

Anna Wawryszuk

Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie

PRZEDMIOT ZARZĄDZANIA KAPITAŁEM OBROTOWYM NETTO W ŚWIELE MAKSYMALIZACJI WARTOŚCI DLA WŁAŚCICIELI

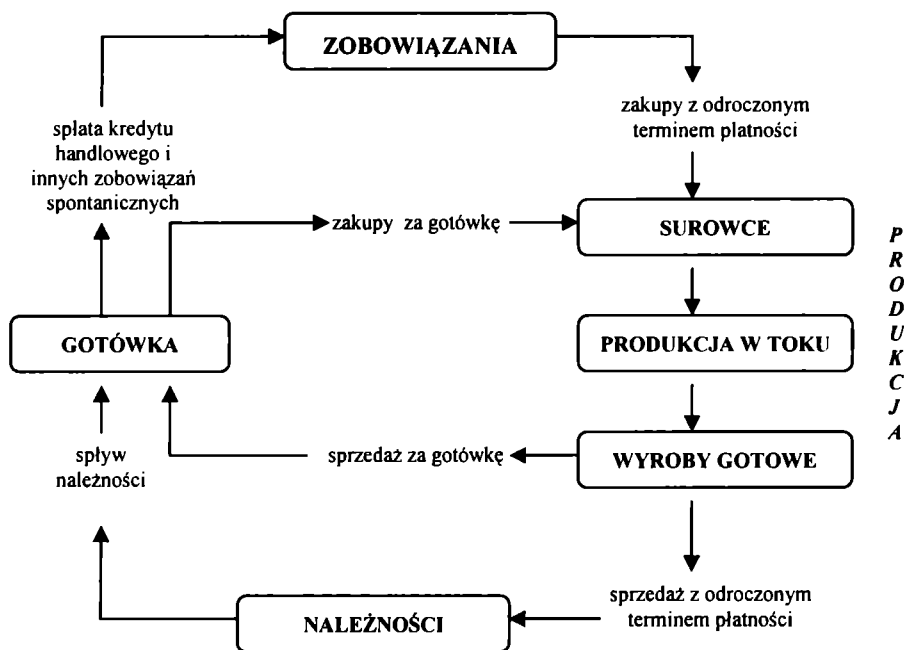
1. Powstawanie kapitału obrotowego netto

Próbując dokonać identyfikacji przedmiotu zarządzania kapitałem obrotowym netto, należy prześledzić proces powstawania i krążenia tego kapitału w przedsiębiorstwie. Powstawanie kapitału obrotowego netto jest ściśle związane z przepływem strumieni pieniężnych i rzeczowych, które stanowią istotę każdego procesu gospodarczego. Dane zawarte w bilansie pokazują wielkość i strukturę aktywów bieżących i pasywów bieżących, a więc w danym momencie przedstawiają konsekwencje podjętych w przeszłości decyzji dotyczących kapitału obrotowego netto. W wyniku ciągłego przepływu strumieni pieniężnych i rzeczowych poszczególne pozycje aktywów i pasywów w przedsiębiorstwie zmieniają swoją wartość, przy czym szczególnie często zmiany te zachodzą w obrębie aktywów bieżących i pasywów bieżących.

Kapitał obrotowy netto powstaje w wyniku procesów zaopatrzenia, produkcji i sprzedaży, które, ze względu na brak doskonałej synchronizacji, wymagają, aby przedsiębiorstwo angażowało w tych procesach kapitały o charakterze stałym. Procesy zaopatrzenia, produkcji i sprzedaży tworzą sekwencję działań składających się na tzw. cykl kapitału obrotowego. Istotę tego cyklu zaprezentowano na rys. 1.

Powszechnie przyjmuje się, iż w zarządzaniu kapitałem obrotowym netto powinno się dążyć do skrócenia czasu trwania cyklu kapitału obrotowego netto, dzięki czemu można będzie zmniejszyć wielkość kapitałów zaangażowanych w procesach przedstawionych na rys. 1. Jednocześnie należy zauważyć, iż przedstawione na rysunku zobowiązania to zobowiązania krótkoterminowe o charakterze nieod-

setkowym (tj. zobowiązania z tytułu dostaw i usług, zobowiązania publicznoprawne, zobowiązania z tytułu wynagrodzeń), gotówka zaś dotyczy wyłącznie zasobów gotówkowych niezbędnych do prowadzenia działalności operacyjnej. Nie obejmuje ona więc zasobów gotówkowych utrzymywanych w celach związanych z działalnością pozaoperacyjną oraz krótkoterminowych papierów wartościowych przeznaczonych do obrotu.



Rys. 1. Cykl kapitału obrotowego

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Cote, Latham 1999, s. 257].

Konsekwencją tego jest fakt, iż aktywa bieżące występujące w przedsiębiorstwie można podzielić na dwie grupy, tj. aktywa bieżące uczestniczące w cyklu operacyjnym (operacyjne aktywa bieżące) oraz pozaoperacyjne aktywa bieżące. W podobny sposób klasyfikuje się pasywa bieżące.

W związku z powyższym można obliczyć tzw. operacyjne zapotrzebowanie na kapitał obrotowy netto, które stanowi różnicę między operacyjnymi aktywami obrotowymi a operacyjnymi zobowiązaniami pieniężnymi. Operacyjne aktywa obrotowe stanowią aktywa obrotowe pomniejszone o inwestycje krótkoterminowe (w tym także środki pieniężne), operacyjne zaś zobowiązania bieżące to nieoprocenowane zobowiązania bieżące (zobowiązania powstające w sposób automatyczny). Pozostała część aktywów obrotowych stanowi tzw. pozaoperacyjne aktywa obro-

towe, a pozostała część zobowiązań bieżących to pozaoperacyjne zobowiązania bieżące (np. kredyty i pożyczki krótkoterminowe). Różnica między pozaoperacyjnymi aktywami bieżącymi i pozaoperacyjnymi pasywami bieżącymi stanowi tzw. saldo płynności netto, określane też terminem „pieniężne zapotrzebowanie na kapitał obrotowy netto”. Kapitał obrotowy netto jest zatem sumą operacyjnego zapotrzebowania na kapitał obrotowy netto i salda płynności netto ([Shulman, Cox 1985], cyt. za: [Wędzki 2003, s. 85 i nast.]).

Relacje między wartością kapitału obrotowego netto a operacyjnym zapotrzebowaniem na kapitał obrotowy netto mogą kształtować się w różny sposób. Z punktu widzenia zachowania płynności finansowej istotne jest prognozowanie zmian, jakie nastąpią w obrębie tych kategorii w danym okresie. Dzięki temu można odpowiednio wcześniej przewidzieć, czy konieczne będzie pozyskanie dodatkowych środków, czy też wystąpią ich nadwyżki.

2. Przedmiot zarządzania kapitałem obrotowym netto

W procesie zarządzania kapitałem obrotowym netto istotna jest świadomość, iż jego poziom i struktura zostają ukształtowane w wyniku różnego rodzaju decyzji, które można podzielić na dwie grupy, tj. decyzje, które wpływają na operacyjne zapotrzebowanie na kapitał obrotowy netto oraz decyzje, które kształtują saldo płynności netto. Decyzje te można pogrupować w sposób, który zaprezentowano w tab. 1.

Istnienie dwóch kategorii, tj. operacyjnego zapotrzebowania na kapitał obrotowy netto oraz salda płynności netto, wywołuje pewne problemy związane z określeniem przedmiotu zarządzania kapitałem obrotowym netto. Przedmiot zarządzania kapitałem obrotowym netto określony na podstawie jego definicji, czyli oddziaływanie na poziom i strukturę aktywów bieżących i pasywów bieżących, wydaje się niewystarczający.

Model cyklu kapitału obrotowego netto wskazuje na aspekt operacyjnego zapotrzebowania na ten kapitał. Z tego punktu widzenia przedmiot zarządzania kapitałem obrotowym netto należałoby zdefiniować jako podejmowanie decyzji, które wpływają na poziom operacyjnych aktywów bieżących oraz operacyjnych pasywów bieżących, a więc kształtują operacyjne zapotrzebowanie na kapitał obrotowy netto. Z drugiej jednak strony nie można zapominać o pieniężnym zapotrzebowaniu na kapitał obrotowy netto, które jest istotnym czynnikiem kształtującym płynność finansową w przedsiębiorstwie.

Uwzględniając powyższe uwagi, przedmiot zarządzania kapitałem obrotowym netto można definiować w dwojaki sposób, tj. w ujęciu węższym i szerszym:

- 1) w ujęciu szerszym zarządzanie kapitałem obrotowym netto polega na kształtowaniu poziomu i struktury aktywów bieżących i pasywów bieżących;
- 2) w ujęciu węższym zarządzanie kapitałem obrotowym netto polega na kształtowaniu poziomu i struktury aktywów bieżących i pasywów bieżących uczestni-

czących w cyklu operacyjnym, a więc kształtowanie operacyjnego zapotrzebowania na kapitał obrotowy netto.

Tabela 1. Operacyjne zapotrzebowanie na kapitał obrotowy netto i saldo płynności netto

OPERACYJNE ZAPOTRZEBOWANIE NA KAPITAŁ OBROTOWY NETTO		SALDO PŁYNNOŚCI NETTO	
źródła i oszczędności funduszy	wykorzystanie funduszy	źródła funduszy	wykorzystanie funduszy
• wpływy z tytułu sprzedaży gotówkowej • przedpłaty dostawców • wpływy związane ze sprzedażą na kredyt w poprzednich okresach (zmniejszenie należności od dostawców) • wpływy z tytułu zmniejszenia innych krótkoterminowych należności • kredyt udzielony przez dostawcę (wzrost zobowiązań wobec dostawców) • odroczone terminy wydatków (wzrost zobowiązań z tytułu wynagrodzeń, zobowiązań o charakterze publicznoprawnym i innych zobowiązań o charakterze nieodsetkowym)	• sprzedaż na kredyt (wzrost należności od dostawców) • wydatki zaplanowane (m.in. zmniejszenie zobowiązań publicznoprawnych, zobowiązań z tytułu wynagrodzeń, zakupy za gotówkę) i niezaplanowane • spłata zobowiązań wobec dostawców (zmniejszenie zobowiązań z tytułu dostaw i usług), • wpłata zaliczek na poczet przyszłych dostaw	• odsetki od depozytów i udzielonych pożyczek • wpływy z tytułu zaciągniętych pożyczek, kredytów bankowych o charakterze krótko- i długoterminowym (wzrost zobowiązań długoterminowych i krótkoterminowych) • wpływy środków od obecnych i nowych właścicieli, np. z tytułu emisji nowych akcji (wzrost kapitałów własnych) • sprzedaż maszyn, urządzeń, nieruchomości, akcji i udziałów w innych przedsiębiorstwach, patentów, licencji itp. (zmniejszenie aktywów trwałych) • otrzymane dywidendy	• zapłata odsetek od istniejących zobowiązań • spłata krótko- i długoterminowych kredytów bankowych i pożyczek (zmniejszenie zobowiązań krótko- i długoterminowych) • zakup maszyn i urządzeń, nieruchomości, patentów, licencji, akcji i udziałów w innych przedsiębiorstwach itp. (wzrost aktywów trwałych) • wypłata dywidend

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Basic... Internet].

Zarządzanie kapitałem obrotowym netto w ujęciu węższym pomija decyzje związane z kształtowaniem poziomu środków pieniężnych związanych z działalnością pozaoperacyjną, krótkoterminowych papierów wartościowych przeznaczonych do obrotu czy też zobowiązań bieżących o charakterze odsetkowym, gdyż nie są to decyzje związane z krążeniem kapitału w ramach cyklu operacyjnego przedsiębiorstwa.

3. Zarządzanie kapitałem obrotowym netto a maksymalizacja wartości dla właścicieli

Obydwa ujęcia przedmiotu zarządzania kapitałem obrotowym netto mają istotne znaczenie z punktu widzenia kreowania wartości dla właścicieli. Rozróżnienie

to pozwala nie tylko lepiej planować zapotrzebowanie na kapitały niezbędne do sfinansowania aktywów obrotowych, przede wszystkim wyodrębnić czynniki, które wpływają na wielkość i strukturę aktywów bieżących i pasywów bieżących. Wartość operacyjnego zapotrzebowania na kapitał obrotowy netto jest w znacznym stopniu determinowana sprawnością przebiegu procesów zakupu, produkcji, sprzedaży i stopniem synchronizacji tych procesów. Oddziaływanie na te trzy procesy stanowi istotę zarządzania kapitałem obrotowym netto w węższym ujęciu. W przypadku pozaoperacyjnych aktywów bieżących i pozaoperacyjnych pasywów bieżących, istotne znaczenie mają decyzje określające poziom utrzymywanych najbardziej płynnych aktywów oraz decyzje związane z pozyskiwaniem krótkoterminowych kapitałów o charakterze odsetkowym.

W.L. Sartoris oraz N.C. Hill już w 1983 r. zauważyli, iż krótkoterminowe decyzje finansowe można podzielić na dwie kategorie [Sartoris, Hill 1983, s. 350]:

- 1) decyzje, które bezpośrednio wpływają na wielkość oraz moment wystąpienia wpływów i wypływów gotówkowych,
- 2) decyzje, które koncentrują się wokół ilości utrzymywanej gotówki oraz jej ekwiwalentów.

Cytowani autorzy, wskazując na ścisły związek występujący między tymi decyzjami, podkreślają jednak, iż lepiej je analizować oddzielnie, gdyż ułatwia to podejmowanie decyzji. Potwierdzeniem tego może być fakt, iż teoria finansów przedsiębiorstwa dotycząca decyzji krótkoterminowych rozwija się dwutorowo: z jednej strony dostarcza ona narzędzi, które pozwalają określić optymalną wielkość należności, zapasów, środków pieniężnych, które powinny być utrzymywane w związku z prowadzoną działalnością operacyjną, z drugiej zaś próbuje określić, jaki powinien być optymalny poziom gotówki i krótkoterminowych papierów wartościowych utrzymywanych w przedsiębiorstwie jako rezerwy płynności.

Analitycy coraz częściej zadają sobie pytanie: jak zarządzać kapitałem obrotowym netto, aby decyzje podejmowane w tym obszarze przyczyniały się do maksymalizacji wartości dla właścicieli. Maksymalizacja wartości to obecnie główny cel funkcjonowania przedsiębiorstwa, któremu podporządkowana jest jego strategia ogólna. Ta z kolei opiera się na trzech „filarach”, którymi są: rentowność, płynność i pewność działania. Kapitał obrotowy netto wpływa na wartość przedsiębiorstwa poprzez oddziaływanie na te trzy „filary”. Zależności między kapitałem obrotowym netto a celami przedsiębiorstwa były przedmiotem wielu badań i analiz (zob. np. [DeLoof 2003; Shin, Soenen 1998; Shin, Soenen 2000]). Początkowo dotyczyły one zależności między rentownością a płynnością finansową, ale z czasem zaczęto analizować także wpływ zarządzania kapitałem obrotowym netto na wartość przedsiębiorstw. Ciekawym przykładem mogą być badania Y.-J. Wang, które dotyczyły 1555 firm japońskich i 379 firm tajwańskich [Wang 2002]. Analizie poddano sprawozdania finansowe z okresu 1985-1996. Autor badań skoncentrował się na zależnościach występujących między następującymi kategoriami:

1) zarządzanie płynnością a wyniki operacyjne przedsiębiorstw,

2) zarządzanie płynnością a wartość przedsiębiorstw.

Pomiar płynności był szacowany na podstawie cyklu konwersji gotówki, natomiast rentowność była mierzona trzema wskaźnikami:

- rentowność aktywów (ROA) – relacja zysku przed opodatkowaniem i odsetkami (EBIT) do wartości aktywów ogółem,
- rentowność kapitału własnego (ROE) – relacja zysku przed opodatkowaniem (EBT) do wartości kapitału własnego,
- współczynnik Q -Tobina (q), który był obliczany według formuły:

$$q = \frac{C + P + SD + LD}{RC} \quad (1)$$

gdzie: C – wartość rynkowa zwykłego kapitału akcyjnego,
 P – wartość rynkowa uprzywilejowanego kapitału akcyjnego,
 LD – wartość księgowa długu długoterminowego,
 SD – wartość księgowa długu krótkoterminowego,
 RC – wartość odtworzeniowa posiadanego majątku.

Autor badań na podstawie ich wyników stwierdza, iż w badanych przedsiębiorstwach istnieje negatywna zależność między długością cyklu konwersji gotówki a rentownością aktywów oraz między długością cyklu konwersji gotówki a rentownością kapitału własnego. Jest to jednoznaczne z faktem, iż krótszy cykl konwersji gotówki pozwala uzyskać lepsze wyniki operacyjne. Zależność między zarządzaniem płynnością finansową a wartością przedsiębiorstw jest następująca: firmy posiadające wskaźnik Q -Tobina większy od jedności (wysoka wartość rynkowa), jednocześnie mają krótszy cykl konwersji gotówki i wyższe wskaźniki ROA i ROE aniżeli firmy, w których wskaźnik Q -Tobina kształtuje się na poziomie niższym od jedności lub równym jedności. Wyniki te pozwalają na stwierdzenie, iż w obydwu krajach inwestorzy wyżej wyceniają firmy, które w sposób agresywny zarządzają płynnością finansową, tj. ograniczają cykl konwersji gotówki.

Zależności między decyzjami dotyczącymi zarządzania kapitałem obrotowym netto a wartością przedsiębiorstwa badali także konsultanci firmy CAPTO Financial Consulting, którzy poddali analizie sprawozdania finansowe 50 dużych szwedzkich przedsiębiorstw z 2001 r. [*Is working...* Internet]. Celem tych analiz było udzielenie odpowiedzi na pytanie, w jaki sposób poprawa zarządzania kapitałem obrotowym netto wpływa na wartość rynkową przedsiębiorstw poprzez trwały wzrost przepływów pieniężnych, obniżenie poziomu kapitału obrotowego netto i wzrost marży dzięki doskonaleniu procesów. W analizach porównywano poziom kapitału obrotowego netto, rentowność i wartość rynkową poszczególnych przedsiębiorstw. Mimo że autorzy badań podkreślają, iż wartość przedsiębiorstwa zależy od wielu różnych czynników i trudno wskazać jeden z nich, a następnie określić jego stopień oddziaływania na wartość przedsiębiorstwa, wyrażają jednak przekonanie, iż dzięki tym badaniom zostanie zapoczątkowana dyskusja nad wpływem

zarządzania kapitałem obrotowym netto na wartość rynkową przedsiębiorstwa. Wyniki przeprowadzonych przez nich analiz wskazują, iż inwestorzy doceniają i wynagradzają te przedsiębiorstwa, które sprawują kontrolę nad poszczególnymi składnikami aktywów bieżących i pasywów bieżących oraz wynagradzają te spośród nich, w których operacyjny kapitał obrotowy netto jest utrzymywany na niskim poziomie. Przedsiębiorstwa, które osiągały wysoką marżę EBITDA (ang. *earnings before interest, taxes depreciation, and amortization*)¹ i jednocześnie posiadały niski wskaźnik DWC² (ang. *days of working capital*), były najwyżej wyceniane przez rynek, znacznie zaś niżej wyceniano przedsiębiorstwa, w których obserwowano krótki DWC i jednocześnie niską marżę lub długi DWC przy wysokiej marży. Wydaje się zatem, że z punktu widzenia maksymalizacji wartości dla właścicieli najbardziej pożądane są usprawnienia w obszarze zarządzania kapitałem obrotowym netto, które łączą się ze wzrostem marży.

Wnioski z przeprowadzonych badań są następujące: przedsiębiorstwa powinny dążyć do ograniczania poziomu kapitału obrotowego netto w przedsiębiorstwach poprzez sprawne nim zarządzanie. Sprawność zarządzania kapitałem obrotowym netto należy utożsamiać z wszelkimi działaniami, które usprawniają i przyspieszają przepływ gotówki przez przedsiębiorstwo, dzięki czemu możliwe się staje zmniejszenie operacyjnego zapotrzebowania na kapitał obrotowy netto. Należy jednak zauważyć, iż przedmiotem zainteresowania cytowanych autorów jest zarządzanie kapitałem obrotowym netto w ujęciu węższym, dlatego też badania te przyczyniają się do wzbogacenia pierwszego nurtu teorii krótkoterminowych finansów przedsiębiorstwa.

Drugi nurt badań koncentruje się wokół wpływu utrzymywanych w przedsiębiorstwie zasobów najbardziej płynnych aktywów (tj. gotówki i krótkoterminowych papierów wartościowych) na wartość przedsiębiorstwa (zob. [Bruinshoofd, Kool 2002; Ferreira, Vilela 2002; Kim, Mauer, Sherman 1998; Opler, Pinkowitz, Stulz, Williamson 1999]). J.M. Keynes wskazał trzy motywy utrzymywania płynnych zasobów aktywów: transakcyjny, przezornościowy i spekulacyjny. Przede wszystkim należy zauważyć, iż w sytuacji, gdy wpływy i wypływy środków pieniężnych są doskonale zsynchronizowane, a ryzyko związane z ich wielkością i momentem wystąpienia nie istnieje, utrzymywanie najbardziej płynnych aktywów w postaci gotówki i krótkoterminowych papierów wartościowych w celach transakcyjnych i przezornościowych, jest bezcelowe. Jednakże w praktyce trudno idealnie zsynchronizować wpływy i wypływy gotówkowe w taki sposób, by wpływająca do przedsiębiorstwa gotówka mogła być natychmiast wykorzystana do regulowania wymagalnych w danym momencie zobowiązań, dokonywania zakupów itp.

¹ Marża EBITDA to relacja zysku przed spłatą odsetek, opodatkowaniem i rocznymi kosztami amortyzacji do wartości sprzedaży.

² W analizach przyjęto, iż $DWC = (\text{kapitał obrotowy netto} / \text{przychody ze sprzedaży}) \cdot 365$ dni; gdzie kapitał obrotowy netto to zapasy powiększone o należności handlowe i przedpłaty dla dostawców oraz pomniejszone o zobowiązania handlowe i przedpłaty odbiorców.

Co więcej, istniejące ryzyko powoduje, że rzeczywiste wielkości i terminy niektórych przyszłych wpływów i wypływów mogą się różnić od planowanych. Brak płynnych aktywów utrudnia zatem realizację planowanych transakcji (transakcyjny popyt na płynne zasoby), zwiększa ryzyko funkcjonowania przedsiębiorstwa, gdyż nie jest ono zabezpieczone przed nieplanowanym zmniejszeniem wpływów pieniężnych lub zwiększeniem ich wypływów (ostrożnościowy popyt na płynne zasoby). Dodatkowo przedsiębiorstwa utrzymują płynne zasoby aktywów w celach spekulacyjnych ze względu na możliwość uzyskania dodatkowego dochodu w sytuacji, gdy pojawią się szanse na korzystne zainwestowanie tych zasobów, a pozyskanie zewnętrznych funduszy po akceptowalnym koszcie będzie niemożliwe. Przykładem mogą być analizy przeprowadzone przez R. Passova oraz T. Oplera, które wykazały, iż największe i najlepsze firmy z sektora zaawansowanych technologii i nauk medycznych nie finansują swojej działalności poprzez zwiększanie zadłużenia, lecz utrzymują wysokie salda gotówki [Passov 2004]. Zastanawiając się nad przyczynami takiego stanu, cytowani autorzy doszli do wniosku, iż wysokie salda gotówkowe są zabezpieczeniem przed zmniejszeniem operacyjnych przepływów pieniężnych i w konsekwencji niemożliwością realizacji inwestycji w aktywa niematerialne, które stanowią bardzo ważny składnik aktywów. Utrzymanie i wzrost wartości aktywów niematerialnych i prawnych wymaga bowiem dokonywania ciągłych inwestycji, które są niezwykle istotne we wskazanych sektorach. Dlatego też konieczność ponoszenia nakładów na działalność badawczo-rozwojową jest główną przyczyną utrzymywania przez te firmy bardzo wysokich sald gotówkowych. Zauważają oni jednocześnie, iż firmy, które generują silne i stabilne przepływy pieniężne (tj. działają w mniej ryzykownych sektorach), nie muszą utrzymywać wysokich sald gotówki [Passov 2004].

Podobne wnioski sformułowali także W.H. Mikkelson oraz M.M. Parth, którzy analizie poddali sprawozdania finansowe przedsiębiorstw utrzymujących ponad jedną czwartą swoich aktywów w postaci gotówki i jej ekwiwalentów (dane dotyczyły okresu 1986-1991). Głównym celem analiz było znalezienie odpowiedzi na pytanie, czy strategia utrzymywania wysokich sald gotówkowych utrudnia osiągnięcie dobrych wyników finansowych. Autorzy stwierdzają, że nie można stwierdzić, iż wysokie salda gotówkowe utrzymywane przez badane podmioty negatywnie wpływają na osiągane wyniki operacyjne. Co więcej, dzięki wysokim saldom gotówkowym badane przedsiębiorstwa mogły się rozwijać i realizować projekty inwestycyjne, zwłaszcza projekty dotyczące badań i rozwoju [Mikkelson, Parth 2003].

Wobec tego należy zauważyć, iż salda gotówkowe są istotnym czynnikiem warunkującym pewność działania przedsiębiorstwa (inaczej: bezpieczeństwo finansowe), czyli tworzą podstawy do realizacji strategii w długim okresie. Zdaniem autorki, błędem jest postrzeganie sald gotówkowych tylko i wyłącznie poprzez pryzmat związanych z nimi kosztów, do których zalicza się koszty alternatywne, koszty transakcyjne i koszty agencji. Coraz częściej wskazuje się również na fakt,

iz utrzymywanie płynnych zasobów aktywów przynosi określone korzyści, a więc posiada pewną wartość, która w określonych warunkach może przewyższać wskazane koszty [Michalski 2004].

4. Podsumowanie

Wobec rozważań przedstawionych w niniejszej publikacji należy zauważyć, iż problematyka zarządzania kapitałem obrotowym netto jest złożona, a decyzje podejmowane w tym obszarze wpływają na wartość dla właścicieli w różny sposób. Wydaje się zatem, iż przedmiot zarządzania kapitałem obrotowym netto należałoby określać w dwojaki sposób, tj. w odniesieniu do operacyjnego zapotrzebowania na kapitał obrotowy netto oraz w odniesieniu do salda płynności netto. Podejście takie może mieć istotne znaczenie w procesie podejmowania decyzji w obszarze zarządzania kapitałem obrotowym netto, ukierunkowanych na maksymalizację wartości dla właścicieli.

Literatura

- Basic Financial Planning and Management*, [www.asiatustbank.com/pdf/bfm.pdf].
- Bruinshoofd A., Kool C., *The Determinants of Corporate Liquidity in the Netherlands*, 2002 April, Working Paper [www.ssm.com].
- Copeland T., Koller T., Murrin J., *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm*, WIG-Press, Warszawa 1997.
- Cote J.M., Latham C.K., *The Merchandising Ratio: A Comprehensive Measure of Working Capital Strategy*, „Issues in Accounting Education” 1999, May.
- Deloof M., *Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms?* „Journal of Business Finance & Accounting” 2003, April-May.
- Ferreira M.A., Vilela A., *Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries*, 2002 July [www.efmaefm.org/AcceptedPapers2003].
- Is working capital management reflected in company value – can a company increase its shareholder value through enhanced focus on working capital?* CAPTO Financial Consulting [www.captose/EN/obj184733/default.aspx].
- Kim C., Mauer D.C., Sherman A.E., *The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1998, September.
- Kusak A., *Zmienność zapotrzebowania na kapitał obrotowy w ciągu roku a polityka finansowa przedsiębiorstwa*, [w:] *Finansowe uwarunkowania rozwoju organizacji gospodarczych*, red. J. Turyna, W. Szczęśny, Difin, Warszawa 2004.
- Michalski G., *Wartość płynności w bieżącym zarządzaniu finansami*, CeDeWu, Warszawa 2004.
- Mikkelsen W.H., Parth M.M., *Do Persistent Large Cash Reserves Hinder Performance?* „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 2003, June.
- Opler T., Pinkowitz L., Stulz R., Williamson R., *The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings*, „Journal of Financial Economics” 1999, nr 52.
- Passov R., *Ile gotówki potrzebuje twoja firma?* „Harvard Business Review Polska” 2004, nr 6.

- Sartoris W.H., Hill N.C., *A Generalized Cash Flow Approach to Short-term Financial Decisions*, „The Journal of Finance” 1983, May.
- Shin H., Soenen L.A., *Efficiency of Working Capital Management and Corporate Profitability*, „Financial Practice & Education” 1998, Fall-Winter.
- Shin H., Soenen L.A., *Liquidity Management or Profitability – Is there Room for Both?* „AFP Exchange” 2000, Spring.
- Wang Y.-J., *Liquidity Management, Operating Performance and Corporate Value: Evidence from Japan and Taiwan*, „Journal of Multinational Financial Management” 2002, nr 12.
- Wędzki D., *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2003.

SUBJECT OF WORKING CAPITAL MANAGEMENT IN RESPECT OF MAXIMIZING OF SHAREHOLDERS VALUE

Summary

Maximizing of shareholders value is now the main goal of corporates. Therefore, many firms develop and implement value-based strategies. The overall corporate strategy has three supporting pillars, i.e. profitability, liquidity and growth, which should be built in the process of financial management. The way working capital is managed has a significant impact on the three supporting pillars. The purpose of working capital management is clear, but the main problem is how to do it. Firstly there is a need to realize that working capital is the effect of a lot of processes that generate cash flows. This article shows that this process can be divided into two groups, so the object of working capital management can be defined in two different ways.