury kapitałowo-majątkowej to wsparcie procesu budżetowania kapitałowego, polegające na ciągłej i systematycznej ocenie kierunków i efektywności inwestowania w długoterminowy majątek przedsiębiorstwa. Dobór krótkoterminowych źródeł finansowania zwykle nie jest zbyt wielkim problemem w działalności przedsiębiorstwa, a decyzje w tym zakresie są podejmowane w toku operacyjnego nim zarządzania. Większy problem stanowi dobór źródeł finansowania długoterminowego w korelacji z angażowanym majątkiem (inwestycje), ponieważ najczęściej jest to wyraz realizowanej strategii przedsiębiorstwa połączonej z budżetem strategicznym, w którym zwykle w założeniach występuje przyjęta strategia finansowania działalności przedsiębiorstwa [Atkinson i in. 1997, s. 460-463].

3. Praktyczne możliwości kształtowania struktury kapitałowo-majątkowej w działalności przedsiębiorstwa w ujęciu bilansowym

Przypuśćmy, że przedsiębiorstwo zaciąga kredyt krótkoterminowy na zakup inwestycyjny nowej linii technologicznej. Zakładając, że kredyt należy spłacić po roku wraz z odsetkami, a zaplanowany zwrot (generowane nadwyżki zysku i amortyzacji) z nowej linii technologicznej zamyka się w okresie dziesięciu lat, to w terminie wymagalności kredytu nie będzie ono dysponowało wymaganą odpowiednią kwotą środków niezbędną do uregulowania zobowiązań wobec kredytodawcy. Jest to ryzyko związane z prawdopodobieństwem wystąpienia możliwości braku funduszy na spłatę kredytu. W praktyce firma, która realizuje taki sposób finansowania swojej działalności, jest zmuszona odnawiać (zawierać nowe umowy) kredyt krótkoterminowy co roku, aby zapobiec utracie równowagi finansowej przejawiającej się w niedopasowaniu terminów okresu zwrotu z inwestycji i spłaty kredytu krótkoterminowego.

Ryzyko w działalności przedsiębiorstwa rośnie w okresach, kiedy firma zaczyna przeżywać trudności finansowe, często wynikające z warunków rynkowych. Ryzyko utraty płynności finansowej rośnie wraz z trudnościami z pozyskaniem (odnowieniem) krótkoterminowych kredytów bądź innych źródeł finansowania krótkoterminowego. Odmowa finansowania przez kredytodawców może być często równoznaczna z szybkim bankructwem przedsiębiorstwa. Równocześnie

przy niskim zaangażowaniu kapitałów własnych przez właścicieli ich koszt rośnie ze względu na wyższą oczekiwaną stopę zwrotu z zainwestowanego przez nich kapitału. Jest to związane z wyższym ryzykiem funkcjonowania przedsiębiorstwa i tym samym wyższym ryzykiem ponoszonym przez właścicieli. Wymagana zyskowność działalności przedsiębiorstwa musi zatem spełniać oczekiwania właścicieli. Jest to możliwe przy aktywnym zarządzaniu posiadanymi źródłami finansowania krótkoterminowymi, których koszt w praktyce może być niższy ze względu na krótki okres wymagalności i tym samym krótszy okres niepewności dla kredytodawców co do ryzyka niewypłacalności przedsiębiorstwa [Brigham, Gapenski 1996, s. 356-364].

Wybierając określony rodzaj strategii finansowania działalności przedsiębiorstwa, charakteryzujący się określoną strukturą kapitałowo-majątkową, należy pamiętać, że w krótkich przedziałach czasu może ona charakteryzować się dużą zmiennością. Oznacza to, że możliwe są częste zmiany struktury kapitałowo-majątkowej, które wcale nie muszą oznaczać przyjęcia określonego rodzaju strategii finansowania, a mogą wynikać z obiektywnych, często niezależnych czynników wpływających na działalność danej firmy. Dopiero w dłuższym okresie możemy zaobserwować tendencje utrwalania wzajemnych relacji struktury majątku przedsiębiorstwa do struktury źródeł finansowania tegoż majątku. Bardzo często nieświadome działania zarządzających przedsiębiorstwem mogą stopniowo zmieniać wzajemną strukturę kapitałowo-majątkową w przedsiębiorstwie, np. z zachowawczej na agresywną. Jest to możliwe w wielu sytuacjach, zwłaszcza w firmach małych, w których często polityka właściciela, poprzez sposób wycofywania wygenerowanych nadwyżek lub wprost środków finansowych z przedsiębiorstwa, może negatywnie wpływać na kondycję finansową w razie zadziałania mechanizmów charakteryzujących dany rodzaj strategii finansowania działalności firmy. Także nieefektywność firmy i generowanie strat z tytułu prowadzonej działalności może w stosunkowo krótkim okresie spowodować przejście ze strategii zachowawczej w agresywną poprzez pokrywanie strat z kapitału własnego, co powoduje ubytek kapitałów stałych (długoterminowych) w przedsiębiorstwie. Jeśli jednocześnie firma zacznie przeżywać okresowe trudności finansowe, to może nastąpić efekt domina, czyli: utrata wiarygodności u kredytodawców, odmowa dostępu do kredytów, utrata wiarygodności u dostawców, odmowa dostępu do kredytów kupieckich, utrata płynności, niewypłacalność i bankructwo.

4. Wnioski

Dobór odpowiedniej struktury finansowania działalności przedsiębiorstwa w praktyce wynika z przyjętej strategii rozwoju, w ujęciu średnio- i długoterminowym, wraz z odpowiednimi instrumentami finansowania. Metody doboru w tym zakresie mogą opierać się na zaawansowanych teoriach kształtowania struktury kapitału oraz metodach preeliminowania inwestycji (alokowania kapitałów), czyli

budżetowania kapitałów. Jednakże monitoring realizowania określonej strategii finansowania może być znacząco wsparty w miarę prostymi i przejrzystymi metodami bilansowymi, zwłaszcza w sektorze małych i średnich przedsiębiorstw, w których raczej rzadko stosuje się nowoczesne techniki budżetowania i budowy długoterminowych strategii działalności przedsiębiorstw.

Wydaje się, że wykorzystanie bilansu jako narzędzia kreowania i monitorowania relacji kapitałowo-majątkowych może być skuteczną metodą utrzymywania równowagi finansowej przedsiębiorstwa. Następnym krokiem może być wprowadzanie zaawansowanych metod budżetowania kapitałowego w celu wyboru takiej strategii finansowania, aby dawała ona maksimum korzyści właścicielom przedsiębiorstwa.

Literatura

- Atkinson A.A. i in., *Management Accounting*, Prentice Hall, New Jersey 1997.
 Brigham E.F., Gapenski L.C., *Intermediate Financial Management*, The Dryden Press, Fort Worth 1996.
Budżetowanie kapitałów, red. W. Pluta, PWE, Warszawa 2000.
 Filipiak B., Dylewski M., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa. Wybrane problemy teorii i praktyki*, WSAP, Szczecin 2003.
Finanse przedsiębiorstwa z elementami zarządzania i analizy, red. H. Wypych, Absolwent, Łódź 1999.
 Gropelli A.A., Nikbakht E., *Wstęp do finansów*, WIG-Press, Warszawa 1999.
 Manikowski A., Tarapata Z., *Ocena projektów gospodarczych. Modele i metody*, Difin, Warszawa 2001.
 Van Horne J.C., Wachowicz J.M., *Fundamentals of Financial Management*, Prentice Hall, New Jersey 2001.

CORPORATE FINANCIAL STRATEGIES IN THE CONTEXT OF CAPITAL STRUCTURE

Summary

The paper presents the problems of choosing and monitoring capital structure in general and in comparison with company assets. Taking under consideration a balance sheet as the simplest method of creating financial strategy there are shown three forms of different relations among assets and liabilities in a company balance sheet.