

Стратегически решения за оборотния капитал в условията на финансова и икономическа криза в България

Евгени Райков*

Резюме: Стратегиите за управление на оборотния капитал се свеждат до следване на определени съотношения между основните категории активи и пасиви, съответно величините на оборотния и нетния оборотен капитал. Постава се акцент върху съотношението между дългосрочните и краткосрочните инвестиции и срочността на пасивите на компанията в постигането на баланс между ликвидността и рентабилността при съответните ограничения и шокове от външната среда. В условията на българската икономика компаниите избират балансирана стратегия за управление на оборотния капитал с висок дял на дългосрочното финансиране, нисък риск, стабилно покритие на постоянните активи и оптимална положителна стойност на нетния оборотен капитал. При предприятията с нисък дял на оборотното финансиране в общите активи се забелязва по-агресивна стратегия за управление с динамично променящ се нетен оборотен капитал и два пъти по-ниска възвръщаемост спрямо фирмите с висок дял на инвестициите в краткотрайни активи. Като цяло финансовият мениджмънт постига целта си за поддържане на ликвидността чрез вътрешни ресурси, но не успява да създаде необходимия

* Евгени Райков е доктор, главен асистент в катедра „Финанси“ на УНСС, e-mail: evgeni_raikov@abv.bg

импулс за подобряване на финансовите резултати и увеличаване на стойността на бизнеса.

Ключови думи: стратегии за управление на оборотния капитал, финансова и икономическа криза, оптимизация на оборотния капитал.

JEL: G01, G32.

Въведение и методология на изследването

Управлението на оборотния капитал в условията на криза добива все по-важно значение поради затрудняването на достъпа до финансиране за голяма част от компаниите в реалния бизнес и неефективността в управлението им преди 2007 г. Неочакваната и бърза промяна в условията за кредитиране предизвика необходимост от търсене на нови и гъвкави решения за стабилизиране на бизнеса. Незабавните мерки в сферата на задълженията и инвестициите следва да се обвържат в стратегически решения, за да се постигне устойчивост на резултатите и финансовото състояние. Изборът между консервативен, балансиран или агресивен подход към управлението на оборотния капитал зависи от условията на външната среда, характера на бизнеса, допустимия размер на краткосрочните

инвестиции и приоритетите на финансовия мениджмънт относно ликвидността и рентабилността според рисковия профил на финансовия мениджър. Анализът разглежда данните за средните стойности на величините на брутния и нетния оборотен капитал, както и на коефициентите на брутния и нетния оборотен капитал, съотнесени към общата сума на активите и нетните приходи от продажби за избрани предприятия от индекса VGBX40 на Българска фондова борса на база на тримесечните отчети за периода 2007-2015 г. Към предприятията от индекса е приложен и клъстер анализ, изпълнен със статистически софтуер SPSS.

Литературен преглед

Brealy and Myers (2001, с. 175) препоръчват при формирането на стратегии за управление на оборотния капитал да се вземат предвид изискванията за съответствие в срочността на активите и пасивите, изискванията за постоянно ангажираната част от оборотния капитал и препоръките за избягване на излишните парични наличности чрез намаляване на ангажираното дългосрочно финансиране. Volek (2013, с. 2) цитира класификация на van Horne and Wachovicz (Fundamentals of Financial Management, 12/E Financial Times Press, 2004) – таблица 1.

Oloo and Mwangi (2014, с. 446) предлагат комбиниран подход, при който агресивната политика е свързана с поддържане на висок дял на краткосрочните задължения и ниско равнище на инвестицията в текущи активи. Агресивната финансираща политика се препоръчва като подход за увеличаване на рентабилността успоредно с нарастване ролята на собствения капитал. Panigrahi (2014, с. 102) акцентира върху хеджиращия подход (подход на съответствието), при който дългосрочно ангажираните ресурси трябва да се използват за финансиране на постоянната част от текущите активи подобно на дълготрайните активи. Препоръчва се прилагане на консервативен подход, базиран на дългосрочно финансиране, поради положителната му корелация с рентабилността.

Според изследвания на Carpenter and Johnson, 1983; Gardner et al., 1986 и Weinraub and Visscher, 1998, (цитирани от R. Vandara, 2015, с. 358) агресивната политика за управление на оборотния капитал се свързва с висока доходност и риск и ниска ликвидност, докато консервативните политики се асоциират с нисък риск и доходност. Afza and Nazir (2007) и Shubiri (2010, с. 172) определят агресивната финансираща политика с високи ранища на текущите задължения и по-малко дългосрочен дълг, докато консервативната стратегия допуска по-висока стойност на дългосрочния капитал.

Таблица 1. Характеристики на видовете стратегии за управление на оборотния капитал

Вид политика	Ликвидност	Рентабилност	Риск
Консервативна	висока	ниска	нисък
Балансирана	средна	средна	среден
Агресивна	ниска	висока	висок

Източник: (Volek, 2013)

Принципи за оптимизация на оборотния капитал в условия на криза

При анализа на възможните решения за ефективно управление на оборотния капитал в условията на криза могат да се обобщят следните основни принципи:

- 1) Определяне на минималната неснижаема наличност на краткотрайни активи във връзка с определяне на частта от текущите активи, която има характер на дългосрочна инвестиция и не подлежи на прехвърляне в стойността на крайната продукция.
- 2) Според принципа за съответствие между срочността на активите и пасивите, стойността на постоянните краткотрайни активи следва да се финансира от дългосрочни източници като критерий за оптимална стойност на дългосрочно ангажирания нетен оборотен капитал. В условията на криза затрудненият достъп до дългосрочно финансиране се съчетава с необходимостта да не се допуска отрицателен нетен оборотен капитал.
- 3) Очакваната стойност на краткотрайните активи се формира от дългосрочната оптимална стойност на нетния оборотен капитал и минималната въз-

можна стойност на текущите пасиви. В условията на растеж този модел дава възможност да се приложи агресивна стратегия с по-ниска ликвидност и по-висок потенциал за увеличаване на обращаемостта и рентабилността. В условията на криза условието за нулев нетен оборотен капитал предполага за краткосрочните пасиви да се заложи максимално възможната им стойност, за да се гарантира висока наличност на краткотрайни активи при липсата на дългосрочно финансиране. Максимално възможната стойност допуска отлагане на възстановяването на капитала от различните видове краткосрочни източници на финансиране.

- 4) При този подход поетият риск се пренася върху краткосрочните пасиви, които поемат ролята на двигател за поддържане на ликвидността, преодоляване на икономическата стагнация и растеж. Възстановяването на капитала осигурява рентабилността на бизнеса и формира резерв за поддържане на ликвидността в дългосрочен период. Резултативната стойност на краткотрайните активи гарантира достатъчна степен на ликвидност за сметка на динамиката на краткосрочните пасиви (таблица 2).

Таблица 2. Условия за оптимизация на оборотния капитал в условията на растеж и криза

Оптимизация при функциониране в условията на свободен достъп до капитали	Оптимизация в условията на криза при ограничен достъп до дългосрочни източници на финансиране
<ul style="list-style-type: none"> ● Оптимална стойност на нетния оборотен капитал = Минимална дългосрочна стойност на постоянните текущи активи ● Оптимална стойност на текущите активи = Оптимална стойност на нетния оборотен капитал + минимална краткосрочна стойност на текущите задължения 	<ul style="list-style-type: none"> ● Оптимална стойност на нетния оборотен капитал = 0 ● Оптимална стойност на текущите активи = Оптимална стойност на нетния оборотен капитал + максимална краткосрочна стойност на текущите задължения ● Оптимална стойност на текущите активи = Максимална краткосрочна стойност на текущите задължения

Източник: Собствена класификация

Възможни стратегии за комплексно управление на оборотния капитал в условията на криза

Балансирана стратегия

Целта на балансираната стратегия е да осигури съответствие между срочността на активите и пасивите чрез гарантиране на стабилността на бизнеса и минимизиране на неизползваните ресурси и цената на финансиране на капитала. Дългосрочното финансиране покрива изцяло стойността на дълготрайните активи и постоянния неснижаем остатък по краткотрайните активи, тоест размерът на дългосрочното финансиране е равен на стойността на постоянните активи. Нетният оборотен капитал е с положителна стойност и напълно изпълнява гаранционната си функция, тъй като покрива оптимизационния критерий за пълно покриване на стойността на неснижаемия остатък по текущите активи. Това условие съответства на нулева стойност на модифицирания нетен оборотен капитал. Стратегията води до оптимален резултат при управлението на оборотния капитал при нисък риск за ликвидността, но при спазване на критериите за съответствие между срочността и стойностите на активите, както и минимизиране на алтернативните разходи при използване на капитала (фигура 1).

Агресивна стратегия с критична стойност на нетния оборотен капитал

При осигуряване на дългосрочно финансиране до размера на дълготрайните активи се налага ангажиране на по-голям краткосрочен капиталов ресурс. Подобна стратегия съответства на поддържането на величина на нетния оборотен капитал близка до нула и отрицателна стойност на модифицирания нетен оборотен капитал. При тези условия напълно отпада гаранционната функция на нетния оборотен капитал и дружеството може да се окаже под риск да поддържа не-

обходимата ликвидност, за да продължи да функционира нормално. Стратегията се определя като агресивна, тъй като не всички дългосрочни инвестиции по същество получават адекватно покритие с постоянно ангажирани капиталови източници. Налице е съвпадение между срочността на активи и пасиви и пълно покритие на краткотрайните активи от краткосрочни източници при размер на нетния оборотен капитал равен на 0. Стратегията гарантира пълно използване на капитала, намаляване на цената на финансиране и запазване на икономическата активност на бизнеса. Размерът на краткосрочните задължения остава под стойността на постоянните активи (фигура 2).

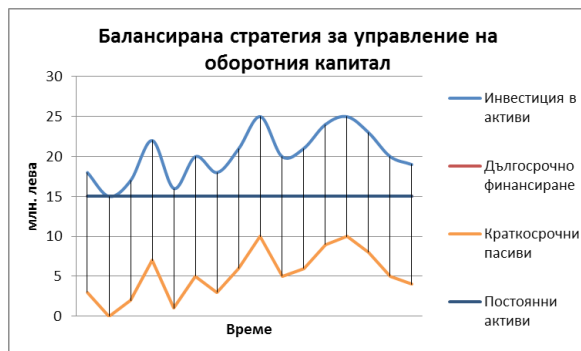
Агресивна стратегия с отрицателен оборотен капитал

В началния етап на кризата от 2007 г. се наблюдава затрудняване на достъпа до финансиране за фирмите и увеличаване на неговата цена. Тази тенденция принуждава компаниите да увеличат дела на краткосрочното финансиране, за да могат да запазят равнището на производството и продажбите. Стратегията се характеризира с отрицателна стойност на нетния оборотен капитал и модифицирания нетен оборотен капитал и подобряване на ефективността от гледна точка на разходите за сметка на повишаване на риска от ликвидна криза. Делът на дългосрочното финансиране в общата капиталова структура намалява, като покрива само постоянната част от краткотрайните активи. Налице е несъвпадение между срока на възстановяване на инвестицията в дълготрайни активи и средния срок на изплащане на задълженията, а краткосрочните пасиви надхвърлят стойността на постоянните активи като сбор от дълготрайните и постоянната част от текущите активи. Отрицателният оборотен капитал може да се компенсира частично чрез намаляване на балансовата стойност на дълготрайните активи с по-бърз темп и ограничаване на

Икономическо развитие

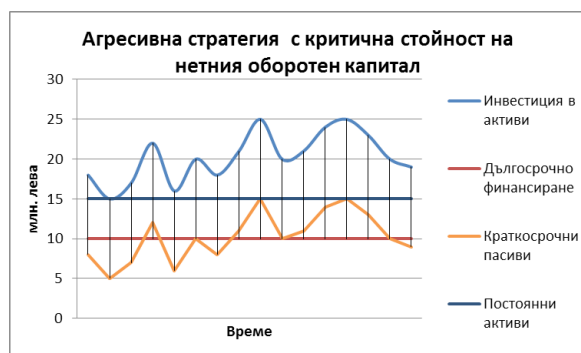
новите инвестиции, както и чрез подходящо структуриране на краткосрочните пасиви. Целта на стратегията е запазване на ико-

номическата активност на бизнеса и динамиката на приходите и свързаните с тях краткотрайни активи (фигура 3).



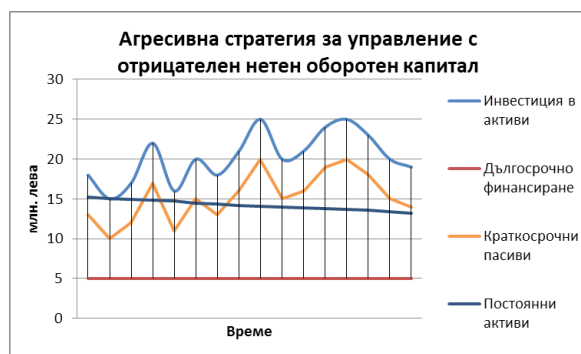
Фигура 1. Балансирана стратегия за управление на оборотния капитал

Източник: Собствени изчисления



Фигура 2. Агресивна стратегия на критичната точка за НОК (break-even) при управление на оборотния капитал

Източник: Собствени изчисления



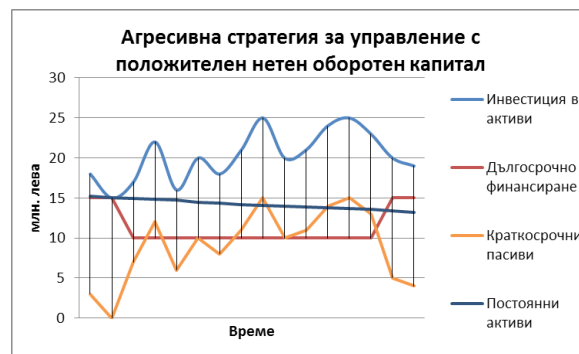
Фигура 3. Агресивна стратегия с отрицателен нетен оборотен капитал и намаляваща балансова стойност на дълготрайни активи

Източник: Собствени изчисления

Агресивна стратегия с положителен нетен оборотен капитал

Една от основните причини за поддържа-нето на отрицателен нетен оборотен капи-тал е недофинансирането от дългосрочни източници. В условията на финансова и ико-номическа криза, влошената рентабилност на бизнеса и натрупването на загуби също влияе за влошаването на нетния оборотен капитал посредством неравномерно увелича-ване на задълженията и намаляване на стой-ността на вземанията. Препоръчителната положителна стойност за нетния оборотен капитал служи като гаранция за ликвиднос-та и се асоциира преди всичко с постоянна-та част от краткотрайните активи.

била адекватна и нискорискова. Временно-то намаление в дългосрочно ангажираня капитал се компенсира от нарастване на ролята на краткосрочните пасиви съобраз-но активността на производството и про-дажбите, но при запазване на положителна величина на чистия оборотен капитал и стремеж към възстановяване на първоначалната структура на пасива. Стойнос-та на краткосрочните пасиви остава пог размера на постоянните активи за периода на недостиг на финансиране. Намаляването на балансовата стойност на дълготрайни-те активи чрез амортизациите или чрез продажба влияе положително върху ликвид-ността и гаранционната функция на нет-ния оборотен капитал (фигура 4).



Фигура 4. Агресивна стратегия с положителен нетен оборотен капитал и намаляваща балансова стойност на дълготрайни активи при относително нисък спад в дългосрочното финансиране

Източник: Собствени изчисления

Настъпването на финансовата криза през 2007-2008 г. доведе до отдръпване на банките и финансовите пазари от финансирането на бизнеса. Тези негативни тенденции изместиха акцента на управление на фирмите от пасивите към активите. Основните затруднения за компаниите се изразяват по отношение на временния недостиг на дългосрочното финансиране, който изисква прилагане на агресивна стратегия с минимални положителни стойности на нетния оборотен капитал. Допуска се, че капиталовата структура преди кризата е

Междинна стратегия за управление при спад в продажбите

Едно от последствията от кризата по отношение на предприятията се свързва с намаляването на общата икономическа активност и БВП, което намира отражение в спад на поръчките и печалбите от бизнеса. В условията на икономическа криза, но запазване на утвърдената схема на финансиране, е възможно да се приложи по-рестриктивна стратегия за управление на оборотния капитал, при която голяма част от общата

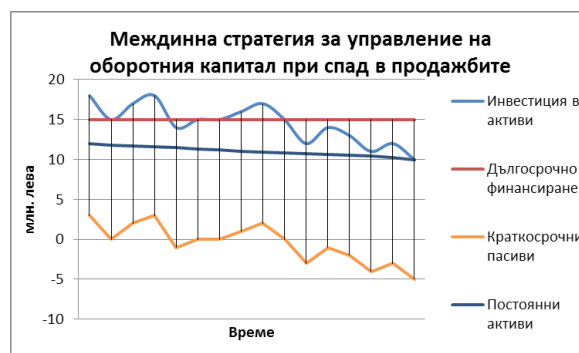
Икономическо развитие

стойност на активите се покрива от дългосрочни източници и значително се намалява значението на краткосрочните пасиви поради ограничаване на дейността на дружеството. Нетният оборотен капитал остава положителен и гарантира ликвидността, като покрива изцяло постоянната част от краткотрайните активи, а постоянните активи са изцяло осигурени от дългосрочно ангажиран капитал. Недостатък на стратегията е увеличаването на разходите заради дългосрочното финансиране, както и предполагаемото нарастване на цената на капитала в резултат от настъпването на кризата. Намаляването на продажбите е свързано задължително и с намаляване на краткосрочните пасиви, което означава, че делът им в общата капиталова структура също ще намалява при запазване на постоянно дългосрочно финансиране, а това ще се отрази положително върху ликвидността и нетния оборотен капитал в случай, че намаляването на продажбите не генерира съществени загуби (фигура 5).

Стратегия за управление при спад в продажбите и дългосрочното финансиране

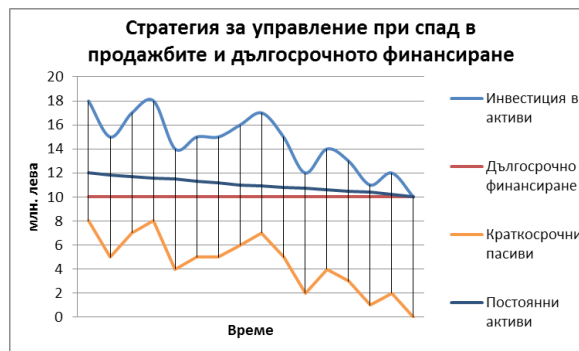
Средносрочната стратегия, която най-точно съответства на измененията, предизвикани от кризата, е свързана с ограничено

дългосрочно финансиране в съчетание със спад в продажбите. Нарастващата роля на управлението на оборотния капитал изисква стратегически решения, които гарантират гъвкавост в условията на стагнация и търсене на вътрешни ресурси в предприятията за осигуряване на ликвидност и подкрепа за растеж и стабилност. При непосредствено слабо влияние върху финансовите резултати, може да се твърди, че намаляването на продажбите всъщност освобождава краткосрочен капитал, който в известна степен може да компенсира ограничаването на дългосрочното финансиране от банките или финансовите пазари. При недостиг на капитал е възможно собствениците временно да предоставят такъв, макар и при относително висока цена. Влошаването на рентабилността е фактор за формиране на отрицателен нетен оборотен капитал. При тази стратегия дългосрочното финансиране се уравновесява с постоянните активи, като поради спада в краткосрочните задължения, нетният оборотен капитал остава положителен, без да се покриват напълно постоянните текущи активи, които също намаляват. Положително влияние има ангажирането на по-малко капитал и намаляването на разходите за финансиране. В дългосрочен план обаче тази стратегия не може да бъде успешна без стабилни положителни финансови резултати (фигура 6).



Фигура 5. Междинна (рестриктивна) стратегия с положителен нетен оборотен капитал и намаляваща балансова стойност на дълготрайни активи при спад в продажбите

Източник: Собствени изчисления



Фигура 6. Стратегия с положителен нетен оборотен капитал и намаляваща стойност на дълготрайни активи при спад в продажбите и дългосрочното финансиране

Източник: Собствени изчисления

Най-същественят извод е, че традиционно нискорисковото управление на краткотрайните активи и оборотния капитал в среда на стабилност и растеж, се трансформира към прилагане на агресивни краткосрочни стратегии с цел запазване на действащото предприятие и преодоляване на обективните затруднения от външната среда чрез вътрешни промени и формиране на резерви.

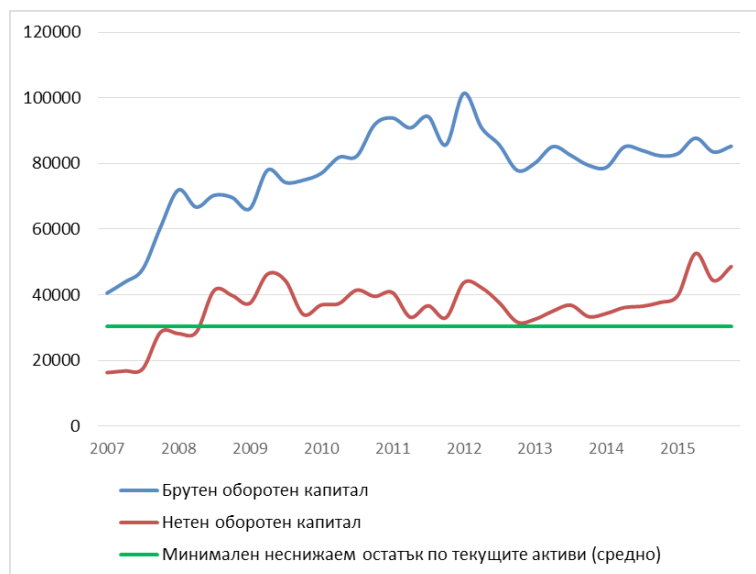
Емпиричен анализ

Данните показват ясно изразена тенденция на нарастване на ангажираните краткотрайни активи в условията на криза, свързана с реакцията на финансовите мениджъри на очакваните проблеми с ликвидността и рисковете по отношение на приходите от продажби. При нетния оборотен капитал увеличението на текущите активи се компенсира от по-активното управление чрез алтернативните краткосрочни задължения и показва известно стабилизиране след първоначалния външен шок. Увеличаването на ликвидността е с относително висока цена, тъй като на този етап лихвените про-

центи в икономиката се увеличават, съответно нараства и алтернативната цена на капитала. Потвърждава се, че ефективното управление на нетния оборотен капитал изисква стойността му да се поддържа около размера на постоянната неснижаема стойност на краткотрайните активи, изчислена на база на минималната наличност на краткотрайни активи за разглеждания период за всяка отделна компания и осреднена за целия масив от данни (фигура 7).

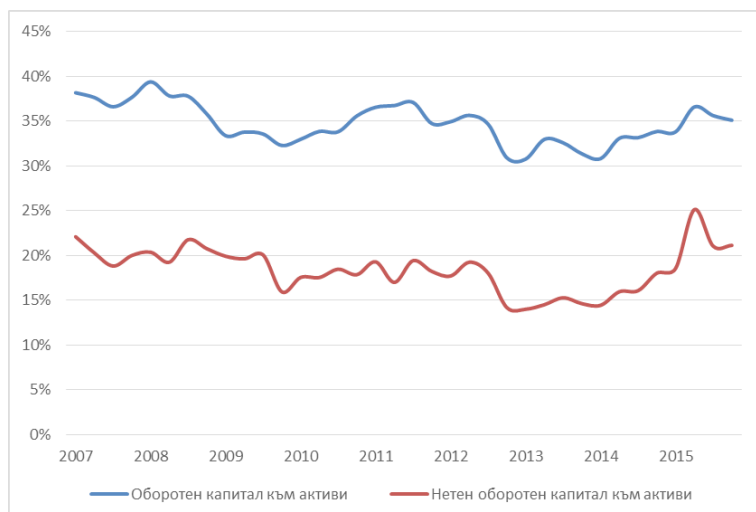
В периода след кризата се наблюдава запазване на дела на брутния и нетния оборотен капитал в общите активи за анализирания български компании. Средните стойности за целия период са съответно 35% и 18% дял за текущите активи и нетните текущи активи. Относителната стабилност на показателите подсказва, че в дългосрочен период ангажираността на оборотния капитал зависи повече от същността на основната дейност на съответното предприятие, докато формираните структурни съотношения обикновено не претърпяват значителни изменения на съответния етап на технологично и организационно развитие (фигура 8).

Икономическо развитие



Фигура 7. Изменение на средната стойност на брутния и нетния оборотен капитал за избрани предприятия от индекса VGBX40 на Българска фондова борса за периода 2007-2015 г. в хил. лева

Източник: Финансови отчети на компаниите, собствени изчисления



Фигура 8. Изменение на средните коефициенти за дела на брутния и нетния оборотен капитал в общите активи за избрани предприятия от индекса VGBX40 на Българска фондова борса за периода 2007-2015 г. в процент

Източник: Финансови отчети на компаниите, собствени изчисления

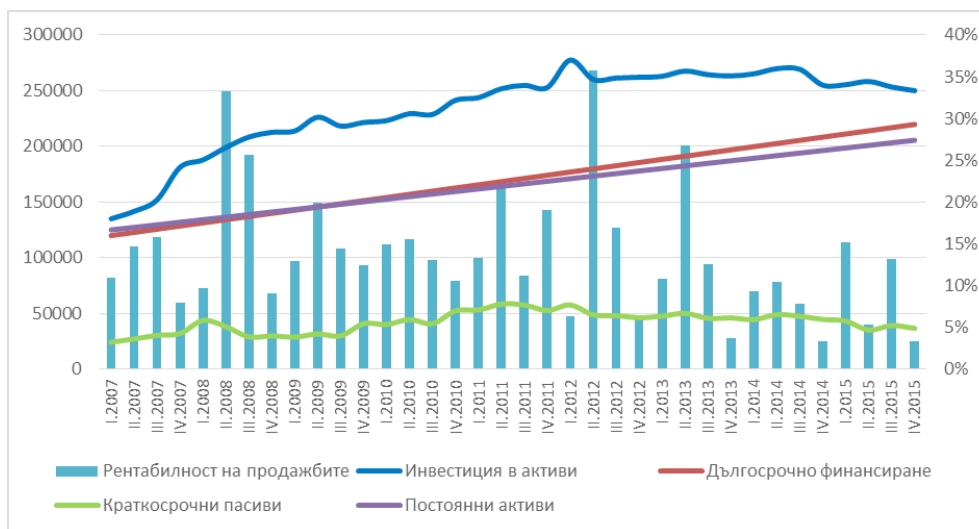
При разглеждане на поведението на балансовите показатели за активите и пасивите средно за всички избрани предприятия от индекса ВGVX40 се установява, че в периода 2007-2015 г., предприятията са избрали балансиран подход за управление на оборотния капитал. Това се потвърждава от съвпадението между постоянните активи и дългосрочното финансиране, което гарантира и поддържа положителен нетен оборотен капитал и ефективното изпълнение на гаранционната му функция по отношение на ликвидността. Водещата роля на дългосрочното финансиране се предопределя от стремежа към рестриктивно управление и намаляване на риска, който обаче се отразява в по-високата цена на капитала и цялостния процес на влошаване на рентабилността. В рамките на дългосрочното финансиране естествено се увеличава дялът на собствения капитал и задълженията към свързани лица. Внимание заслужава и тенденцията за увеличаване на инвестициите, независимо от настъпването на кризата и по-ниския реален ръст на БВП за целия разглеждан период. Като цяло финансовият мениджмънт не постига съществени резултати за собствениците на компаниите поради презастраховането и недостатъчно агресивното управление на оборотния капитал в средносрочен времеви хоризонт. Средната рентабилност на продажбите се колебае около 14%, а годишната възвръщаемост на собствения капитал – едва 2 % за разглеждания период (фигура 9).

При провеждане на клъстер анализ на базата от данни се установява наличието на два ясно изразени клъстера със среден дял на краткотрайните активи (оборотния капитал) в общите активи съответно 14,12% и 45,78% за периода 2007-2015 г.

За компаниите с нисък дял на оборотния капитал се забелязва тенденция на стабилизиране на дългосрочното финансиране по време на криза. Затрудненият достъп до капитал се отразява в по-ниска инвестиционна активност и недостатъчно покритие на постоянните активи, което в отделни периоди води и до отрицателни стойности за нетния оборотен капитал. За разглеждания клъстер се прилага стратегия на агресивно управление на оборотния капитал с положителен нетен оборотен капитал, но значително по-малка стойността на постоянните краткотрайни активи. Рентабилността на продажбите е средно 8% и показва висока променливост и дори отрицателни стойности с тенденция към намаляване във втората част на периода. Агресивната политика по управление на оборотния капитал е свързана по-скоро със затруднения в поддържането на ликвидността, отколкото с подкрепа за увеличаване на продажбите и нови инвестиции (фигура 10).

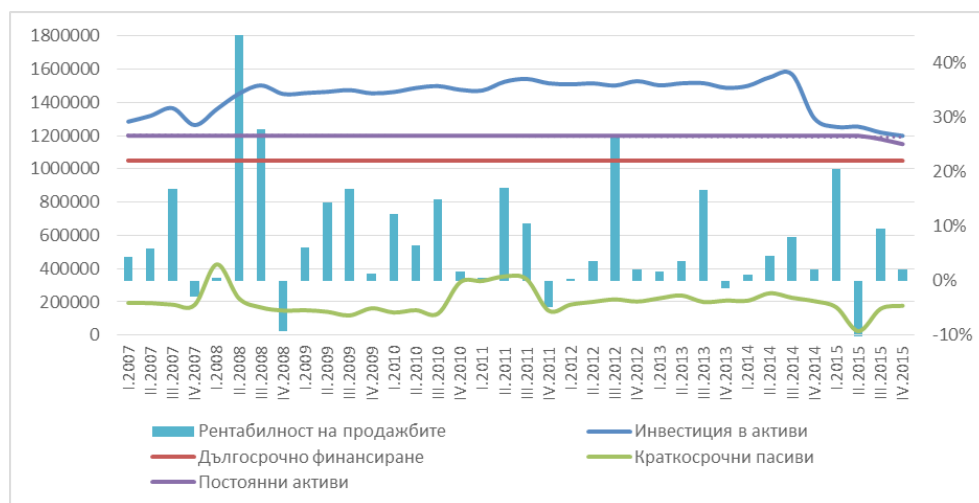
Във втория обособен клъстер предприятията поддържат значително по-висок дял на краткотрайните активи спрямо общите инвестиции на компанията (45,78%). Данните показват, че финансовият мениджмънт избира балансирана стратегия с положителен нетен оборотен капитал, който в голяма степен покрива и дори надхвърля постоянната част от краткотрайните активи в последните години от периода. По-добрият достъп до финансиране (включително собствен капитал) дава възможност за гарантирано покритие на постоянните активи на фирмата от дългосрочни източници. Показателят за рентабилност показва двойно по-висока средна стойност за периода от 16% (фигура 11).

Икономическо развитие



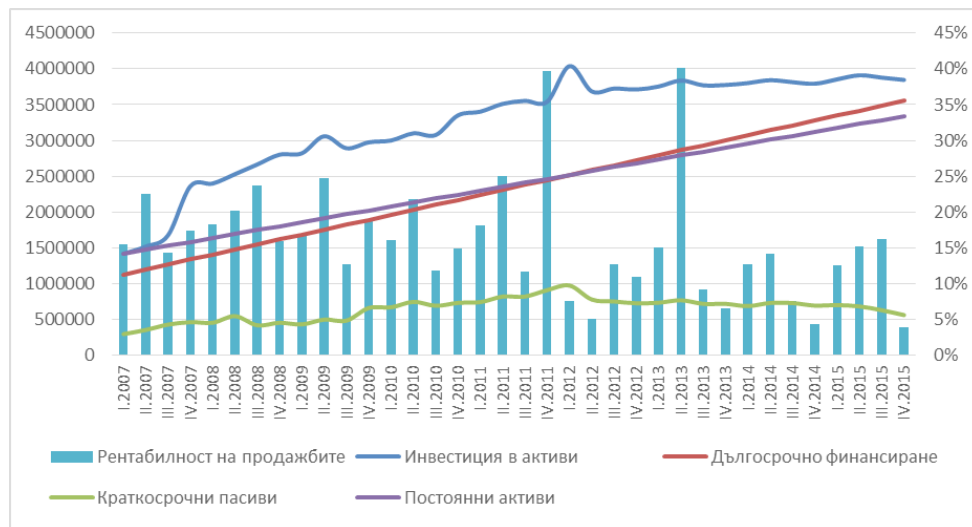
Фигура 9. Поведение на средни балансови показатели за избрани предприятия от индекса VGBX40 на Българска фондова борса за периода 2007-2015 г. в хил. лева

Източник: Финансови отчети на компаниите, собствени изчисления



Фигура 10. Поведение на средни балансови показатели за избрани предприятия с нисък среден дял на оборотния капитал в общите активи от индекса VGBX40 на Българска фондова борса за периода 2007-2015 г. в хил. лева

Източник: Финансови отчети на компаниите, собствени изчисления



Фигура 11. Поведение на средни балансови показатели за избрани предприятия с висок среден дял на оборотния капитал в общите активи от индекса VGBX40 на Българска фондова борса за периода 2007-2015 г. в хил. лева

Източник: Финансови отчети на компаниите, собствени изчисления

Заключение

В условията на криза структурата и инвестирането на оборотния капитал изискват специфични решения, които са насочени към постигане на баланс между ликвидността и рентабилността. Същевременно действията на финансовия мениджмънт са насочени към запазване на бизнеса, създаване на условия за реализиране на нови възможности за растеж и постигане на целите за максимизиране богатството на акционерите при съществуващите ограничения за достъпа до капитал и намаляването на общата икономическа активност след 2007 г. В българската икономическа среда след 2007 г. компаниите от изследваната съвкупност увеличават ангажирания оборотен и нетен оборотен капитал въпреки стагнацията, за да гарантират ликвидността предимно с вътрешни ресурси или чрез нарастващата роля на собствения капитал и динамиката на краткосрочните пасиви. Нетният оборотен капитал се

стабилизира около размера на постоянната част от краткосрочните инвестиции като оптимизационен критерий за разглеждания период. Същевременно относително стабилният дял на оборотния капитал спрямо общите активи подсказва за важността на характерната за бизнеса структура на инвестициите, и в частност краткотрайните активи, спрямо реакциите и компенсационните механизми на финансовото управление при временни шокове.

В условията на криза българските компании се ориентират към балансирана стратегия за управление на оборотния капитал с висок дял на дългосрочното финансиране с нарастващо значение на собствения капитал и положителен нетен оборотен капитал, изпълняващ своята основна гаранционна функция за ликвидността. При клъстър от компании с висок дял на оборотния капитал спрямо активите тези тенденции в голяма степен се потвърждават, въпреки общата тенденция на намаляване на рентабилността на продажбите. Клъстърът

от компании с нисък дял на оборотния капитал се характеризира с прилагане на агресивна стратегия за управление с твърде динамично променяща се стойност на нетния оборотен капитал, изразяваща несигурността относно стабилността на оперативното функциониране при криза. Средната рентабилност на продажбите е около два пъти по-ниска спрямо първия клъстер и показва, че като цяло финансовият мениджмънт се справя с непосредственото управление на ликвидността, но не успява да изпълни средносрочната си задача за създаване на условия за по-висок растеж и подобряване на финансовите резултати на бизнеса и собствениците.

Цитирани източници:

Afza, T., M. Nazir, 2007. Is it better to be aggressive or conservative in managing working capital, *Journal of Quality and Technology Management*, Volume 3, Issue 2, Dec.2007.
Bolek, M., 2013. Working capital management,

profitability and risk – analyse of companies listed on the Warsaw Stock Exchange, *financial Internet Quarterly "e-finance"*, vol.9, No.3, 2013.

Brealy, R. A., S. C. Myers, A. J. Marcus, 2001. "Fundamentals of corporate finance", Third edition.

Fundamentals of Financial Management, 2004. 12/E Financial Times Press.

Oloo, M., M. Mwangi, 2014. Effect of aggressive financing policy on profitability of listed companies at the Nairobi Securities Exchange, *International Journal of Science and Research (IJSR)*, Volume 3, Issue 4, April 2014.

Penigrahi, A., 2014. Understanding the working capital financing strategy (a case of Lupin Limited), *Journal of Management Research and Analysis*, Vol. 1, No.1, October 2014.

Shubiri, F., 2010. Analysis of the relationship between working capital policy and operating risk: an empirical study on Jordanian industrial companies, *Investment Management and Financial Innovations*, Volume 7, Issue 2, 2010.