

Serhiy Zabolotnyy

Katedra Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw

Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

Priorytety polityki zarządzania majątkiem obrotowym w spółkach giełdowych z sektora agrobiznesu w opiniach zarządzających

Wstęp

Zarządzanie majątkiem obrotowym stanowi ważny element sprawnego funkcjonowania przedsiębiorstwa, gdyż, po pierwsze, determinuje przebieg procesów operacyjnych, a po drugie decyduje o utrzymaniu płynności finansowej jednostki gospodarczej [Wędzki 2002, s. 74]. Opracowanie właściwej strategii zarządzania majątkiem obrotowym umożliwia osiągnięcie przez przedsiębiorstwo wielu korzyści, w tym racjonalizacji poziomu inwestycji w poszczególne składniki aktywów, redukcji kosztów operacyjnych oraz eliminowania zjawiska nadpłynności finansowej [Zabolotnyy 2011a, s. 171–172]. W dużym stopniu wybór strategii zarządzania majątkiem obrotowym uzależniony jest od czynnika ludzkiego, ponieważ kompetencje oraz styl kierowania zarządzającego mogą przekładać się na charakter podejmowanych decyzji operacyjnych. W dotychczasowych badaniach nad rolą menedżera w zarządzaniu finansami przedsiębiorstwa uwagę skupiano przede wszystkim na analizie determinant wyboru ogólnej strategii finansowej oraz strategii finansowania działalności przedsiębiorstw, a rozważania nad polityką zarządzania majątkiem obrotowym miały drugorzędny charakter. Badania ankietowe prowadzone przez Graham J. i Harvey D. w przedsiębiorstwach amerykańskich pozwoliły na określenie czynników wpływających na kształtowanie polityki finansowej, a także metod i narzędzi zarządzania finansami w przedsiębiorstwach. Autorzy ci stwierdzili, że strategie w zakresie zarządzania zasobami finansowymi różniły się w zależności od pozycji rynkowej i sytuacji finansowej, a także profilu osób zarządzających przedsiębiorstwami [Graham, Harvey 2001, s. 187–243]. Opracowana przez naukowców amerykańskich ankietę została później wykorzystana do badania spółek europejskich przez Bancel F. i Mittoo U. w latach 2001–2002 [2004, s. 212–224] oraz Brounen D., de Jong A. i Koedijk K. w latach 2002–2003 [2006, s. 71–101]. W Polsce badania

ankietowe prowadzone wśród osób odpowiedzialnych za finanse w spółkach giełdowych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie dotyczyły rozpoznania determinant struktury kapitałowej [Chojnacka 2010, s. 347–355].

Cel i zakres badań

Celem badań było określenie opinii zarządzających w zakresie priorytetów polityki zarządzania majątkiem obrotowym spółek giełdowych z sektora agrobiznesu. Realizacja tego celu wymagała przeprowadzenia kwestionariusza wywiadu, zawierającego pytania o strategię zarządzania poszczególnymi składnikami majątku obrotowego. W zależności od struktury organizacyjnej badanych jednostek kwestionariusze zaadresowano do prezesów zarządów, dyrektorów finansowych oraz głównych księgowych. Analiza obejmowała 16 przedsiębiorstw z branży spożywczej, charakteryzujących się zróżnicowaną pozycją rynkową, potencjałem produkcyjnym oraz zasobami pracy. Badania przeprowadzono w 2011 roku. W opracowaniu jako kryterium podziału spółek giełdowych z sektora agrobiznesu na grupy przyjęto wartość przychodów ze sprzedaży. Według tego kryterium wyodrębniono przedsiębiorstwa małe (wartość przychodów 50–199 mln zł), średnie (przychody 200–599 mln zł) oraz duże (przychody 600–2999 mln zł). Zarządzającym spółkami giełdowymi proponowano warianty odpowiedzi na pytania w skali od najniższej oceny 1 (nieważny) do najwyższej 4 (bardzo ważny). W tabelach zaprezentowano średnie arytmetyczne ocen dla poszczególnych grup oraz badanej zbiorowości ogółem.

Wyniki badań

Menedżerowie spółek giełdowych z sektora agrobiznesu stosowali zróżnicowane strategie zarządzania zapasami, należnościami oraz gotówką w ramach całkowitej strategii zarządzania majątkiem obrotowym. W polityce zarządzania zapasami największe znaczenie w opinii zarządzających badanymi przedsiębiorstwami miało zapewnienie ciągłości dostaw i produkcji (3,6), optymalizacja wykorzystania zdolności produkcyjnych (3,1) oraz obniżenie kosztów finansowania i utrzymania zapasów (3,0) (tab. 1). W przedsiębiorstwach dużych dążenie do zapewnienia ciągłości dostaw i produkcji miało największe znaczenie (4,0), natomiast w przedsiębiorstwach średnich stosunkowo najmniejsze wśród wyodrębnionych grup (3,3). W ujęciu dochód–ryzyko duża troska o ciągłość dostaw i produkcji świadczyła o bardziej konserwatywnej strategii zarządzania

Tabela 1

Zarządzanie zapasami w spółkach giełdowych z sektora agrobiznesu w opiniach zarządzających

Wyszczególnienie	Przychody ze sprzedaży [mln zł]			
	50–199	200–599	600–2999*	Średnio
1. Jakie zagadnienia w zarządzaniu zapasami są ważne dla przedsiębiorstwa?				
a) zapewnienie ciągłości dostaw i produkcji	3,6	3,3	4,0	3,6
b) ograniczenie ryzyka zmiany cen surowców i materiałów	1,8	3,2	3,6	2,9
c) obniżenie kosztów finansowania i utrzymania zapasów	2,8	2,8	3,4	3,0
d) synchronizacja poziomu zapasów ze źródłami finansowania o porównywalnym okresie zapadalności	2,0	2,5	3,2	2,6
e) optymalizacja wykorzystania zdolności produkcyjnych	2,0	3,3	4,0	3,1
f) utrzymanie i wsparcie dostawców	2,6	2,3	2,8	2,6
g) spełnienie oczekiwań nabywców	2,2	3,3	2,8	2,8
h) reakcja na zmiany w relacjach konkurentów z dostawcami i klientami	2,2	2,8	2,4	2,5
i) optymalizacja procesów w łańcuchu dostaw	2,8	2,7	3,0	2,8
2. Jak Państwo oceniają własną strategię zarządzania zapasami? [%]				
a) agresywna	20,0	16,7	20,0	18,8
b) konserwatywna	20,0	33,3	20,0	25,0
c) umiarkowana	60,0	50,0	60,0	56,2

*W opisie przedsiębiorstwa małe (wartość przychodów 50–199 mln zł), średnie (przychody 200–599 mln zł) oraz duże (przychody 600–2999 mln zł).

Źródło: Opracowanie własne.

zapasami, ponieważ była ukierunkowana na ograniczenie ryzyka działalności oraz zapewnienie przetrwania przedsiębiorstwa na rynku. Takie podejście do zarządzania zapasami z jednej strony mogło prowadzić do ukształtowania się wyższego poziomu zapasów surowców i materiałów, co skutkowało by wzrostem kosztów utrzymania tego składnika majątku obrotowego. Z drugiej strony ciągłość dostaw oznaczała zmniejszenie kosztów niedoboru zapasów oraz zwiększenie zdolności menedżerów do pełniejszego zaspokojenia popytu na wyroby

zgłaszane przez klientów przedsiębiorstwa. W warunkach realizacji umiarkowanych i konserwatywnych strategii zarządzania zapasami, ważnym zagadnieniem było zapewnienie sprawności procesów logistycznych i produkcyjnych umożliwiających obniżenie kosztów utrzymania wyższego poziomu zapasów niż wynikałoby to z bieżących potrzeb produkcyjnych.

Optymalizacja wykorzystania zdolności produkcyjnych była wtórnym celem wobec zapewnienia ciągłości dostaw i produkcji. Oznaczało to, że w ramach bardziej konserwatywnych strategii zarządzania zapasami menedżerowie dążyli do ukształtowania optymalnej relacji między korzyściami oraz kosztami wynikającymi z utrzymania wyższego poziomu zapasów. Optymalizacja wykorzystania zdolności produkcyjnych miała zdecydowanie największe znaczenie w przedsiębiorstwach dużych (4,0), a najmniejsze w małych spółkach giełdowych (2,0). W zarządzaniu zapasami optymalne wykorzystanie zdolności produkcyjnych wynikało z koncepcji zharmonizowanego zarządzania płynnością finansową i polegało na dostosowaniu istniejącego poziomu zapasów do potencjału produkcyjnego przedsiębiorstwa. Świadczyło to o dążeniu zarządzających do eliminowania nadwyżek zapasów w okresach zmniejszonego popytu na wyroby oraz obniżenia ryzyka niedoboru zapasów wyrobów gotowych w okresach maksymalnej sprzedaży. Taka polityka zarządzania zapasami skutkowała obniżeniem jednostkowych kosztów wytworzenia wyrobów, optymalizacją przewozów oraz powierzchni magazynowych. Świadomość tych korzyści w dużych spółkach mogła przyczynić się do bardziej racjonalnego zarządzania zapasami w stosunku do przedsiębiorstw mniejszych, w bardziej ograniczony sposób stosujących zasady zsynchronizowanego zarządzania płynnością finansową.

Zagadnienie obniżenia kosztów finansowania i utrzymania zapasów miało największe znaczenie w przedsiębiorstwach dużych (3,4), natomiast w przedsiębiorstwach średnich i małych było oceniane podobnie (2,8). Znaczące obniżenie kosztów zapasów można było osiągnąć poprzez udoskonalenie procesów operacyjnych, zaangażowanie tańszych krótkoterminowych źródeł finansowania lub zmniejszenie poziomu zapasów w przedsiębiorstwie. Należy zaznaczyć, że realizacja tych działań mogła prowadzić do wzrostu ryzyka utraty płynności finansowej przedsiębiorstwa na skutek zmniejszenia się kapitału obrotowego, a także pogorszenia zdolności przedsiębiorstwa do realizacji zamówień klientów.

Najmniej ważnymi celami w zarządzaniu zapasami w opinii zarządzających były: reakcja na zmiany w relacjach konkurentów z dostawcami i klientami (2,5), utrzymanie i wsparcie dostawców (2,6) oraz synchronizacja poziomu zapasów ze źródłami finansowania o porównywalnym okresie zapadalności (2,6). Małe znaczenie zagadnień związanych ze współpracą z dostawcami oraz reakcją na zmiany w otoczeniu mogło wynikać z przewagi konkurencyjnej badanych przedsiębiorstw, umożliwiającej swobodne kształtowanie pożądanej polityki marketin-

gowej. Cel w postaci synchronizacji poziomu zapasów ze źródłami o porównywalnym okresie zapadalności miał większe znaczenie w spółkach dużych (3,2) niż w przedsiębiorstwach małych (2,0). Synchronizacja majątku obrotowego z krótkoterminowymi źródłami finansowania z jednej strony umożliwiała obniżenie kosztów finansowania działalności, a z drugiej strony zwiększała ryzyko płynności finansowej, gdyż mniej było kapitału obrotowego netto. Stosunkowo mniejsze znaczenie zasady synchronizacji zapasów ze źródłami finansowania mogło wynikać ze stosowania umiarkowanych i konserwatywnych strategii zarządzania tym składnikiem majątku w większości badanych spółek giełdowych, co determinowało finansowanie znaczącej części zapasów z kapitałów stałych. Mniejsze nastawienie na realizację zasady synchronizacji w małych przedsiębiorstwach mogło wynikać z dwóch przyczyn: po pierwsze z dążenia do ograniczania ryzyka płynności finansowej, a po drugie z trudności w dostępie do krótkoterminowych źródeł finansowania na dogodnych warunkach. Menedżerowie dużych przedsiębiorstw, cechujących się stosunkowo większą zdolnością kredytową, mogli w szerszym zakresie stosować zasadę harmonizacji w zarządzaniu zapasami, nie narażając się na zbyt wysokie ryzyko utraty płynności finansowej.

W badanej zbiorowości większość zarządzających oceniała strategię zarządzania zapasami w przedsiębiorstwach jako umiarkowaną (56,3%), natomiast skrajne strategie konserwatywne oraz agresywne były stosowane odpowiednio przez 25,0 oraz 18,8% respondentów (tab. 1). We wszystkich wyodrębnionych grupach spółek w opinii zarządzających przeważały strategie umiarkowane, natomiast stosunkowo najwięcej strategii konserwatywnych odnotowano w przedsiębiorstwach średnich (33,3% wskazań). Przewaga strategii umiarkowanych w zarządzaniu zapasami wskazywała na dążenie zarządzających do zapewnienia właściwego poziomu zapasów w przedsiębiorstwie, przejawiającego się z jednej strony w zdolności do sprawnej realizacji procesów produkcyjnych, a z drugiej – do obniżenia kosztów związanych z tym obszarem.

W zarządzaniu należnościami menedżerowie badanych przedsiębiorstw deklarowali stosowanie strategii umiarkowanych, gdyż największe znaczenie w tym zakresie z jednej strony miały ograniczenie ryzyka wzrostu kosztów i strat z tytułu należności przeterminowanych i nieściągalnych (3,3), ograniczenie ryzyka utraty płynności finansowej przez minimalizację poziomu należności (3,1) oraz skracanie terminów płatności w celu zwiększenia stanu gotówki (2,6), a z drugiej strony stymulowanie popytu na własne wyroby (2,6) (tab. 2). Ten ostatni cel był jednak wtórny wobec postulatu ograniczania ryzyka, co wskazywało na przewagę tendencji konserwatywnych w umiarkowanej polityce zarządzania należnościami. Ponadto, odpowiedzi zarządzających polskimi spółkami giełdowymi były zgodne z opiniami menedżerów z Europy Zachodniej i świadczyły o wzroście znaczenia efektywnej polityki zarządzania należnościami.

mi w funkcjonowaniu przedsiębiorstwa [Research Services & Royal Bank of Scotland 2010, s. 23]. Duże znaczenie kwestii związanych z ograniczeniem kosztów finansowania oraz ryzyka utraty należności przemawiało za bardziej restrykcyjną polityką zarządzania należnościami. Nasilenie się konserwatywnych tendencji w zarządzaniu należnościami w dużym stopniu było skutkiem kryzysu gospodarczego, który przyczynił się do znaczącego pogorszenia zdolności płatniczej we wszystkich ogniwach agrobiznesu. W tym kontekście jednym z priorytetowych celów zarządzania kapitałem obrotowym w przedsiębiorstwie stało się ograniczenie poziomu należności do niezbędnego minimum oraz zwiększenie zasobów gotówkowych. Wynikiem realizacji konserwatywnych strategii zarządzania należnościami było przyspieszenie cyklu operacyjnego w przedsiębiorstwach, co z jednej strony skutkowało zmniejszeniem nakładów na utrzymanie kapitału obrotowego, a z drugiej mogło prowadzić do utraty części klientów niemających możliwości dokonywania zakupów na bardziej rygorystycznych warunkach.

Oznaką agresywnego podejścia do zarządzania należnościami było wykorzystanie kredytu kupieckiego jako mechanizmu stymulującego sprzedaż [Zabolotnyy 2011b, s. 483]. Przejawiało się to w kredytowaniu kluczowych klientów badanych przedsiębiorstw na bardziej korzystnych warunkach. Takie postępowanie było niezbędne do realizacji koncepcji zsynchronizowanego zarządzania płynnością finansową, ponieważ zachęcanie odbiorców do wcześniejszych w stosunku do szczytu sezonu zakupów umożliwiało zmniejszenie kosztów utrzymania zapasów, a także bardziej racjonalne wykorzystanie zdolności produkcyjnych. Jednocześnie wzrost skali kredytowania własnych odbiorców zwiększał prawdopodobieństwo utraty części przychodów ze sprzedaży, a także wymagał dodatkowych inwestycji w kapitał obrotowy, co w warunkach niskiej dynamiki sprzedaży oraz wahań sezonowych mogło prowadzić do utraty płynności finansowej.

W grupie przedsiębiorstw średnich i dużych znaczącą uwagę poświęcano synchronizacji poziomu należności ze źródłami finansowania o porównywalnym okresie zapadalności (odpowiednio 2,7 i 3,0), a w spółkach dużych reakcji na zmiany w polityce kredytu kupieckiego konkurentów (2,6). Było to przejawem bardziej agresywnej polityki zarządzania należnościami. Synchronizacja poziomu należności ze źródłami o porównywalnym okresie zapadalności miała na celu obniżenie kosztów finansowania tego składnika majątku obrotowego oraz przyspieszenie cyklu konwersji gotówki w badanych przedsiębiorstwach. Jednocześnie finansowanie należności z krótkoterminowych kapitałów obcych mogło prowadzić do wzrostu ryzyka utraty płynności finansowej. Z kolei szybka i właściwa reakcja na zmiany w polityce kredytu kupieckiego konkurentów była źródłem utrzymania przewagi konkurencyjnej na rynku oraz możliwością do pozyskania nowych klientów. Należy jednak pamiętać, że w sytuacji znaczącego wydłużenia terminu udzielania kredytu kupieckiego przez największych konku-

Tabela 2

Polityka zarządzania należnościami w spółkach giełdowych z sektora agrobiznesu w opiniach zarządzających

Wyszczególnienie	Przychody ze sprzedaży [mln zł]			
	50–199	200–599	600–2999	Średnio
1. Jakie zagadnienia w zarządzaniu należnościami są ważne dla Państwa przedsiębiorstwa?				
a) ograniczenie ryzyka wzrostu kosztów i strat z tytułu należności przeterminowanych i nieściągalnych	3,2	3,2	3,6	3,3
b) ograniczenie ryzyka utraty płynności finansowej przez minimalizację poziomu należności	3,2	2,7	3,4	3,1
c) stymulowanie popytu na własne wyroby	2,6	2,8	2,4	2,6
d) wzrost udziału w rynku	0,8	2,2	2,4	1,8
e) synchronizacja poziomu należności ze źródłami finansowania o porównywalnym okresie zapadalności	1,8	2,7	3,0	2,5
f) reakcja na zmiany w polityce kredytu kupieckiego konkurentów	2,4	2,3	2,6	2,4
g) skracanie terminów płatności w celu zwiększenia stanu gotówki	2,4	2,7	2,6	2,6
2. Jak Państwo oceniają własną politykę zarządzania należnościami? [%]				
a) agresywna	0	33,3	0	12,5
b) konserwatywna	0	0,0	0	0
c) umiarkowana	100,0	66,7	100,0	87,5

Źródło: Opracowanie własne.

rentów strategia naśladownictwa, bez uwzględniania wewnętrznych uwarunkowań działalności przedsiębiorstwa, mogłaby prowadzić do istotnego pogorszenia sytuacji finansowej.

Najmniejsze znaczenie w badanej zbiorowości miało zagadnienie zwiększenia udziału w rynku (1,8). Ponadto, w grupie przedsiębiorstw małych relatywnie mniejszy priorytet miała synchronizacja poziomu należności ze źródłami finansowania o porównywalnym okresie zapadalności (1,8) (tab. 2). Niski priorytet celu w postaci wzrostu udziału w rynku wynikał z ustabilizowanej pozycji rynkowej badanych przedsiębiorstw oraz awersji do ryzyka utraty części przychodów w postaci należności nieściągalnych. Małe znaczenie koncepcji synchronizacji

w przedsiębiorstwach najmniejszych świadczyło natomiast o trudności dostępu do krótkoterminowych źródeł finansowania na warunkach umożliwiających obniżenie kosztów finansowania działalności operacyjnej.

Hierarchia zadań w polityce należności w dużym stopniu determinowała wybór strategii zarządzania tym składnikiem majątku obrotowego. W opinii zarządzających w zdecydowanej większości badanych przedsiębiorstwach stosowano strategię umiarkowaną (87,5%), natomiast strategia agresywna występowała w 12,5% przypadkach. Ponadto, agresywne zarządzanie należnościami deklarowali wyłącznie menedżerowie z grupy przedsiębiorstw średnich (33,3%). Taka sytuacja świadczyła o realizacji polityki przeciętnych korzyści w zarządzaniu należnościami, co z jednej strony przejawiało się w obniżeniu ryzyka strat z tytułu prowadzonej działalności operacyjnej oraz ryzyka płynności finansowej, a z drugiej przyczyniało się do ograniczenia wartości przedsiębiorstwa dla właścicieli, gdyż rygorystyczne warunki udzielania kredytów stanowiły bariery dla części klientów. Ponadto można przypuścić, że zarządzający dużymi przedsiębiorstwami byli skłonni do podejmowania większego, w stosunku do pozostałych grup, ryzyka utraty płynności finansowej w ramach strategii konserwatywnych, co było w znacznym stopniu uwarunkowane silną pozycją rynkową oraz łatwością dostępu do tanich źródeł finansowania. Wskazywało to na sytuację, w której strategię uważane za konserwatywne w dużych spółkach giełdowych mogłyby być ocenione jako agresywne w przedsiębiorstwach małych.

Odpowiedzi menedżerów badanych spółek giełdowych z sektora agrobiznesu wskazywały na wieloaspektowość polityki zarządzania gotówką (tab. 3). Priorytetowe znaczenie celu w postaci reinwestowania w działalność operacyjną (3,7) świadczyło o realizacji strategii agresywnych, natomiast duże znaczenie zagadnienia spłaty zadłużenia (2,7) wskazywało na konserwatywne tendencje w zarządzaniu zasobami gotówkowymi. Reinwestowanie w działalność operacyjną prowadziło do usprawnienia procesów, zmniejszenia kosztów finansowania majątku oraz przyspieszenia cyklu rotacji składników aktywów obrotowych, w wyniku czego wzrastała wartość badanych przedsiębiorstw dla właścicieli. Jednocześnie ograniczenie zasobów gotówkowych z powodu nadmiernego zamrożenia tego składnika majątku w zapasach i należnościach przedsiębiorstw mogło prowadzić do powstawania kosztów niedoboru gotówki niezbędnej do regulowania zobowiązań oraz dokonywania zakupów we właściwych terminach.

Drugorzędne znaczenie kwestii spłaty zadłużenia wskazywało na elastyczną strukturę finansowania badanych przedsiębiorstw oraz możliwość wydłużenia terminów spłaty długów, a także renegotjacji warunków udzielenia kredytów i pożyczek. Oznaczało to również, że decyzje majątkowe w zakresie działalności operacyjnej miały większy priorytet niż polityka kształtowania źródeł finansowania. Należy zaznaczyć, że brak synchronizacji harmonogramu spłat

Tabela 3

Zarządzanie gotówką spółek giełdowych z sektora agrobiznesu w opiniach zarządzających

Wyszczególnienie	Przychody ze sprzedaży [mln zł]			
	50–199	200–599	600–2999	Średnio
1. Jakie zagadnienia w zarządzaniu zasobami gotówkowymi są ważne dla przedsiębiorstwa?				
a) reinwestowanie w działalność operacyjną	3,2	3,8	4,0	3,7
b) spłata zadłużenia	2,4	3,0	2,6	2,7
c) zwiększenie bilansowych zasobów gotówkowych	1,4	2,0	2,8	2,1
d) wypłata gotówki właścicielom	0,6	1,5	2,4	1,5
e) inwestowanie na rynkach finansowych	0,4	1,0	2,4	1,3
2. Jak Państwo oceniają własną politykę zarządzania gotówką? [%]				
a) agresywna	40,0	33,3	20,0	31,3
b) konserwatywna	0,0	0,0	0,0	0,0
c) umiarkowana	60,0	66,7	80,0	68,8

Źródło: Opracowanie własne.

zadłużenia z przepływami pieniężnymi, a także stanu zobowiązań z zasobami gotówki mógł prowadzić do znaczącego wzrostu kosztów finansowych oraz utraty reputacji przedsiębiorstwa wśród podmiotów kredytujących.

Duża troska zarządzających o zwiększenie bilansowych zasobów gotówkowych w spółkach największych (2,8) przemawiała za realizacją zrównoważonej strategii zarządzania tym składnikiem majątku i świadczyła o dążeniu do ograniczenia ryzyka płynności finansowej. Niższy priorytet tego celu w pozostałych grupach spółek giełdowych mógł wynikać zarówno ze świadomych działań zarządu, jak i z braku możliwości akumulacji zasobów gotówkowych ze względu na niskie przepływy pieniężne oraz konieczność ponoszenia wysokich kosztów finansowych.

Najmniejsze znaczenie w badanych przedsiębiorstwach miało inwestowanie na rynkach finansowych (1,3) oraz kwestia wypłaty gotówki właścicielom (1,5). Takie zachowanie wynikało z niechęci zarządzających do wyprowadzenia zasobów gotówkowych z cyklu operacyjnego przedsiębiorstwa oraz świadczyło o dążeniu do zmniejszenia ryzyka płynności finansowej. Jedną z głównych przyczyn tej sytuacji mogło być pogorszenie zdolności płatniczej oraz obniżenie kursów akcji i wartości innych instrumentów finansowych przedsiębiorstw na skutek

niekorzystnego oddziaływania kryzysu gospodarczego. Ograniczenie wypłat gotówki prowadziło do konfliktu interesów zarządzających, dążących do zapewnienia ciągłości funkcjonowania przedsiębiorstw, oraz właścicieli, zmierzających do maksymalizacji własnych korzyści w krótkim okresie. Należy jednak zaznaczyć, że inwestowanie znaczących zasobów gotówkowych w działalność operacyjną mogło skutkować zwiększeniem korzyści finansowych w długim okresie, co wynikało z prawa akumulacji kapitału i było w interesie właścicieli badanych przedsiębiorstw.

W badanej zbiorowości większość respondentów oceniała własną politykę zarządzania gotówką jako umiarkowaną (68,8%), natomiast część zarządzających deklarowała stosowanie agresywnej polityki zarządzania tym składnikiem majątku (31,3%). Najwyższy udział strategii agresywnych odnotowano w przedsiębiorstwach małych (40%), natomiast najniższy w spółkach o największych przychodach (20%). Umiarkowane strategie zarządzania gotówką badanych spółek giełdowych miały specyficzny charakter, ponieważ polegały na zatrzymaniu zasobów gotówkowych w przedsiębiorstwach w celu ich wykorzystania w działalności operacyjnej. Z jednej strony prowadziło to do ograniczenia płynności majątku obrotowego, a z drugiej zmniejszało zapotrzebowanie przedsiębiorstw na kapitał obrotowy. W ramach strategii agresywnych menedżerowie dążyli do jak najefektywniejszego wykorzystania posiadanych zasobów gotówkowych przez inwestowanie zarówno w przedsiębiorstwie, jak i na rynkach finansowych, a także przeniesienia znaczącej części korzyści pieniężnych na właścicieli spółek giełdowych.

Wyniki badań opinii zarządzających na temat strategii zarządzania poszczególnymi składnikami majątku obrotowego wskazują na ich umiarkowany charakter (tab. 4). Potwierdzeniem tego wniosku była ocena całkowitej strategii zarządzania majątkiem obrotowym przez zarządzających, według której 81,3% respondentów stosowało umiarkowaną strategię zarządzania majątkiem obrotowym, 12,5% strategię agresywną, a jedynie 6,3% strategię konserwatywną.

Tabela 4

Strategia zarządzania majątkiem obrotowym w opinii zarządzających spółek giełdowych z sektora agrobiznesu [%]

Strategia	Przychody ze sprzedaży [mln zł]			
	50–199	200–599	600–2999	Średnio
a) agresywna	0	33,0	0	12,3
b) mkonserwatywna	20,0	0	0	6,3
c) umiarkowana	80,0	67,0	100,0	81,3

Źródło: Opracowanie własne.

Agresywne strategie zarządzania majątkiem obrotowym były wykorzystywane jedynie w przedsiębiorstwach o średnich rozmiarach (33%), natomiast strategie konserwatywne w spółkach o najniższych przychodach z prowadzonej działalności (20%). Taka sytuacja świadczyła o dążeniu menedżerów do zapewnienia właściwego poziomu płynności finansowej w przedsiębiorstwie, umożliwiające z jednej strony terminową regulację zobowiązań oraz dokonywanie zakupów we właściwych terminach, a z drugiej eliminację nadmiernych kosztów utrzymania kapitału obrotowego oraz osiągnięcie dodatkowych korzyści dla właścicieli w procesie krótkoterminowego zarządzania finansowego.

Wnioski

Na podstawie przeprowadzonych w artykule badań sformułowano następujące wnioski:

1. Większość zarządzających spółkami giełdowymi z sektora agrobiznesu deklarowała wykorzystanie umiarkowanych strategii zarządzania majątkiem obrotowym. Na ogół stosowane w przedsiębiorstwach strategie aktywów obrotowych miały na celu zapewnienie wysokiej zdolności do regulowania zobowiązań krótkoterminowych oraz dokonywania zakupów przy pożądanym, z punktu widzenia zarządzających, tempie wzrostu wartości dla właścicieli.
2. W polityce zarządzania zapasami przeważały strategie umiarkowane, łączące w sobie dążenie do zapewnienia ciągłości dostaw i produkcji oraz optymalizację wykorzystania zdolności produkcyjnych. Świadczyło to o stosowaniu koncepcji zsynchronizowanego zarządzania zapasami, polegającej na dostosowywaniu istniejącego poziomu tego składnika majątku do zdolności produkcyjnych przedsiębiorstwa. Zagadnienie obniżenia kosztów finansowania i utrzymania zapasów miało największe znaczenie w przedsiębiorstwach dużych, co przemawiało za polityką doskonalenia procesów operacyjnych oraz wyborem najkorzystniejszych źródeł finansowania aktywów obrotowych. Potwierdzeniem tego było również wskazanie celu w postaci synchronizacji poziomu zapasów ze źródłami finansowania o porównywalnym okresie zapadalności w tej grupie przedsiębiorstw. Małe znaczenie priorytetów związanych ze współpracą z dostawcami oraz reakcjami na zmiany w otoczeniu mogło wynikać z ukształtowanej pozycji rynkowej badanych przedsiębiorstw, pozwalającej na swobodne kształtowanie polityki marketingowej.
3. W zarządzaniu należnościami menedżerowie badanych przedsiębiorstw deklarowali stosowanie strategii umiarkowanych. Z jednej strony przejawiało

się to w dążeniu do ograniczenia ryzyka wzrostu kosztów i strat z tytułu należności przeterminowanych i nieściągalnych, zmniejszeniu ryzyka utraty płynności finansowej przez minimalizację poziomu należności oraz skracaniu terminów płatności w celu zwiększenia stanu gotówki. Z drugiej strony podejście umiarkowane wiązało się z wykorzystaniem mechanizmu kredytu kupieckiego do stymulowania popytu na własne wyroby. Należy pamiętać, że zwiększenie skali kredytowania mogło prowadzić do powstawania należności przeterminowanych oraz wzrostu zapotrzebowania na inwestycje w kapitał obrotowy. Koncepcja zsynchronizowanego zarządzania należnościami była ważnym priorytetem w opinii menedżerów dużych i średnich przedsiębiorstw.

4. Odpowiedzi menedżerów badanych spółek giełdowych z sektora agrobiznesu wskazywały na wieloaspektowość polityki zarządzania gotówką. Za konserwatywnymi strategiami przemawiały takie argumenty, jak duże znaczenie spłaty zadłużenia, niechęć do inwestowania na rynkach finansowych oraz rezygnacja z wypłat pieniężnych na rzecz właścicieli. Agresywny charakter wybieranej polityki przejawiał się w dążeniu do reinwestowania gotówki w działalność operacyjną, co prowadziło do zamrożenia najbardziej płynnego składnika majątku w zapasach i należnościach.

Literatura

- BANCEL F., MITTOO U.R.: Cross-country determinants of capital structure choice: a survey of European firms, *Financial Management*, nr 4, 2004.
- BROUNEN D., DE JONG A., KOEDIJK K.: Corporate Finance in Europe. Confronting Theory with Practice. *Financial Management*, 4, 2006.
- CHOJNACKA E.: Czynniki wpływające na poziom zadłużenia – wyniki badania opinii osób odpowiedzialnych za finanse w publicznych spółkach akcyjnych. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia* nr 26, 2010.
- GRAHAM J.R., HARVEY C.R.: The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, nr 60, 2001.
- Research Services In Collaboration With The Royal Bank of Scotland: Working Capital Management in a Post-Recession Environment: The View from Europe. A report prepared by CFO, 2010.
- WĘDZKI D.: Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa. Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2002.

ZABOLOTNYY S.: Pomiar wpływu strategii płynności finansowej na efektywność spółek giełdowych z sektora agrobiznesu, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Nr 639, Szczecin 2011a.

ZABOLOTNYY S.: Strategia płynności finansowej w zależności od typu działalności przedsiębiorstw, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Nr 158, Wrocław 2011b.

The Priorities in Currents Assets Management Policy in the Warsaw Stock Exchange Agribusiness' Companies in Opinion of Managers

Abstract

In the article the opinions of managers of agribusiness joint stock companies on current assets' management are presented. With the help of questionnaire the strategies of inventory, receivables and cash were defined. It was stated, that in the companies of agribusiness variable strategies of current assets were applied, with the advantage of moderate strategies. On one hand striving for ensuring of delivery stability, reducing losses of overdue payments and meeting the debts in time proved the conservative approach to the current assets management. On another hand orientation on reducing the costs of inventory, using of trade credits to stimulate sales and reinvestment of cash demonstrated the aggressive character of applied strategies.