

Michał Comporek^{*}

STRATEGIE PRZYCHODOWOŚCI MAJĄTKU OBROTOWEGO PRZEMYSŁOWYCH SPÓŁEK AKCYJNYCH NOTOWANYCH NA GIEŁDZIE PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W WARSZAWIE

1. WPROWADZENIE

Procesy gospodarowania majątkiem obrotowym należą do jednego z ważniejszych obszarów podejmowania i realizowania decyzji ekonomiczno-finansowych w jednostkach gospodarczych. Decyzje te dotyczą zróżnicowanych problemów pozyskiwania, gromadzenia i wykorzystywania określonych składników majątku obrotowego przedsiębiorstwa, które posiadają odmienne zadania, cechy i miejsce w realizacji zadań produkcyjnych, logistycznych, finansowych oraz marketingowych. Wspólną funkcją składników majątku obrotowego jest m. in. umożliwienie ciągłości i rytmiczności realizacji zadań gospodarczych przy minimalnych kosztach produkcji i sprzedaży.

Gospodarowanie majątkiem obrotowym zawiera w sobie zarządzanie: zapasami, należnościami, środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami. Proces ten ma charakter operacyjny i nastawiony jest m. in. na: zapewnienie ciągłości dostaw materiałów, produktów i/lub towarów; stymulowanie sprzedaży; utrzymanie płynności finansowej z uwzględnieniem kosztów źródeł finansowania [Szymański 2007: 77]. Są to zadania zróżnicowane w swych treściach, wzajemnych relacjach, destynacjach i warunkach efektywnej realizacji zadań gospodarczych przez przedsiębiorstwa. Brak spójnego i kompleksowego podejścia do zarządzania wskazanymi składnikami majątku przedsiębiorstwa może prowadzić m. in. do: zakłóceń procesu produkcji, logistyki, finansowania działalności przedsiębiorstwa. Zdarzenia te mogą być wywołane nieodpowiednim poziomem i strukturą należności, niedoborem zapasów, brakiem płynności finansowej lub jej nadpłynnością, zbyt wysokimi kosztami utrzymania składników majątku obrotowego, czy też zbyt wysokimi kosztami utraconych możliwości [Szymański 2007: 77–79].

^{*} Mgr, Katedra Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa, Uniwersytet Łódzki.

Jednym z syntetycznych mierników efektywności ekonomicznej gospodarowania majątkiem obrotowym przedsiębiorstwa¹ jest przychodowość tegoż majątku. Miernik ten wyraża relację wartości przychodów ze sprzedaży do wartości majątku obrotowego przedsiębiorstwa. Odzwierciedla on zatem powstałe ilościowe i wartościowe efekty procesu produkcji i sprzedaży, przypadające na jednostkę pieniężną posiadanych aktywów obrotowych przedsiębiorstwa. Miernik ten może być jednocześnie uznawany za jedną z najważniejszych miar produktywności aktywów przedsiębiorstwa. Odnosi się on bowiem do efektywności gospodarowania najbardziej płynnymi składnikami majątku całkowitego przedsiębiorstwa.

Podstawowym celem artykułu jest przedstawienie wyników badań empirycznych nad zróżnicowaniem czynników kształtujących przychodowość majątku obrotowego giełdowych spółek akcyjnych. Do tych czynników należą: przychodowość kosztów, kosztochłonność kapitału obrotowego netto oraz struktura majątku obrotowego. Wybór tych czynników podyktowany został potrzebą ustalenia i zbadania charakteru stosowanych strategii przychodowości giełdowych spółek przemysłowych.

Dla celów badawczych pracy sformułowana została następująca hipoteza badawcza: w przemysłowych spółkach giełdowych sektora spożywczego i sektora metalowego realizowane są głównie strategie wysokiej przychodowości majątku obrotowego. Tak postawiona zasadnicza hipoteza badawcza nie odnosi się wprost do oceny zróżnicowania czynników kształtujących przychodowość majątku obrotowego. Jest raczej twierdzeniem wynikającym z przyjęcia następujących dwóch hipotez cząstkowych:

- H.1. w badanych przemysłowych spółkach akcyjnych występują jednokierunkowe zmiany wielkości analizowanych czynników kształtujących przychodowość majątku obrotowego;
- H.2. kosztochłonność majątku obrotowego netto w najwyższym stopniu kształtuje strategie przychodowości majątku obrotowego.

Badaniom empirycznym poddano spółki kapitałowe notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2007–2011, które zostały zakwalifikowane do grupy przedsiębiorstw przemysłu: metalowego oraz spożywczego. Dodatkowym kryterium wyboru przedsiębiorstw do badań była dostępność rocznych, jednostkowych sprawozdań finansowych. Dane, które zostały wykorzystane do badań pochodzą z serwisu *Notoria Serwis SA*.

Badania zostały zrealizowane wśród tych podmiotów gospodarczych, które przekazywały pełne sprawozdania finansowe odnoszące się do analizowanego okresu badawczego. W efekcie dla celów badawczych wybrano i przeanalizowano piętnaście przedsiębiorstw należących do sektora przemysłu metalowego

¹ Efektywność ekonomiczna gospodarowania to relacja efektów płynących z posiadania i wykorzystania wszystkich zasobów do nakładów poniesionych w wyniku ich posiadania i wykorzystania – Duraj [2000: 58].

oraz szesnaście przedsiębiorstw zaszeregowanych do sektora przemysłu spożywczego. Obie te grupy przedsiębiorstw w znaczący sposób różnią się przedmiotami działań produkcyjnych, warunkami produkcji, charakterem rynku zopatrzenia i zbytu, wyposażeniem technicznym itp. To zróżnicowanie wydaje się być interesujące dla wstępnego rozpoznania roli i znaczenia wybranych czynników w gospodarowaniu majątkiem obrotowych badanych spółek akcyjnych. Może ono wywierać również zasadniczy wpływ na kształtowanie przychodowości majątku obrotowego. Zasadniczym odniesieniem do tak postawionego stwierdzenia są spostrzeżenia B. Townley, która wskazała, że spektrum oferowanych produktów bądź usług (od homogenicznego do heterogenicznego zakresu oferowanych dóbr i usług) może istotnie przyczyniać się do wielkości miar poszczególnych mierników efektywności gospodarowania, w tym współczynników przychodowości majątku obrotowego [Townley 2005: 566–571].

2. MODEL OCENY PRZYCHODOWOŚCI MAJĄTKU OBROTOWEGO – JEGO IDEA I KONSTRUKCJA

W artykule zaproponowano trójczynnikiowy model oceny przychodowości majątku obrotowego przemysłowych spółek akcyjnych. Model ten wskazuje, iż wartość współczynnika przychodowości majątku obrotowego ($Wrca$) jest uzależniona od wartości: współczynnika produktywności kosztów własnych sprzedaży ($Wrrcs$), współczynnika kosztochłonności majątku obrotowego netto² ($Wccan$) oraz wskaźnika udziału kapitału obrotowego netto w finansowaniu aktywów obrotowych brutto ($Wscan$).

W proponowanym ujęciu współczynnik przychodowości majątku obrotowego przybrał następującą postać:

$$Wrca = Wrrcs * Wccan * Wscan = \frac{R}{CA} = \frac{R}{CS} * \frac{CS}{CAN} * \frac{CAN}{CA}$$

gdzie:

- $Wrca$ – współczynnik przychodowości majątku obrotowego,
- $Wrrcs$ – współczynnik produktywności kosztów własnych sprzedaży (R/CS),
- $Wccan$ – współczynnik kosztochłonności majątku obrotowego netto (CS/CAN),
- $Wscan$ – wskaźnik udziału kapitału obrotowego netto w finansowaniu aktywów obrotowych brutto (CAN/CA),

² Mierzony wartością kosztów własnych sprzedaży.

- R* – wartość przychodów ze sprzedaży netto produktów, towarów i usług,
- CA* – wartość majątku obrotowego;
- CS* – koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów wraz z kosztami sprzedaży i kosztami ogólnego zarządu oraz
- CAN* – wartość kapitału obrotowego netto.

Współczynnik przychodowości majątku obrotowego (*Wrca*) informuje o wartości przychodów osiągniętych z jednego złotego majątku obrotowego przedsiębiorstwa. Za pozytywne zjawisko i proces uznać należy wysoką i rosnącą wartość liczbową tego współczynnika.

Przychodowość majątku obrotowego jest miarą istotną przede wszystkim z punktu widzenia podejmowania, realizacji i kontrolowania operacyjnych decyzji gospodarczych. Wyraża ona wartość sprzedaży przypadającą na jednostkę pieniężną ulokowaną w majątku obrotowym brutto [Sierpińska i Jachna 2003: 189]. Wartość sprzedaży jest bardziej syntetyczną miarą oceny efektów sprzedaży, aniżeli koszt sprzedaży produktów i usług. Jeśli za wartość sprzedaży uznamy wartość przychodów ze sprzedaży produktów, towarów i usług odnotowywaną w rachunku zysków i strat, wówczas porównanie tych przychodów z sumą wartości kosztów sprzedanych produktów, towarów i materiałów, kosztów sprzedaży i kosztów ogólnego zarządu, wskazuje na osiągnięcie zysku lub straty ze sprzedaży [Gabrusiewicz i Remlein 2011: 151]. Tym samym porównanie obu tych kategorii uznać można za uzasadnione z punktu widzenia oceny rentowności sprzedaży. W sposób pośredni rentowność tę wyraża współczynnik rentowności kosztów działalności operacyjnej. Jest on określoną relacją wartości przychodów netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów oraz kosztów sprzedanych produktów, towarów i materiałów powiększonych o koszty sprzedaży i koszty ogólnego zarządu:

$$Wr_{cs} = (R - CS) / CS = R / CS - 1 = Wr_s - 1$$

gdzie:

- Wr_{cs}* – współczynnik rentowności kosztów działalności operacyjnej,
- R* – wartość przychodów netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów,
- CS* – koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów wraz z kosztami sprzedaży i kosztami ogólnego zarządu oraz
- Wr_s* – współczynnik przychodowości kosztów sprzedaży.

To kalkulacyjne podejście do oceny wyniku finansowego przedsiębiorstwa akcentuje wyniki osiągane przez przedsiębiorstwo na zasadniczej części działalności operacyjnej przedsiębiorstwa. Wydaje się, że abstrahowanie w niniejszym

opracowaniu od pozostałych przychodów operacyjnych i pozostałych kosztów operacyjnych w sposób uzasadniony merytorycznie uwalnia efekty badań od działań podejmowanych i realizowanych przez przedsiębiorstwo w sposób sporadyczny i przypadkowy. Tego rodzaju podejście wydaje się również uzasadnione zwróceniem uwagi w artykule tylko na przychodowość majątku obrotowego przedsiębiorstwa i uznanie jej za zmienną objaśnianą dwoma następującymi dalszymi zmiennymi. Należą do nich: kosztochłonność majątku obrotowego netto oraz struktura tego majątku.

Kosztochłonność majątku obrotowego netto jest miarą, która bezpośrednio nie wyraża efektywności całkowitego majątku obrotowego. Dotyczy bowiem tylko jego części, która mogłaby pozostać w dalszym ciągu w przedsiębiorstwie po spłaceniu przez niego wszystkich zobowiązań bieżących.

Struktura majątku obrotowego przedsiębiorstwa badana jest z zastosowaniem nietypowego wskaźnika struktury majątku obrotowego, który posiada następującą postać:

$$Wsmo = CAN / CA = (CA - CL) / CA = 1 - CLqR^{-1}$$

gdzie:

- $Wsmo$ – wskaźnik struktury majątku obrotowego,
- CA – wartość majątku obrotowego,
- CAN – wartość majątku obrotowego netto,
- CL – wartość zobowiązań bieżących,
- $CLqR$ – współczynnik bieżącej płynności finansowej przedsiębiorstwa.

Zaprezentowana postać formuły wskaźnika struktury majątku obrotowego wynika z zamierzonego celem artykułu związania strategii gospodarowania majątkiem obrotowym przedsiębiorstwa również ze źródłami jego finansowania. Tym samym wzrost wartości tego wskaźnika świadczyć może o wzmocnieniu płynności finansowej przedsiębiorstwa. Nie można wzrostu wartości tej zmiennej utożsamiać ze wzrostem udziału najbardziej płynnych składników majątku obrotowego w wartości tego majątku. Zachodzące zmiany udziału poszczególnych składników majątku obrotowego są zdeterminowane wieloma czynnikami i warunkami działania przedsiębiorstwa. Mogą one np. wiązać się z realizacją powierzonej faktorowi usługi faktoringowej dla wykupu należności. Sytuacja ta wywołać może istotne zmiany także w obrębie samych aktywów obrotowych netto.

Powyzsza formuła wskaźnika struktury majątku obrotowego w sposób dość precyzyjny informuje o poszczególnych składnikach majątku obrotowego pozostającego w przedsiębiorstwie po spłaceniu wszystkich zobowiązań bieżących i przeto o składnikach tego majątku finansowanymi z długookresowych źródeł. Składnikami tymi mogą być to tylko zapasy oraz należności. Inwestycje krótko-

terminowe i tym samym środki pieniężne, będące ich składnikiem, w całości zostać mogły wykorzystane w bieżącej działalności operacyjnej.

Podobnie jak do pomiaru i oceny struktury majątku obrotowego zastosowane mogą być różne formuły mierników, tak i w analizie przychodowości majątku wykorzystać można odmienne ich modele i rozwiązania metodyczne.

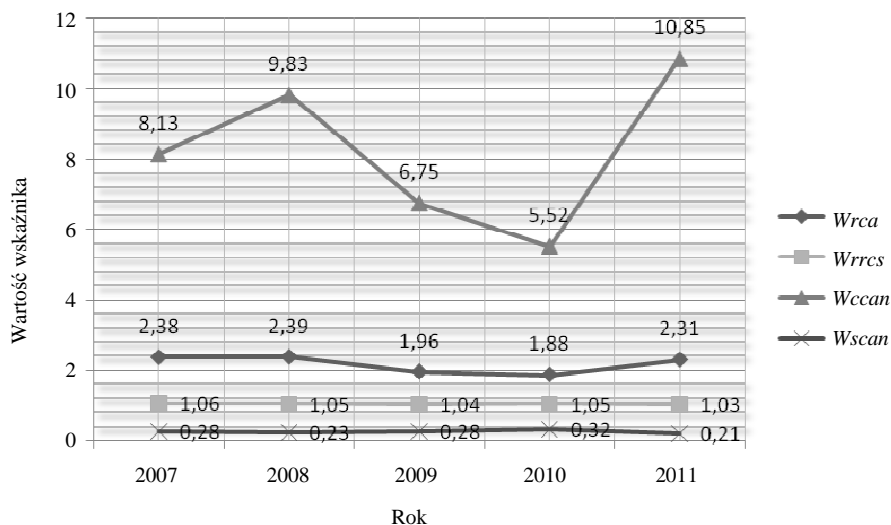
3. WYNIKI BADAŃ EMPIRYCZNYCH NAD ZRÓŻNICOWANIEM PRZYCHODOWOŚCI MAJĄTKU OBROTOWEGO PRZEMYSŁOWYCH SPÓŁEK GIEŁDOWYCH

Sformułowana subhipoteza badawcza, stwierdzająca, że kosztochłonność majątku obrotowego netto w najwyższym stopniu kształtuje strategię przychodowości majątku obrotowego, wymaga przedstawienia wyników analizy zróżnicowania wielkości i korelacji zachodzącej między trzema wyróżnionymi i badanymi czynnikami.

Badania empiryczne wykazały, że w latach 2007–2009 większą przeciętną przychodowością majątku obrotowego brutto (*Wrca*) wykazywały się na ogół przedsiębiorstwa należące do sektora przemysłu spożywczego, aniżeli przedsiębiorstwa zaszeregowane do sektora przemysłu metalowego³ (zob. rys. 1, rys. 2, tab. 1, tab. 2). Dopiero od 2010 r. notować można tendencję odwrotną, polegającą na utrzymywaniu wyższych wartości współczynnika przychodowości majątku obrotowego przez przemysłowe spółki sektora metalowego.

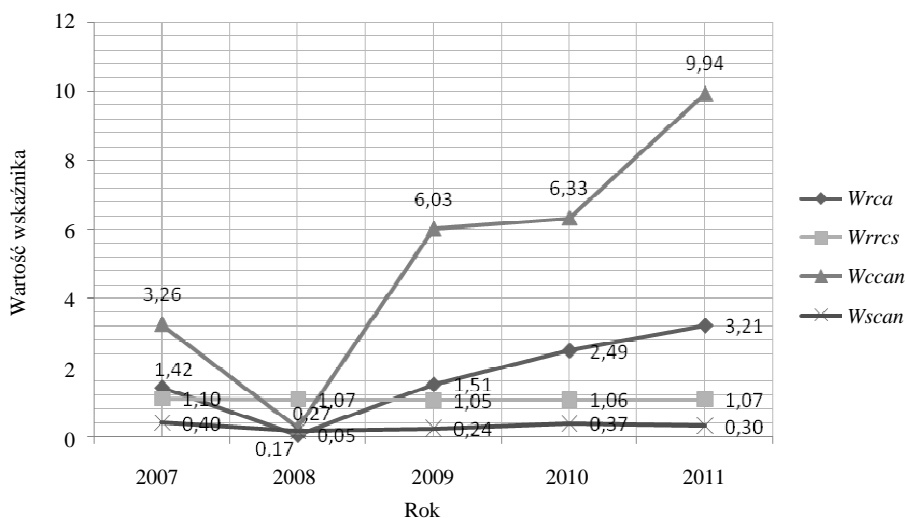
Większą produktywnością kosztów własnych sprzedaży (*Wrrcs*) przez wszystkie lata analizowanego okresu charakteryzowały się giełdowe spółki prowadzące działalność gospodarczą w sektorze przemysłu metalowego (tab. 1, tab. 2). Różnice w tym zakresie były jednak bardzo niewielkie. W generalnym ujęciu, wartość sprzedaży przypadająca na każdą jednostkę pieniężną wydatkowaną na pokrycie kosztów bezpośrednio powiązanych ze sprzedanymi produktami dla obu grup była podobna. Dla przedsiębiorstw przemysłu metalowego wielkość opisywanego wskaźnika wahała się w zależności od roku od 1,050 (2009 r.) do 1,096 (2007 r.). Z kolei dla przedsiębiorstw przemysłu spożywczego średnia wielkość współczynnika zmieniała się od 1,031 (2011 r.) do 1,063 (2007 r.).

³ Dążąc do jak najbardziej obiektywnego przedstawienia przeciętnych wartości opisywanych wskaźników w badanej zbiorowości, skorzystano ze statystycznej metody wyznaczania średniej ucinanej, która to jest estymatorem mało wrażliwym na wartości odstające – Hand David [2005]. W tym celu dla poszczególnych lat z próbki odrzucono maksymalne i minimalne wartości poszczególnych wskaźników (stanowiły one jednocześnie wartości poniżej 10 i powyżej 90 centyla).



Rys. 1. Przeciętne sektorowe wartości wybranych miar kształtujących przychodowość aktywów obrotowych spółek przemysłu spożywczego w latach 2007–2011

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych giełdowych spółek akcyjnych zamieszczonych w *Notoria Serwis SA*.



Rys. 2. Przeciętne sektorowe wartości wybranych miar kształtujących przychodowość aktywów obrotowych spółek przemysłu metalowego w latach 2007–2011

Źródło: jak do rys. 1.

Tabela 1

Przeciętne wartości miar kształtujących przychodowość majątku obrotowego spółek giełdowych przemysłu spożywczego w poszczególnych latach

Przedsiębiorstwa przemysłu spożywczego				
Rok	współczynnik (wskaźnik)			
	<i>Wrca</i>	<i>Wrrcs</i>	<i>Wccan</i>	<i>Wscan</i>
2007	2,378242	1,06309	8,132739	0,278074
2008	2,389202	1,047364	9,825594	0,232165
2009	1,960629	1,043918	6,748157	0,27532
2010	1,875864	1,047885	5,520752	0,324257
2011	2,309867	1,031518	10,85486	0,206294

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych giełdowych spółek akcyjnych zamieszczonych w *Notoria Serwis SA*.

Tabela 2

Przeciętne wartości miar kształtujących przychodowość majątku obrotowego spółek giełdowych przemysłu metalowego w poszczególnych latach

Przedsiębiorstwa przemysłu metalowego				
Rok	współczynnik (wskaźnik)			
	<i>Wrca</i>	<i>Wrrcs</i>	<i>Wccan</i>	<i>Wscan</i>
2007	1,419974	1,096522	3,258016	0,397475
2008	0,047857	1,069423	0,266391	0,167988
2009	1,510392	1,050338	6,028737	0,238525
2010	2,485363	1,055157	6,33497	0,371816
2011	3,211458	1,066404	9,943786	0,302851

Źródło: jak do tab. 1.

Pewne różnice zauważyć można w przeciętnych wartościach wskaźników udziału kapitału obrotowego netto w finansowaniu aktywów obrotowych brutto przedsiębiorstw (*Wscan*). Dla obu grup podmiotów gospodarczych poddanych badaniom największe wartości opisywanych miar były charakterystyczne dla lat: 2007 i 2010. W przypadku przedsiębiorstw przemysłu metalowego wartości wskaźników we wspomnianych latach wynosiły odpowiednio: 0,397 i 0,371. Z kolei dla przedsiębiorstw przemysłu spożywczego wynosiły one odpowiednio: 0,278 i 0,324. Dodać należy, że żadna z badanych grup przedsiębiorstw nie charakteryzowała się stałą, większą przeciętną wartością wskaźnika udziału kapitału obrotowego netto w finansowaniu aktywów obrotowych brutto przedsiębiorstw.

Największe różnice wartości badanych współczynników kształtujących przychodowość majątku obrotowego zauważyć można w odniesieniu do przeciętnych sektorowych wartości współczynników kosztochłonności majątku obrotowego netto (*Wccan*). Wyższy poziom kosztów własnych sprzedaży generowanych przez jeden złoty aktywów obrotowych netto był charakterystyczny przede wszystkim dla spółek giełdowych działających w przemyśle spożywczym. Dla tej grupy podmiotów gospodarczych wartość współczynnika kosztochłonności wahała się od 5,52 (w 2009 r.) do 10,85 (w 2011 r.). Natomiast dla spółek przemysłu metalowego wartości wspomnianego wskaźnika wahały się od 0,27 (w 2008 r.) do 9,94 (w 2011 r.).

Ograniczając prezentację wyników analizy korelacji zachodzących pomiędzy współczynnikiem przychodowości majątku obrotowego (*Wrca*), a pozostałymi miarami trójczynnikowego modelu kształtujących przychodowość majątku obrotowego przemysłowych spółek akcyjnych⁴ do zasadniczych, istotnych statystycznie efektów wnioskowania statystycznego, można wskazać, że:

– w grupie przedsiębiorstw działających w sektorze przemysłu metalowego istnieje umiarkowany stopień współzależności pomiędzy współczynnikiem przychodowości majątku obrotowego (*Wrca*), a współczynnikiem kosztochłonności majątku obrotowego netto (*Wccan*). Wartość współczynnika korelacji rang wynosząca $r = 0,443$ świadczy, że wzrost kosztochłonności majątku obrotowego netto przyczyniać się może w umiarkowanym stopniu do wzrostu przychodowości aktywów obrotowych brutto,

– w badanej grupie przedsiębiorstw działających w sektorze przemysłu spożywczego zanotowano umiarkowany, ujemny stopień współzależności pomiędzy współczynnikiem przychodowości majątku obrotowego (*Wrca*), a wskaźnikiem udziału kapitału obrotowego netto w finansowaniu aktywów obrotowych brutto (*Wscan*). Wartość obliczonego współczynnika korelacji rang wynosząca $r = -0,413$ może sugerować, że wzrost płynności finansowej może skutkować obniżeniem przychodowości majątku obrotowego w statystycznie średnim stopniu.

⁴ W celu obliczenia tych współzależności wykorzystano współczynniki korelacji rangowej Spearmana.

Z myślą o uzyskaniu precyzyjnych danych zdecydowano się na zaprezentowanie w pracy jedynie korelacji o wysokim poziomie istotności równym $\alpha = 0,05$. Przyjęto następującą interpretację wyliczonych współczynników korelacji (r):

$r = 0$ – współzależność nie występuje,

$0 < |r| < 0,3$ – słaby stopień współzależności,

$0,3 \leq |r| < 0,5$ – umiarkowany stopień współzależności,

$0,5 \leq |r| < 0,7$ – znaczny stopień współzależności,

$0,7 \leq |r| < 0,9$ – wysoki stopień współzależności,

$|r| \geq 0,9$ – bardzo wysoki stopień współzależności,

$|r| = 1$ – współzależność całkowita.

4. OKREŚLENIE DOMUJĄCYCH STRATEGII PRZYCHODOWOŚCI MAJĄTKU OBROTOWEGO GIEŁDOWYCH SPÓŁEK PRZEMYSŁOWYCH

Strategie zarządzania majątkiem obrotowym są z jednej strony wynikiem polityki przedsiębiorstwa w zakresie optymalizacji wielkości i struktury majątku obrotowego z punktu widzenia minimalizacji kosztów jego utrzymania. Z drugiej strony, odnoszą się do kształtowania struktury źródeł finansowania tego majątku, sprzyjającej maksymalizacji zysku przedsiębiorstwa. Z trzeciej zaś strony, powinny być postrzegane jako istotne działanie również z perspektywy kreowania wartości dodanej dla interesariuszy przedsiębiorstwa. W ogólnym pojęciu strategia gospodarowania majątkiem obrotowym definiowana jest jako model składający się z celów, zamierzeń i działań w zakresie zarządzania aktywami bieżącymi oraz kształtowania odpowiedniej struktury źródeł ich finansowania [Wasilewski i Zabolotny 2009: 5].

Literatura przedmiotu wyróżnia rozmaite typy strategii zarządzania majątkiem obrotowym przedsiębiorstwa. Na ogół przytaczany jest podział na strategię: defensywną (konserwatywną), ofensywną (agresywną) oraz pośrednią (umiarkowaną), przy czym:

– strategia defensywna, z punktu widzenia gospodarowania majątkiem obrotowym, polega na operowaniu strukturą aktywów bieżących i wyraża się przede wszystkim chęcią utrzymania w przedsiębiorstwie wysokiej kwoty najbardziej płynnych aktywów. Nadwyżka płynności służyć ma likwidacji zobowiązań spontanicznych w terminie ich wymagalności na wypadek, gdyby przedsiębiorstwu brakowało wystarczających wpływów finansowych z podstawowej, prowadzonej przez siebie działalności. Utrzymanie nadwyżki płynności odbijać się przy tym może na niższej rentowności przedsiębiorstwa [Słowik 2010: 65]. Defensywnej strategii gospodarowania majątkiem obrotowym towarzyszy więc niskie ryzyko, ale również możliwość osiągnięcia stosunkowo niskich dochodów;

– strategia ofensywna w gospodarowaniu aktywami obrotowymi przejawia się z kolei ograniczaniem płynnych aktywów, w skrajnym przypadku obniżony może zostać również poziom należności. Występuje wysoka rentowność aktywów trwałych, a niski udział gotówki stwarza korzystną przesłankę do uzyskania wyższego poziomu zwrotu z kapitału [Słowik 2010: 65]. Charakterystyczne jest także utrzymywanie wysokich kwot zobowiązań bieżących [Leahigh 1999: 109]. Podjęcie strategii ofensywnej wiąże się z kolei ze wzrostem ryzyka, jednakże szanse na osiągnięcie relatywnie znacznych zysków dla przedsiębiorstwa zdecydowanie się zwiększają;

– strategia umiarkowana jest z kolei sytuacją – wariantem pośrednim między strategią defensywną i ofensywną [Wasilewski i Zabolotny 2009: 5].

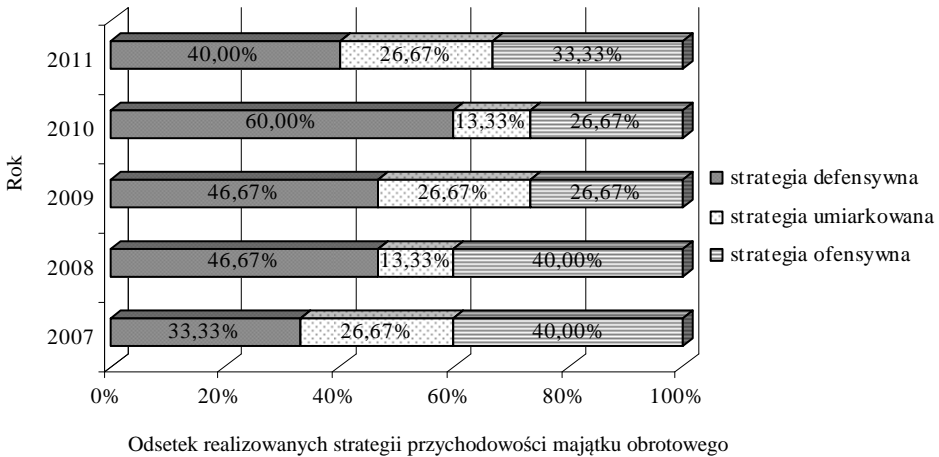
Przyjmując, że uwagi te odnoszą się również do strategii przychodowości przedsiębiorstwa, wskazać należy, że dla potrzeb niniejszego opracowania wyróżnione zostały analogiczne trzy rodzaje strategii przychodowości majątku

obrotowego giełdowych spółek przemysłowych. Ich podstawą wyróżnienia jest sektorowa wartość współczynnika przychodowości majątku obrotowego brutto (*Wrca*). Zgodnie z przyjętymi założeniami, strategie ofensywne mają miejsce w tych spółkach, w których wartość współczynnika przychodowości majątku obrotowego brutto jest większa co najmniej o 15% w stosunku do średniej arytmetycznej wartości tego wskaźnika dla branży. Strategie defensywne obejmują z kolei przedsiębiorstwa o wartościach współczynnika przychodowości niższych co najmniej o 15% od średniej arytmetycznej wartości tej miary dla całego sektora. Ze strategią umiarkowaną mamy zatem do czynienia, gdy wartości współczynnika przychodowości majątku obrotowego odchylają się do 15% *in minus* i *in plus* od średniej sektorowej wartości tej przychodowości.

Z analizy przeprowadzonych badań wynika, że zarówno wśród spółek giełdowych zaszeregowanych do grupy przedsiębiorstw przemysłu metalowego, jak i spółek giełdowych należących do przedsiębiorstw przemysłu spożywczego w analizowanym okresie zdecydowanie dominowały defensywne strategie przychodowości majątku obrotowego (zob. rys. 3 i rys. 4). W przypadku podmiotów gospodarczych działających w branży spożywczej, konserwatywne strategie przychodowości majątku obrotowego stosowane były przeciętnie przez 39% przedsiębiorstw w ciągu roku. Strategie umiarkowane każdego roku wdrażało przeciętnie 32% przedsiębiorstw spożywczych, zaś strategie ofensywne 29% przedsiębiorstw. Jeszcze większy odsetek przedsiębiorstw stosujących defensywne strategie przychodowości majątku obrotowego zanotowano wśród spółek giełdowych przemysłu metalowego. Każdego roku przeciętnie ten typ strategii stosowało aż 45,3% przedsiębiorstw. Strategie umiarkowane w ciągu roku implementowane były średnio przez 21,3% przedsiębiorstw sektora przemysłu metalowego, zaś strategie agresywne przez 33,4% przedsiębiorstw.

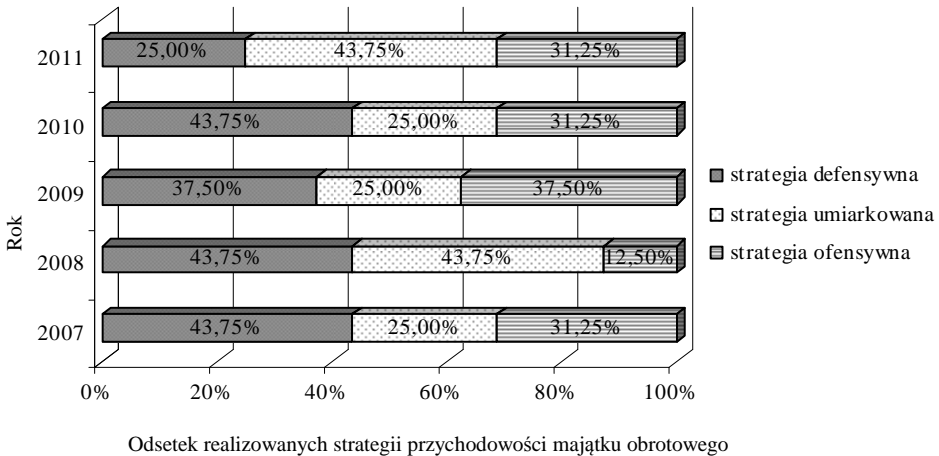
Badania wykazują także, że wśród spółek giełdowych zaliczanych do podmiotów przemysłu metalowego w latach 2007–2010 odnotować można było systematyczny wzrost przedsiębiorstw stosujących konserwatywne strategie przychodowości majątku obrotowego (zob. rys. 3). Podczas, gdy w 2007 r. odsetek podmiotów stosujących tego typu strategii wynosił jedynie 33,3%, to w 2010 r. wzrósł on do 60%. Wdrażanie strategii defensywnych, przyczyniających się do poprawy płynności finansowej i minimalizacji ryzyka operacyjnego, stało się powszechne w trudnym z gospodarczego punktu widzenia okresie.

Interesujące może wydawać się stwierdzenie, że w przypadku spółek zaliczanych do grona przedsiębiorstw przemysłu spożywczego, tego typu tendencja nie nastąpiła (zob. rys. 4). Za wyjątkiem 2011 r., odsetek jednostek gospodarczych implementujących konserwatywne strategie przychodowości majątku obrotowego wahał się w przedziale 37,5–43,5%. Dopiero w 2011 r. nastąpił spadek znaczenia strategii defensywnych na rzecz umiarkowanych strategii przychodowości majątku obrotowego.



Rys. 3. Strategie przychodowości majątku obrotowego przedsiębiorstw przemysłu metalowego w latach 2007–2011 liczone współczynnikiem *Wrca*.

Źródło: jak do rys. 1



Rys. 4. Strategie przychodowości majątku obrotowego przedsiębiorstw przemysłu spożywczego w latach 2007–2011 liczone współczynnikiem *Wrca*.

Źródło: jak do rys. 1.

Przedstawione wyniki badań nad realizowanymi strategiami przychodowości majątku obrotowego nie pozwalają na bliższe rozpoznanie rodzajów strategii przychodowości majątku obrotowego przez badane spółki należące do dwóch

analizowanych sektorów przemysłu. Rozszerzając wyniki dalszych analiz rodzajów strategii przychodowości majątku obrotowego, realizowanych przez poszczególne badane spółki wskazać jednak można, że zdecydowana większość przedsiębiorstw (69% spółek przemysłu spożywczego i 67% spółek przemysłu metalowego) przez co najmniej cztery lata wdrażała analogiczne strategie przychodowości majątku obrotowego (zob. tab. 4 i tab. 5).

Tabela 3

Strategie przychodowości majątku obrotowego realizowane przez spółki przemysłu spożywczego w latach 2007–2011

Nazwa przedsiębiorstwa	Strategia przychodowości majątku obrotowego realizowana w ciągu roku					Rodzaj dominującej strategii ⁵
	2007	2008	2009	2010	2011	
<i>Ambra SA</i>	D	D	D	D	D	Defensywna
<i>PKM Duda SA</i>	U	U	O	O	O	Brak
<i>Graal SA</i>	D	D	D	D	D	Umiarkowana
<i>Indykol SA</i>	O	O	O	O	O	Ofensywna
<i>Kruszwica SA</i>	U	U	O	U	U	Umiarkowana
<i>Makarony Polskie SA</i>	O	U	O	O	O	Ofensywna
<i>Mieszko SA</i>	U	U	U	U	U	Umiarkowana
<i>Mispol SA</i>	D	D	D	D	U	Defensywna
<i>ZPC Otmuchów SA</i>	O	U	O	D	U	Brak
<i>Pamapol SA</i>	D	D	D	U	U	Brak
<i>PBS Finanse SA</i>	D	D	D	D	D	Defensywna
<i>Pepees SA</i>	D	D	D	D	D	Defensywna
<i>Seko SA</i>	D	U	U	O	O	Brak
<i>Wawel SA</i>	O	U	U	U	U	Umiarkowana
<i>Wilbo SA</i>	U	D	U	D	U	Brak
<i>Grupa Żywiec SA</i>	O	O	O	O	O	Ofensywna

gdzie:
D – strategia defensywna;
U – strategia umiarkowana;
O – strategia ofensywna.

Źródło: jak do tab.1.

⁵ Zgodnie z przyjętymi założeniami, dominująca strategia gospodarowania majątkiem obrotowym występuje w sytuacji, gdy w analizowanym okresie badawczym określony rodzaj strategii występował co najmniej przez 4 lata badanego okresu.

Tabela 4

Strategie przychodowości majątku obrotowego realizowane przez spółki przemysłu metalowego w latach 2007–2011

Nazwa przedsiębiorstwa	Strategia przychodowości majątku obrotowego realizowana w ciągu roku					Rodzaj dominującej strategii
	2007	2008	2009	2010	2011	
<i>Alchemia SA</i>	D	D	D	D	O	Defensywna
<i>Boryszew SA</i>	U	U	O	D	U	Brak
<i>Complex SA</i>	D	D	D	D	D	Defensywna
<i>Fasing SA</i>	D	D	U	D	D	Defensywna
<i>Ferrum SA</i>	U	U	U	D	D	Brak
<i>Hutmen SA</i>	O	O	U	O	O	Ofensywna
<i>Impexmetal SA</i>	O	D	U	O	U	Brak
<i>Koelner SA</i>	D	D	D	D	D	Defensywna
<i>Mennica Polska SA</i>	O	O	O	O	O	Ofensywna
<i>Odlewnie Polskie SA</i>	O	O	D	U	O	Brak
<i>Orzeł Biały SA</i>	D	D	D	D	D	Defensywna
<i>Permedia SA</i>	U	D	D	D	D	Defensywna
<i>Stalprodukt SA</i>	O	O	O	O	U	Ofensywna
<i>ZUK Stąporów SA</i>	U	O	D	D	U	Brak
<i>Zetkama SA</i>	O	O	O	U	O	Ofensywna

gdzie:
D – strategia defensywna;
U – strategia umiarkowana;
O – strategia ofensywna.

Źródło: jak do tab.1.

5. ZAKOŃCZENIE

Przychodowość majątku obrotowego jest jednym z podstawowych czynników określających kondycję ekonomiczną przedsiębiorstwa i jednocześnie miernikiem charakteryzującym jego gospodarność.

Zasadnicza hipoteza badawcza zakładająca, że w przemysłowych spółkach giełdowych sektora spożywczego i sektora metalowego realizowane są głównie strategie wysokiej przychodowości majątku obrotowego, została zweryfikowana negatywnie. Zarówno w przypadku spółek giełdowych zaliczanych do grona przedsiębiorstw przemysłu metalowego, jak spółek zaszeregowanych do grona

przedsiębiorstw przemysłu spożywczego, w przeważającym stopniu odnotować można było pierwszeństwo stosowania konserwatywnych strategii przychodowości majątku obrotowego.

Zauważono jednocześnie, że w analizowanym horyzoncie nie występowały typowe, jednokierunkowe zmiany wielkości czynników kształtujących przychodowość majątku obrotowego, tj.: przychodowości kosztów, kosztochłonności kapitału obrotowego netto oraz miar struktury majątku obrotowego. Odnotować można fakt, iż współczynnik produktywności kosztów własnych sprzedaży (*Wrrcs*) był w badanym okresie miarą najbardziej stabilną, która w najmniejszym stopniu zmieniała swoją wartość. Z kolei największym wahaniom ulegała wartość współczynnika kosztochłonności majątku obrotowego netto (*Wccan*) – miary, która w najwyższym zakresie kształtowała strategię przychodowości majątku obrotowego.

Przedstawione wyniki badań nie mogą spełniać warunku generalizacji. Zawierają one cząstkowe rezultaty i otwierają perspektywy dalszych badań, obejmujących szersze spektrum przedsiębiorstw sektora przemysłu oraz odnoszące się do dłuższego okresu.

BIBLIOGRAFIA

- Duraj J., 2000, *Podstawy ekonomiki przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa.
- Gabrusewicz W., Remlein M., 2011, *Sprawozdanie finansowe przedsiębiorstwa jednostkowe i skonsolidowane*, PWE, Warszawa.
- Hand David J., 2005, *Eksploracja danych*. Wydawnictwa Naukowo-Techniczne, Warszawa.
- Leahigh D. J., 1999, *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa.
- Sierpińska M., Nesterak J., 1996, *Strategie finansowania majątku obrotowego przedsiębiorstw*, [w:] J. Duraj (red.), *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Sierpińska M., Jachna T., 2003, *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Słowik D., 2010, *Strategie zarządzania kapitałem obrotowym a rentowność wybranych przedsiębiorstw branży budowlanej*, „Studia i Materiały. Miscellanea Oeconomicae”, nr 2, Uniwersytet Humanistyczno-Przyrodniczy Jana Kochanowskiego w Kielcach, Kielce.
- Szymańska E., 2010, *Efektywność przedsiębiorstw – definiowanie i pomiar*, [w:] *Roczniki Nauk Rolniczych, Seria G*, t. 97, z. 2, Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego, Warszawa.
- Szymański P., 2007, *Zarządzanie majątkiem obrotowym w procesie kreowania wartości przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Petros, Łódź.
- Townley B., 2005, *Critical views of performance measurement*, [w:] *Encyclopedia of Social Measurement*, vol. 1, Elsevier, London–Amsterdam.
- Wasilewski M., Zabolotny S., 2009, *Sytuacja finansowa przedsiębiorstw o odmiennych strategiach zarządzania kapitałem obrotowym*, „Zeszyty Naukowe Szkoły Głównej Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie, Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej”, nr 78, Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie, Warszawa.

Michał Comporek

STRATEGIE PRZYCHODOWOŚCI MAJĄTKU OBROTOWEGO PRZEMYSŁOWYCH SPÓŁEK AKCYJNYCH NOTOWANYCH NA GIELDZIE PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W WARSZAWIE

Przychodowość majątku obrotowego jest istotną miarą z punktu widzenia podejmowania, realizacji i kontrolowania operacyjnych decyzji gospodarczych w przedsiębiorstwie. Odzwierciedla ona powstałe ilościowe i wartościowe efekty procesu produkcji i sprzedaży, przypadające na jednostkę pieniężną posiadanych aktywów obrotowych przedsiębiorstwa.

Zasadniczym celem artykułu jest przedstawienie wyników badań empirycznych nad zróżnicowaniem czynników kształtujących przychodowość majątku obrotowego giełdowych spółek akcyjnych. Do czynników tych zakwalifikowano: przychodowość kosztów, kosztochłonność kapitału obrotowego netto oraz strukturę majątku obrotowego.

Dla celów badawczych pracy sformułowana została jednocześnie hipoteza badawcza twierdząca, iż w przemysłowych spółkach giełdowych realizowane są głównie strategie wysokiej przychodowości majątku obrotowego. Badaniom empirycznym poddano spółki kapitałowe notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2007–2011, które zostały zakwalifikowane do grupy przedsiębiorstw przemysłu metalowego oraz przemysłu spożywczego.

Badania empiryczne wykazały, iż zarówno w przypadku spółek giełdowych zaliczanych do grona przedsiębiorstw przemysłu metalowego, jak spółek zaszeregowanych do grona przedsiębiorstw przemysłu spożywczego, w przeważającym stopniu odnotować można było pierwszeństwo stosowania konserwatywnych strategii przychodowości majątku obrotowego. W analizowanym horyzoncie nie występowały także typowe, jednokierunkowe zmiany wielkości czynników kształtujących przychodowość majątku obrotowego.

Wydaje się jednak, iż przedstawione wyniki badań nie mogą spełniać warunku generalizacji. Powinny być one poszerzone w oparciu o szersze spektrum przedsiębiorstw sektora przemysłu oraz w odniesieniu do dłuższego okresu badań.

THE STRATEGIES OF PRODUCTIVITY OF CURRENT ASSETS IN INDUSTRIAL PUBLIC COMPANIES LISTED ON THE STOCK EXCHANGE IN WARSAW

The dimension of revenues from current assets is an important measure in terms of making, implementation and monitoring of operational business decisions in the enterprise. It reflects the volume and value of the resulting effects of the production and sales per unit of money invested in current assets held by company.

The main objective of this paper is to present the results of empirical research on differences in factors affecting revenues from current assets of public limited companies. These factors were enrolled as: cost productivity, cost effectiveness of net working capital and the structure of current assets.

For the purpose of research it has been formulated hypothesis claiming, that industrial companies mainly implemented strategies of high revenues from current assets. Empirical research were conducted among companies quoted on the Stock Exchange in Warsaw in 2007–2011 and classified into a group of companies operating in: the metal industry and the food industry.

Empirical studies show that both in the case of industrial companies belonging to the group of companies operating in the metal, as companies classified in the group of food industry, predominantly it could be noted the priority of using of conservative strategy of revenues from current assets. In the projection horizon there were not also typical, one-way changes in the size of the factors influencing the revenues from current assets.

However it seems, that presented research results may not fulfill the conditions of generalization and should be extended on the basis of a wider spectrum of industrial companies, as well as in relation to longer period of research.