

SERHIY ZABOLOTNYI

POMIAR WPŁYWU STRATEGII PŁYNNOŚCI FINANSOWEJ NA EFEKTYWNOŚĆ SPÓŁEK GIEŁDOWYCH Z SEKTORA AGROBIZNESU¹**Wprowadzenie**

Istnienie zależności pomiędzy poziomem dochodowości projektu inwestycyjnego a ryzykiem ponoszonym z tytułu jego realizacji jest jedną z fundamentalnych zasad w zarządzaniu finansami przedsiębiorstwa². W zależności od priorytetów w kształtowaniu relacji dochód-ryzyko, stosuje się zróżnicowane strategie płynności finansowej, dotyczące polityki zarządzania majątkiem obrotowym oraz źródłami jego finansowania. W ramach agresywnych strategii płynności finansowej zakłada się minimalizację wartości kapitału obrotowego netto, natomiast strategię konserwatywną dążą do utrzymania tego kapitału na najwyższym poziomie³. Kluczową kwestią w bieżącym zarządzaniu finansami przedsiębiorstwa jest wybór odpowiedniej strategii płynności finansowej, zapewniającej osiągnięcie maksymalnej wartości przedsiębiorstwa dla właścicieli, przy zachowaniu zdolności do regulowania własnych zobowiązań. Większość badań w tym zakresie ograniczała się do poszukiwania zależności oraz prób interpretacji kształtowania się grup wskaźników finansowych, odzwierciedlających z jednej strony efektywność prowadzonej działalności, a z drugiej – poziom płynności finansowej⁴. W dotychczasowych badaniach stwierdzono, że mierniki wartości przedsiębiorstw wykazują stosunkowo niską korelację ze wskaźnikami strategii płynności finansowej⁵. Należy zaznaczyć, że wadą tradycyjnej analizy korelacji jest uwzględnienie zależności liniowych jedynie pomiędzy parami wybranych miar finansowych, przy całkowitym pominięciu innych czynników mających wpływ na badane zjawisko. Biorąc pod uwagę złożoność kategorii efektywności oraz płynności finansowej,

¹ Praca naukowa finansowana ze środków na naukę w latach 2009–2011, jako projekt badawczy NN 113040437.

² S. Titman, A. Keown, J. Martin: *Financial Management: Principles and Applications*, Prentice Hall, USA, 2010, s. 452.

³ D. Wędzki: *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2003, s. 121.

⁴ T. Maślanka: *Przepływy pieniężne w zarządzaniu finansami przedsiębiorstw*, C.H. Beck, Warszawa 2008, s. 162–178.

⁵ M. Kowalik: *Strategia zarządzania kapitałem obrotowym brutto a wartość dla akcjonariuszy na przykładzie przemysłu chemicznego*, Wydawnictwo AE we Wrocławiu, Wrocław 2008, s. 333–341.

racjonalna byłaby konstrukcja modelu ekonometrycznego z wykorzystaniem szerszego zestawu zmiennych objaśniających.

Cel i metodyka badań

Celem badań było określenie wpływu strategii płynności finansowej na kształtowanie efektywności przedsiębiorstw. W artykule dokonano konstrukcji oraz oceny przydatności praktycznej modeli ekonometrycznych skonstruowanych według odrębnych podejść metodycznych i bazujących na zróżnicowanych kategoriach finansowych. Do badań przyjęto spółki akcyjne z sektora agrobiznesu, notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Dane źródłowe pochodziły z rocznych sprawozdań finansowych badanych przedsiębiorstw, a okres badań obejmował lata 2004–2008. Liczba badanych spółek giełdowych wynosiła 20.

Do budowy modeli ekonometrycznych zastosowano metodę regresji krokowej postępującej, przy założeniu liniowości związków pomiędzy zmienną zależną i zmiennymi niezależnymi. Regresja krokowa postępująca polega na kolejnym dołączaniu do listy zmiennych objaśniających, uwzględnionych w modelu tych zmiennych, które mają najistotniejszy wpływ na zmienną zależną, aż do uzyskania „najlepszego” modelu⁶. Ze względu na ograniczoną liczebność próby, modele regresji liniowej budowano na podstawie połączonego zbioru danych ze wszystkich lat, w których zakładano brak efektów indywidualnych oraz wpływu czasu⁷. Ponadto w celu uniknięcia zjawiska nadmiernego uwarunkowania modelu regresji przez pojedyncze obserwacje, nietypowe przypadki eliminowano na podstawie miary odległości Cooka.⁸

W modelach ekonometrycznych jako zmienne objaśniane, charakteryzujące obszar efektywności spółek giełdowych, wybrano kategorie ekonomicznej wartości dodanej (EVA) oraz zysku z działalności operacyjnej. Jako zmienne objaśniające przyjęto pozycje bilansowe oraz wskaźniki z obszaru płynności finansowej przedsiębiorstw. Zestaw zmiennych objaśniających dobrano na podstawie literatury przedmiotu oraz wiedzy ekspertów z danej dziedziny (tab. 1). W dalszej części badań dokonano konstrukcji czterech modeli ekonometrycznych. W modelu 1 kategorię ekonomicznej wartości dodanej objaśniano za pomocą zestawu zmiennych z roku bieżącego, natomiast w modelu 2 – na podstawie zmiennych z roku poprzedzającego okres, dla którego ustalono wartość EVA.

⁶ A. Stanisz: *Przystępny kurs statystyki*, Statsoft Polska, Kraków 2007, s. 144.

⁷ J. Kisieleńska: *Modele klasyfikacyjne prognozowania sytuacji finansowej gospodarstw rolniczych*, SGGW, Warszawa 2008, s. 70.

⁸ A. Stanisz: *op.cit.*, s. 121

Tabela 1

Zmienne objaśniające do modelu efektywności przedsiębiorstwa
w zależności od stosowanej strategii płynności finansowej

Symbol	Nazwa
1	2
Wartości absolutne	
X ₁	Aktywa trwałe
X ₂	Aktywa obrotowe
X ₃	Zapasy
X ₄	Należności krótkoterminowe
X ₅	Inwestycje krótkoterminowe
X ₆	Kapitał własny
X ₇	Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania
X ₈	Zobowiązania długoterminowe
X ₉	Zobowiązania krótkoterminowe
X ₁₀	Krótkoterminowe zobowiązania finansowe
X ₁₁	Krótkoterminowe zobowiązania operacyjne
X ₁₂	Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej
X ₁₃	Amortyzacja
X ₁₄	Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej
X ₁₅	Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej
X ₁₆	Przepływy pieniężne netto
X ₁₇	Kapitał obrotowy netto
Wskaźniki finansowe	
X ₁₈	Poziomu aktywów trwałych ^a
X ₁₉	Płynności majątku obrotowego ^b
X ₂₀	Udziału zapasów w majątku obrotowym
X ₂₁	Udziału należności krótkoterminowych w majątku obrotowym
X ₂₂	Poziomu krótkoterminowych zobowiązań operacyjnych ^c
X ₂₃	Płynności zobowiązań krótkoterminowych ^d
X ₂₄	Udziału kapitału własnego w aktywach
X ₂₅	Udziału zobowiązań długoterminowych w aktywach
X ₂₆	Udziału krótkoterminowych aktywów operacyjnych w majątku ogółem
X ₂₇	Udziału krótkoterminowych zobowiązań operacyjnych w majątku ogółem
X ₂₈	Płynności bieżącej
X ₂₉	Udziału kapitału obrotowego netto w aktywach ogółem
X ₃₀	Płynności szybkiej

1	2
X ₃₁	Płynności natychmiastowej
X ₃₂	Cykl zapasów
X ₃₃	Cykl należności
X ₃₄	Cykl krótkoterminowych zobowiązań operacyjnych
X ₃₅	Cykl konwersji gotówki
X ₃₆	Zadłużenia

^a Aktywa trwałe/aktywa obrotowe.

^b Aktywa obrotowe/aktywa ogółem.

^c Operacyjne zobowiązania krótkoterminowe/zobowiązania krótkoterminowe.

^d Zobowiązania krótkoterminowe/aktywa ogółem.

Źródło: opracowanie własne.

Analogicznie w modelach 3 i 4 wartość zysku operacyjnego objaśniano za pomocą wartości i wskaźników, odpowiednio: z roku bieżącego oraz poprzedzającego okres, z którego pochodziła zmienna zależna.

Biorąc pod uwagę powyższe założenia panelowe, modele regresji dla danych połączonych można zapisać wówczas jako:

$$1. \text{EVA}_t = \beta_0 + \beta_1 x_{1t} + \beta_2 x_{2t} + \beta_3 x_{3t} + \dots + \beta_k x_{kt} + \varepsilon_t,$$

$$2. \text{EVA}_t = \beta_0 + \beta_1 x_{1t-1} + \beta_2 x_{2t-1} + \beta_3 x_{3t-1} + \dots + \beta_k x_{kt-1} + \varepsilon_{t-1},$$

$$3. \text{Zysk operacyjny}_t = \beta_0 + \beta_1 x_{1t} + \beta_2 x_{2t} + \beta_3 x_{3t} + \dots + \beta_k x_{kt} + \varepsilon_t,$$

$$4. \text{Zysk operacyjny}_t = \beta_0 + \beta_1 x_{1t-1} + \beta_2 x_{2t-1} + \beta_3 x_{3t-1} + \dots + \beta_k x_{kt-1} + \varepsilon_{t-1},$$

gdzie: $\beta_0, \beta_1, \dots, \beta_k$ – nieznanne parametry funkcji regresji,

X_1, X_2, \dots, X_k – zmienne objaśniające,

ε – składnik losowy,

t – okres.

Modele, w których zmienna objaśniana oraz zmienne objaśniające należały do tego samego roku nosiły jedynie poznawczy charakter, gdyż umożliwiały identyfikację czynników mających wpływ na kształtowanie kategorii efektywności badanych spółek. Natomiast modele ze zmiennymi objaśniającymi z roku poprzedzającego okres, dla którego szacowano ekonomiczną wartość dodaną oraz zysk operacyjny zapewniały ważną funkcję prognostyczną i ostrzegającą⁹. Innymi słowy, skonstruowane w ten sposób modele mogłyby być wykorzystywane do prognozowania poziomu efektywności w przedsiębiorstwach na podstawie wiedzy o obecnej sytuacji finansowej.

⁹ J. Kisielińska: *op.cit.*, s. 128.

Wyniki badań

W wyniku zastosowania metody regresji krokowej postępującej uzyskano następujące modele:

$$1. \text{EVA}_t = -9118,24 + 0,11X_{11} - 0,28X_{14} + 0,39X_{16} - 0,05X_8 + 0,15X_{17} - 70,71X_{33} - \\ - 0,28X_5 + 0,07X_{10} + 154,14X_{22} - 0,03X_6 - 0,05X_{15} \quad (R^2 = 0,615). \\ \begin{matrix} (0,025)^{10} & (0,052) & (0,081) & (0,026) & (0,028) & (21,25) \\ (0,08) & (0,017) & (53,506) & (0,018) & (0,029) \end{matrix}$$

$$2. \text{EVA}_t = 8493,41 + 0,935X_{13(t-1)} + 0,106X_{15(t-1)} - 0,144X_{4(t-1)} - 42,67X_{18(t-1)} \quad (R^2 = 0,308). \\ \begin{matrix} (0,210) & (0,030) & (0,047) & (15,157) \end{matrix}$$

$$3. \text{Zysk operacyjny}_t = -18872,9 + 0,1X_2 - 0,2X_{14} + 230,7X_{22} - 51,9X_{33} + \\ + 0,1X_{12} + 155,2X_{20} + 0,2X_{16} + 0,1X_{17} \quad (R^2 = 0,80). \\ \begin{matrix} (0,011) & (0,032) & (62,353) & (22,503) \\ (0,034) & (103,024) & (0,074) & (0,025) \end{matrix}$$

$$4. \text{Zysk operacyjny}_t = 0,053X_{6(t-1)} + 0,743X_{13(t-1)} - 0,223X_{14(t-1)} + 0,049X_{9(t-1)} - \\ - 0,086X_{11(t-1)} + 0,366X_{16(t-1)} - 126,87X_{31(t-1)} + 65,8X_{35(t-1)} - 80,02X_{33(t-1)} \\ + 195,29X_{27(t-1)} \quad (R^2 = 0,896). \\ \begin{matrix} (0,0258) & (0,2257) & (0,0462) & (0,0217) \\ (0,05) & (0,1235) & (57,103) & (25,8061) & (32,7717) \\ (110,4771) \end{matrix}$$

Modele oparte na kategorii zysku operacyjnego cechowały się wyższymi współczynnikami determinacji R^2 . Sytuacja taka mogła wynikać z faktu, że ekonomiczna wartość dodana wykazywała niższy związek z wartościami bilansowymi oraz wskaźnikami finansowymi, gdyż uwzględniany w jej konstrukcji koszt kapitału własnego był szacowany na podstawie rynkowych stóp zwrotu z akcji i nie występował w sprawozdaniach finansowych¹¹. Uwzględnienie kosztu kapitału własnego również mogło być przyczyną zróżnicowania zestawu zmiennych niezależnych w modelach objaśniających ekonomiczną wartość dodaną oraz zysk operacyjny, ponieważ w przypadku EVA pozytywne oddziaływanie wartości zainwestowanego kapitału na poziom zysku było niwelowane średnim ważonym kosztem tego kapitału.

Model (1) charakteryzował się największą liczbą cech w sposób znaczący wpływających na kształtowanie ekonomicznej wartości dodanej, a także wysokim poziomem współczynnika determinacji ($R^2 = 0,615$). W tym modelu czynnikami stymulującymi wzrost

¹⁰ W nawiasach podano średnie błędy szacunku parametrów.

¹¹ Koszt kapitału własnego badanych spółek giełdowych oszacowano za pomocą modelu CAPM.

ekonomicznej wartości dodanej były operacyjne zobowiązania krótkoterminowe (X_{11}), przepływy pieniężne netto (X_{16}), kapitał obrotowy netto (X_{17}), krótkoterminowe zobowiązania finansowe (X_{10}), a także wskaźnik poziomu operacyjnych zobowiązań krótkoterminowych (X_{22}). Można sformułować wniosek, że maksymalizacja ekonomicznej wartości dodanej następowała w przedsiębiorstwach generujących stosunkowo większy strumień gotówki netto oraz posiadających dużą zdolność do regulowania zobowiązań krótkoterminowych. Natomiast wzrost wartości przedsiębiorstwa z tytułu korzystania ze zobowiązań krótkoterminowych mógł wynikać przede wszystkim z możliwości zwiększenia kapitału obrotowego brutto, co przekładało się na wyższe przychody ze sprzedaży. Ponadto wykorzystanie zobowiązań krótkoterminowych umożliwiało obniżenie kosztów zaangażowanego kapitału, gdyż kredyty handlowe nie były oprocentowane, a oprocentowanie finansowych zobowiązań krótkoterminowych było niższe niż koszt kapitałów stałych. Przedstawiony model ekonometryczny świadczył o opłacalności zwiększania udziału nieoprocentowanych zobowiązań operacyjnych w strukturze zobowiązań krótkoterminowych, gdyż wzrost wielkości tego wskaźnika o 1 punkt procentowy powodował zwiększenie ekonomicznej wartości dodanej o 154,14 tys. zł. Biorąc pod uwagę pozytywne oddziaływanie wartości zarówno operacyjnych, jak i bankowych zobowiązań krótkoterminowych na kształtowanie EVA należałoby dążyć do utrzymania równowagi pomiędzy tymi źródłami finansowania. Czynniki negatywnie wpływającymi na EVA przedsiębiorstw były przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej (X_{14}), zobowiązania długoterminowe (X_8), cykl należności (X_{33}), inwestycje krótkoterminowe (X_5), kapitał własny (X_6) oraz przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej (X_{15}). Wzrost przepływów pieniężnych z działalności inwestycyjnej następował na skutek wyprzedaży składników aktywów operacyjnych, co prowadziło do ograniczenia zdolności produkcyjnych przedsiębiorstw. Zwiększenie przepływów pieniężnych z działalności finansowej świadczyło o zaciągnięciu dodatkowych zobowiązań finansowych, powodując wzrost ryzyka prowadzonej działalności oraz stopy zwrotu wymaganej przez inwestorów. Z kolei zwiększenie udziału droższych kapitałów stałych przyczyniało się do wzrostu kosztu kapitału przedsiębiorstwa, co obniżało zysk ekonomiczny przedsiębiorstwa. Nadmierne zamrożenie zasobów w gotówce oraz krótkoterminowych instrumentach finansowych mogło wskazywać na nieumiejętne zarządzanie majątkiem obrotowym i prowadzić do nadpłynności, powodującej ograniczenie ekonomicznej wartości dodanej przedsiębiorstwa. Wzrost wskaźnika cyklu należności o 1 dzień skutkowało zmniejszeniem zysku ekonomicznego o 70,71 tys. zł. Wyższy poziom należności mógł świadczyć o kłopotach finansowych firm, wynikających z niższej zdolności do generowania przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej.

Model ekonomicznej wartości dodanej ze zmiennymi objaśniającymi z okresu poprzedniego (2) charakteryzował się mniejszą liczbą zmiennych objaśniających i dostarczał nieco innych wniosków odnośnie możliwości generowania wartości przedsiębiorstwa dla właścicieli. Należy zaznaczyć, że ten model cechował się stosunkowo niższym poziomem współczynnika determinacji R^2 (0,308), co wskazywało na jego niższą przydatność progno-

styczną. W modelu (2) stymulantami były wartość amortyzacji (X_{13}) oraz przepływów środków pieniężnych z działalności finansowej (X_{15}). Występowanie amortyzacji jako czynnika stymulującego zwiększenie EVA nie można ocenić jednoznacznie, gdyż ta pozycja zaliczana jest do kosztów prowadzonej działalności. W badanej zbiorowości jednak wzrost amortyzacji o 1 złoty powodował zwiększenie się ekonomicznej wartości dodanej o 93,5 groszy. Mogło to wynikać ze zróżnicowania badanych przedsiębiorstw pod względem wyposażenia w środki trwałe i świadczyło o tym, że spółki o wyższych odpisach amortyzacyjnych osiągały wyższe przychody ze sprzedaży przy stosunkowo niższym poziomie kosztów stałych. Pozytywny wpływ przepływów pieniężnych z działalności finansowej mógł oznaczać, że zagospodarowanie strumienia pieniężnego z tytułu zaciągnięcia dodatkowych kredytów następowało z opóźnieniem, a efekty w postaci zwiększenia sprzedaży i wzrostu ekonomicznej wartości dodanej przejawiały się dopiero w następnych okresach. Natomiast negatywny wpływ na kształtowanie ekonomicznej wartości dodanej wywierała wartość należności krótkoterminowych (X_4) oraz wskaźnik poziomu aktywów trwałych (X_{18}). Wzrost należności o 1 złoty powodował obniżenie EVA o 14,4 groszy, co mogło być związane z tendencją do występowania stosunkowo wyższego poziomu należności w przedsiębiorstwach o gorszej sytuacji finansowej. Wzrost wskaźnika poziomu aktywów trwałych o 1 punkt procentowy skutkowało obniżeniem EVA o 42,67 tys. zł. Można sformułować wniosek, że wzrost zdolności produkcyjnych w przedsiębiorstwie powinien następować proporcjonalnie do wzrostu aktywów obrotowych, gdyż obniżenie płynności finansowej może powodować zwiększenie kosztu zaangażowanego kapitału obcego.

W modelu (3) wyjaśniającym kształtowanie się zysku operacyjnego na podstawie zmiennych z okresu bieżącego, zestaw istotnie statystycznych zmiennych objaśniających był podobny do modelu ekonomicznej wartości dodanej (1). Mianowicie, tak jak w modelu EVA, na zysk operacyjny pozytywnie oddziaływały wskaźnik poziomu krótkoterminowych zobowiązań operacyjnych (X_{22}), wartość przepływów środków pieniężnych z działalności operacyjnej (X_{12}), wartość przepływów pieniężnych netto (X_{16}) oraz wartość kapitału obrotowego netto (X_{17}). Dodatkowo wśród zmiennych objaśniających o dodatnim kierunku oddziaływania występowały wartość aktywów obrotowych (X_2) oraz wskaźnik udziału zapasów w majątku obrotowym (X_{20}). Pozytywny wpływ wartości aktywów obrotowych oraz kapitału obrotowego netto potwierdzał wniosek o wyższej efektywności przedsiębiorstw stosujących bardziej konserwatywny sposób zarządzania majątkiem obrotowym. Uwzględnienie w modelu dodatniego kierunku oddziaływania wskaźnika udziału zapasów w aktywach ogółem świadczyło o dużym znaczeniu tego składnika majątku w kształtowaniu zysku operacyjnego. Wzrost udziału zapasów o 1 punkt procentowy powodował zwiększenie się zysku operacyjnego o 155,2 tys. złotych. Negatywny wpływ na kształtowanie zysku operacyjnego miała wartość przepływów pieniężnych z działalności inwestycyjnej (X_{14}) oraz cykl należności (X_{33}). Zwiększenie się przepływów pieniężnych z działalności inwestycyjnej o 1 złoty powodowało zmniejszenie się zysku operacyjnego o 20 groszy. Na-

tomiast wzrost cyklu należności o 1 dzień, skutkowało obniżeniem się zysku operacyjnego o 51,9 tys. zł.

Model zysku operacyjnego objaśniany przez zmienne z okresu poprzedzającego (4) charakteryzował się bardzo wysokim współczynnikiem determinacji ($R^2 = 0,896$) i uwzględnił szeroki zestaw zmiennych objaśniających o charakterze absolutnym oraz względnym. Pozytywny wpływ na kształtowanie efektywności działalności przedsiębiorstw miał kapitał własny (X_6), amortyzacja (X_{13}), wartość zobowiązań krótkoterminowych (X_9), wartość przepływów pieniężnych netto (X_{16}), cykl konwersji gotówki (X_{35}) oraz wskaźnik udziału operacyjnych zobowiązań krótkoterminowych w majątku ogółem (X_{27}). Stymulujące oddziaływanie wartości przepływów pieniężnych, amortyzacji oraz składników pasywów świadczyło o możliwości zwiększania zysku operacyjnego w przedsiębiorstwach rozwijających się, maksymalizujących własne zdolności produkcyjne oraz angażujących dodatkowe środki własne i obce w prowadzoną działalność gospodarczą. Przyspieszenie obrotu gotówkowego o 1 dzień powodowało wzrost zysku operacyjnego o 65,8 tys. złotych, natomiast wzrost udziału krótkoterminowych zobowiązań operacyjnych w majątku ogółem o 1 punkt procentowy skutkowało zwiększeniem się zysku operacyjnego o 195,29 tys. złotych. Świadczyło to o potrzebie usprawnienia zarządzania składnikami majątku obrotowego oraz konieczności wykorzystania mechanizmu kredytów kupieckich w celu maksymalizacji zysku operacyjnego z prowadzonej działalności. Jako czynniki o negatywnym wpływie na kształtowanie się zysku operacyjnego wystąpiły: wartość przepływów pieniężnych z działalności inwestycyjnej (X_{14}), wartość krótkoterminowych zobowiązań operacyjnych (X_{11}), wskaźnik płynności natychmiastowej (X_{31}) oraz cykl należności (X_{33}). Biorąc pod uwagę wyniki analizy poprzednich modeli, należy sformułować wniosek, że w zarządzaniu majątkiem obrotowym powinno się dążyć do ograniczenia poziomu należności oraz inwestycji krótkoterminowych na rzecz zapasów, gdyż ten składnik majątku obrotowego jest ważną determinantą potencjału wytwórczego przedsiębiorstwa. Ponadto wzrost wartości operacyjnych zobowiązań krótkoterminowych powinien następować proporcjonalnie do zwiększenia finansowania z innych źródeł, gdyż ponadprzeciętne wydłużenie terminów regulowania zobowiązań handlowych może doprowadzić do utraty płynności finansowej.

Podsumowanie

W opracowaniu dokonano konstrukcji modeli ekonometrycznych charakteryzujących zależności pomiędzy poziomem efektywności działalności a stosowaną strategią płynności finansowej. W wyniku przeprowadzonych badań można sformułować następujące wnioski:

1. Podstawą maksymalizacji zysku operacyjnego oraz wartości dla właścicieli był wzrost strumieni pieniężnych z działalności operacyjnej oraz przepływów pieniężnych netto. Pozytywne oddziaływanie przepływów z działalności finansowej na efektywność przedsiębiorstw przejawiało się dopiero w następnych okresach,

co mogło być związane z opóźnionymi efektami zaciągnięcia kredytów inwestycyjnych i obrotowych. Natomiast w bieżących okresach zwiększenie przepływów finansowych powodowało obniżenie EVA. Dodatni strumień pieniężny z tytułu działalności inwestycyjnej prowadził do zmniejszenia zysków, gdyż wiązał się przeważnie z ograniczeniem skali prowadzonej działalności.

2. W zarządzaniu majątkiem obrotowym badanych przedsiębiorstw wyższą efektywnością charakteryzowały się strategie umiarkowane, zapewniające równowagę pomiędzy wartością aktywów trwałych i obrotowych. Z jednej strony pozytywne oddziaływanie wartości aktywów obrotowych oraz kapitału obrotowego netto na zyski badanych przedsiębiorstw wskazywało na konieczność utrzymywania płynności finansowej. Z drugiej strony determinantą wzrostu zysku operacyjnego była wartość amortyzacji, co przemawiało za dążeniem do maksymalizacji wartości aktywów trwałych. W strukturze majątku obrotowego wyższy udział zapasów miał pozytywny wpływ na kształtowanie się zysku przedsiębiorstw, natomiast wzrost należności i inwestycji krótkoterminowych prowadził do ograniczenia korzyści dla właścicieli. Wynikało to z niższej efektywności wykorzystania tych składników majątku obrotowego w spółkach o gorszej sytuacji finansowej.
3. Wykorzystanie obcych źródeł finansowania było istotnym czynnikiem wpływającym na poziom zysku w badanych przedsiębiorstwach. W modelach ekonomicznej wartości dodanej zwiększenie poziomu krótkoterminowych kapitałów obcych z przewagą zobowiązań operacyjnych korzystnie oddziaływało na kształtowanie wartości dla właścicieli. Wynikało to przede wszystkim z faktu, że kapitały obce były tańsze w stosunku do kapitału własnego, co pozwalało na wzrost korzyści z tytułu zadłużania się. W modelach zysku operacyjnego nie odnotowano wyraźnej zależności pomiędzy poziomem zadłużenia a osiąganą efektywnością przedsiębiorstwa. Wzrost zarówno kapitałów własnych, jak i zobowiązań krótkoterminowych przyczyniał się do zwiększenia wartości zysku operacyjnego, co świadczyło o dodatnim związku pomiędzy poziomem kapitału a zyskiem przedsiębiorstwa. Zróznicowanie zestawu zmiennych niezależnych w modelach objaśniających ekonomiczną wartość dodaną oraz zysk operacyjny mógł wynikać z uwzględnienia kosztu kapitału własnego w konstrukcji miary EVA. W efekcie pozytywne oddziaływanie wartości zainwestowanego kapitału na poziom zysku ekonomicznego było niwelowane przez średni ważony koszt kapitału.
4. Biorąc pod uwagę omówione zależności, można sformułować wniosek o racjonalności stosowania umiarkowanej strategii płynności finansowej w celu poprawy efektywności prowadzonej działalności. Taka strategia z jednej strony polegałaby na umiarkowanym zarządzaniu majątkiem obrotowym przedsiębiorstwa, przejawiającym się w utrzymywaniu stałej proporcji pomiędzy aktywami trwałymi oraz obrotowymi, z przewagą zapasów w strukturze aktywów obrotowych. Z drugiej strony wzrost wartości majątku przedsiębiorstwa należałoby finansować z kapita-

łów o porównywalnym okresie zapadalności oraz dążyć do zwiększenia udziału nieoprocentowanych zobowiązań operacyjnych w strukturze zobowiązań krótkoterminowych. W takim podejściu tempo zwiększania się majątku obrotowego musiałyby być zbliżone do dynamiki wzrostu zadłużenia krótkoterminowego, co zapewniałoby stały udział kapitału obrotowego netto w majątku przedsiębiorstw.

Literatura

- Kisielińska J.: *Modele klasyfikacyjne prognozowania sytuacji finansowej gospodarstw rolniczych*, SGGW, Warszawa 2008.
- Kowalik M.: *Strategia zarządzania kapitałem obrotowym brutto a wartość dla akcjonariuszy na przykładzie przemysłu chemicznego*, Wydawnictwo AE we Wrocławiu, Wrocław 2008.
- Maślanka T.: *Przepływy pieniężne w zarządzaniu finansami przedsiębiorstw*, C.H. Beck, Warszawa 2008.
- Stanisz A.: *Przystępny kurs statystyki*, Statsoft Polska, Kraków 2007.
- Titman S., Keown A., Martin J.: *Financial Management: Principles and Applications*, Prentice Hall, USA 2010.
- Wasilewski M.: *Efektywność i sprawność gospodarowania w przedsiębiorstwach rolniczych w zależności od strategii zarządzania kapitałem pracującym*, [w:] *Strategie wzrostu wartości przedsiębiorstwa. Teoria i praktyka*. „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” 2006, nr 434.
- Wędzki D.: *Analiza wskaźnikowa sprawozdania finansowego. Tom 2: Wskaźniki finansowe*, Wolters Kluwers Polska Sp. z o.o., Kraków 2009.
- Wędzki D.: *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2003.

mgr Serhiy Zabolotnyy
Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie
Wydział Nauk Ekonomicznych
Katedra Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw

Streszczenie

Celem badań było określenie wpływu strategii płynności finansowej na kształtowanie efektywności spółek giełdowych z sektora agrobiznesu. W artykule dokonano konstrukcji oraz oceny przydatności praktycznej modeli ekonometrycznych stworzonych według odrębnych podejść metodycznych i bazujących na zróżnicowanych kategoriach finansowych. Podstawą maksymalizacji zysku operacyjnego oraz wartości dla właścicieli był wzrost strumieni pieniężnych z działalności operacyjnej oraz przepływów pieniężnych netto. W zarządzaniu majątkiem obrotowym badanych przedsiębiorstw wyższą efektywnością charakteryzowały się strategie umiarkowane, zapewniające równowagę pomiędzy wartością aktywów trwałych i obrotowych. Wykorzystanie obcych źródeł

finansowania było istotnym czynnikiem wpływającym na poziom zysku w badanych przedsiębiorstwach.

MEASUREMENT OF LIQUIDITY STRATEGIES' INFLUENCE ON THE EFFECTIVENESS OF JOINT-STOCK COMPANIES OF AGRIBUSINESS

Summary

The aim of the research was to define the influence of the strategy of liquidity on the effectiveness of joint-stock companies from agribusiness sector. In the article econometric models based on different methodological approaches using different financial metrics were constructed and their practical value was assessed. The main reason for the operational profit and shareholders' value maximization was an increase of operational cash flow and net cash flow. In the management of current assets moderate strategies were more effective, that ensured the balance between fixed and current assets. Usage of external sources of financing was also an important factor influencing the level of profitability of the companies under research.

