

Serhiy Zabolotnyy

Katedra Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw

Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

Strategie finansowania działalności spółek giełdowych z sektora agrobiznesu – wyniki badania opinii zarządzających

Wstęp

Efektywność funkcjonowania przedsiębiorstwa w warunkach gospodarki rynkowej w dużym stopniu uzależniona jest od doboru właściwych źródeł finansowania [Zabolotnyy 2011, s. 480]. W teorii finansów od lat toczy się dyskusja dotycząca sposobów kształtowania struktury finansowania oraz roli zarządzających w tym procesie. Zwolennicy teorii substytucji (static trade-off theory) twierdzą, że w polityce finansowej menedżerowie szukają kompromisu między maksymalizacją korzyści podatkowych a minimalizacją kosztów trudności finansowych, zapewniającego optymalną strukturę kapitału, czyli taką, przy której wartość przedsiębiorstwa jest najwyższa, a średni ważony koszt kapitału najniższy [Modigliani, Miller, 1958, s. 261–297; Duliniec 2007, s. 77]. Z kolei obrońcy teorii hierarchii uważają, że w pierwszej kolejności przedsiębiorcy wykorzystują wewnętrzne źródła finansowania, następnie kapitały obce, a dopiero po ich wyczerpaniu środki pochodzące z emisji akcji [Myers, Majluf 1984, s. 187–221]. Badania dotyczące problematyki finansowania działalności przedsiębiorstw były prowadzone w Stanach Zjednoczonych przez J. Grahama i D. Harveya [2001, s. 187–243] oraz w Europie Zachodniej przez F. Bancela i U. Mittoo [2004, s. 212–224]. W wyniku tych badań określono czynniki wpływające na kształtowanie polityki finansowej, a także zdefiniowano praktyczne metody i narzędzia zarządzania finansami przedsiębiorstw. W Polsce badania ankietowe prowadzone wśród osób odpowiedzialnych za finanse w spółkach giełdowych notowanych na GPW w Warszawie dotyczyły rozpoznania determinant struktury kapitałowej [Chojnacka 2010, s. 347–355]. Stwierdzono, że najistotniejszymi czynnikami wpływającymi na strukturę kapitału były elastyczność finansowa, zmienność zysków i przepływów pieniężnych oraz ograniczoność wewnętrznych zasobów finansowych.

Cel i zakres badań

Celem badań było poznanie opinii zarządzających na temat możliwości kształtowania strategii finansowania spółek giełdowych z sektora agrobiznesu. Na potrzeby opracowania przeprowadzono kwestionariusz wywiadu, zawierający pytania dotyczące strategii finansowania działalności, ze szczegółowym uwzględnieniem hierarchii źródeł finansowania, a także czynników wpływających na decyzje kapitałowe. 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 ludzkimi. Badanie przeprowadzono w 2011 roku. W artykule 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

W badanej zbiorowości odnotowano duże zróżnicowanie opinii zarządzających na temat kształtowania struktury pasywów w ramach stosowanych strategii finansowania działalności (tab. 1). Za najkorzystniejszy sposób finansowania działalności badanych spółek giełdowych uznano zadłużenie długoterminowe (3,3), natomiast kapitał własny oraz zadłużenie krótkoterminowe uzyskały identyczne oceny (2,7). W przedsiębiorstwach dużych i małych zadłużenie długoterminowe było stosunkowo mniej korzystnym źródłem finansowania (3,0) niż w przedsiębiorstwach średnich (3,8). W spółkach dużych największą preferencję wśród zarządzających miał kapitał własny (3,6), natomiast w przedsiębiorstwach średnich i małych ten sposób finansowania był mniej korzystny (odpowiednio 2,3 i 2,2). Zadłużenie krótkoterminowe było bardziej pożądanym źródłem finansowania niż kapitał własny w przedsiębiorstwach małych i średnich (odpowiednio 2,4 i 2,7). W spółkach dużych przewaga kapitałów własnych wskazywała natomiast na bardziej konserwatywny sposób zarządzania źródłami finansowania. Taka sytuacja mogła wynikać ze stosunkowo większego pokrycia bieżących potrzeb kapitałowych z wypracowanych zysków w tej grupie przedsiębiorstw.

Tabela 1

Wybrane aspekty strategii finansowania spółek giełdowych z sektora agrobiznesu w opiniach zarządzających

| Wyszczególnienie | Przychody ze sprzedaży [mln zł] | | | |
|---|---------------------------------|---------|----------|---------|
| | 50–199 | 200–599 | 600–2999 | średnio |
| 1. Jaki sposób finansowania jest najkorzystniejszy w przedsiębiorstwie? | | | | |
| a) kapitał własny | 2,2 | 2,3 | 3,6 | 2,7 |
| b) zadłużenie długoterminowe | 3,0 | 3,8 | 3,0 | 3,3 |
| c) zadłużenie krótkoterminowe | 2,4 | 2,7 | 3,0 | 2,7 |
| 2. Jakie źródło finansowania majątku obrotowego jest najkorzystniejsze w przedsiębiorstwie? | | | | |
| a) kapitał własny | 2,8 | 1,5 | 2,4 | 2,2 |
| b) zobowiązania długoterminowe | 1,6 | 3,2 | 1,8 | 2,2 |
| c) zobowiązania z tytułu dostaw i usług | 2,6 | 3,2 | 3,6 | 3,1 |
| d) kredyty bankowe | 2,8 | 3,3 | 3,2 | 3,1 |
| e) krótkoterminowe papiery dłużne | 0,4 | 1,2 | 1,2 | 0,7 |
| 3. Czy Państwo szacują koszt kapitału własnego? | | | | |
| a) tak | 80,0 | 83,0 | 100,0 | 87,5 |
| b) nie | 20,0 | 17,0 | 0,0 | 12,5 |
| 4. Jaka metodą szacują Państwo koszt kapitału własnego? | | | | |
| a) CAPM | 1,8 | 0,4 | 1,6 | 1,3 |
| b) średnie historyczne stopy zwrotu z kapitału własnego | 2,0 | 2,4 | 1,0 | 1,8 |
| c) zmodyfikowany CAPM | 1,0 | 0,4 | 1,2 | 0,9 |
| d) model zdyskontowanych przepływów środków pieniężnych | 1,8 | 1,8 | 1,2 | 1,7 |
| e) stopa zwrotu ustalana przez właścicieli | 1,5 | 1,6 | 3,6 | 2,2 |
| f) regulacje wynikające ze statutu przedsiębiorstwa | 1,3 | 0,4 | 0,0 | 0,6 |
| 5. Czy Państwo ustalają docelowy wskaźnik zadłużenia? [%] | | | | |
| a) nie | 60,0 | 50,0 | 0,0 | 37,5 |
| b) płynny | 20,0 | 16,7 | 40,0 | 25,0 |
| c) określony | 20,0 | 33,3 | 60,0 | 37,5 |
| d) sztywny | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |

Źródło: Opracowanie własne.

W przedsiębiorstwach mniejszych agresywna polityka finansowania działalności wynikała z dwóch powodów, po pierwsze z dążenia do osiągnięcia dodatknych efektów dźwigni finansowej oraz obniżenia kosztów zaangażowanego kapitału, a po drugie z konieczności spowodowanej niewystarczającym poziomem wewnętrznych źródeł finansowania.

Należy zaznaczyć, że w grupie przedsiębiorstw średnich oraz małych większe preferencje względem zadłużenia długoterminowego w strukturze finansowania mogły być pewnego rodzaju kompromisem, ponieważ to źródło finansowania było tańsze w odniesieniu do kapitału własnego oraz powiększało kapitał stały, ograniczając tym samym zapotrzebowanie na finansowanie krótkoterminowe w przedsiębiorstwach. Zmniejszało to ryzyko utraty płynności finansowej.

W badanej zbiorowości za najkorzystniejsze źródło finansowania majątku obrotowego zarządzający przedsiębiorstwami uznali zobowiązania z tytułu dostaw i usług (3,1) oraz kredyty bankowe (3,1), natomiast za mniej korzystne kapitał własny (2,2), zobowiązania długoterminowe (2,2) oraz krótkoterminowe papiery dłużne (0,7). Preferowanie zobowiązań krótkoterminowych determinowało obniżenie kosztu finansowania działalności przedsiębiorstwa, ponieważ koszt zaangażowania kapitałów stałych był wyższy w stosunku do pasywów krótkoterminowych. W grupie spółek dużych zobowiązania z tytułu dostaw i usług (3,6) były oceniane wyżej niż kredyty bankowe (3,2), z kolei w grupie przedsiębiorstw średnich i małych notowano sytuację odwrotną. Mogło to świadczyć o trudnościach w uzyskiwaniu kredytów handlowych na korzystnych warunkach w grupie podmiotów małych oraz konieczności wykorzystania w tym celu kredytów bankowych, charakteryzujących się wyższym ryzykiem płynności finansowej. Zarządzający przedsiębiorstwami małymi w finansowaniu majątku obrotowego nadawali duże znaczenie kapitałowi własnemu (2,8), przy czym atrakcyjność wykorzystania do tego celu kredytów bankowych była oceniana podobnie. Taka sytuacja świadczyła o tym, że wybór strategii często zależał od bieżącej pozycji kapitałowo-majątkowej oraz dostępności poszczególnych źródeł finansowania. W grupie przedsiębiorstw średnich zobowiązania długoterminowe (3,2) miały podobne znaczenie jak i zobowiązania z tytułu dostaw i usług (3,2) oraz kredyty bankowe (3,3). Kapitał własny był natomiast najmniej atrakcyjnym źródłem finansowania dla zarządzających z tej grupy (1,5), co świadczyło o preferowaniu bardziej agresywnych strategii finansowych. Mniejsze znaczenie zobowiązań długoterminowych w opinii zarządzających spółkami z pozostałych grup (odpowiednio 1,6 i 1,8) pośrednio wskazywało na chęć finansowania przyrostu aktywów obrotowych z krótkoterminowych kapitałów obcych w przypadku spółek dużych oraz z wypracowanych zysków w przypadku przedsiębiorstw o najniższych przychodach.

Decyzje w zakresie źródeł finansowania, w tym o charakterze krótkoterminowym, w dużym stopniu były determinowane podejściem do szacowania kosztu kapitału w badanych przedsiębiorstwach. Koszt kapitału własnego był szacowany w 87,5% badanych spółek, przy czym jedynie 20% przedsiębiorstw najmniejszych oraz 17% obiektów o średniej wielkości nie uwzględniało kosztu tego źródła finansowania w procesie podejmowania decyzji gospodarczych. Najpopularniejszymi metodami ustalania kosztu kapitału własnego było przyjmowanie stopy zwrotu ustalonej przez właścicieli (2,2), średnich historycznych stóp zwrotu z kapitału własnego (1,8) oraz wykorzystanie modelu zdyskontowanych przepływów środków pieniężnych (1,7). Należy zaznaczyć, że w spółkach największych stopę zwrotu ustalaną przez właścicieli przyjmowano stosunkowo najczęściej (3,6), z kolei drugą co do popularności metodą było szacowanie kosztu kapitału przy pomocy modelu CAPM (1,6).

W spółkach małych większą popularnością przy obliczeniu kosztu kapitału własnego niż w przedsiębiorstwach dużych charakteryzowała się metoda CAPM (1,8) oraz model zdyskontowanych przepływów środków pieniężnych (1,8). Wykorzystanie w małych obiektach metod o wysokim stopniu skomplikowania, na tle niższej w stosunku do innych grup preferencji dla krótkoterminowych źródeł finansowania, w opinii zarządzających tymi spółkami, mogło wskazywać na przyjmowanie niewłaściwych lub zbyt optymistycznych założeń do omawianych modeli, w wyniku czego koszt kapitału własnego był niedoszacowany. W grupie przedsiębiorstw małych najczęściej wykorzystywaną metodą obliczania kosztu kapitału własnego były średnie historyczne stopy zwrotu z kapitału własnego (2,0), których obniżenie, na skutek niekorzystnego kształtowania się sytuacji rynkowej, prowadziło również do sztucznego zaniżenia kosztu kapitału własnego. Najmniej popularnymi metodami do szacowania kosztu kapitału własnego był zmodyfikowany model CAPM oraz regulacje wynikające ze statutu przedsiębiorstwa. Oznaczało to, że zarządzający badanymi przedsiębiorstwami na ogół nie uwzględniali przy ustaleniu kosztu kapitału specyficznych czynników ryzyka, właściwych dla prowadzonej działalności. Brak odpowiednich zapisów co do kosztu kapitału w statucie przedsiębiorstwa dawał menedżerom większą swobodę w kształtowaniu polityki w zakresie struktury finansowania.

Jedną z podstawowych cech strategii finansowania jest poziom zadłużenia przedsiębiorstwa. W badanej zbiorowości 37,5% przedsiębiorstw nie miało docelowego wskaźnika zadłużenia, natomiast zarządzający pozostałymi spółkami deklarowali posiadanie płynnego (25,0%) oraz określonego (37,5%) wskaźnika zadłużenia we własnych przedsiębiorstwach. Potwierdzało to wyniki badań Julilvand i Harris, którzy stwierdzili, że zarządzający przedsiębiorstwami dążą do utrzymania wskaźników zadłużenia [Julilvand, Harris 1984, s. 144].

Płynny wskaźnik zadłużenia (flexible) charakteryzował się całkowitym uzależnieniem od bieżących potrzeb kapitałowych przedsiębiorstwa oraz sytuacji rynkowej, z kolei wskaźnik określony (somewhat tight) był wskaźnikiem docelowym, mogącym ulec zmianom w szczególnych przypadkach, na przykład w związku z koniecznością sfinansowania dużej inwestycji lub zaciągnięcia kredytu obrotowego w celu zrealizowania dodatkowego zamówienia. Żadne przedsiębiorstwo nie posiadało sztywnego wskaźnika zadłużenia (strict), całkowicie niezależnego od potrzeb kapitałowych i sytuacji ekonomicznej w otoczeniu. W grupie przedsiębiorstw dużych wszystkie przedsiębiorstwa miały płynne (40,0%) lub określone (60,0%) wskaźniki zadłużenia, natomiast w grupie spółek małych oraz średnich odpowiednio 60,0 oraz 50,0% przedsiębiorstw nie miało docelowego wskaźnika zadłużenia. Świadczyło to o bardziej sformalizowanych zasadach kształtowania strategii finansowania w przedsiębiorstwach o stosunkowo wyższych przychodach. Taki wniosek jest zgodny z wynikami badań D. Brunena, A. de Jonga, K. Koedijka [2004, s. 71–101], którzy stwierdzili, że docelowe wskaźniki zadłużenia są najczęściej ustalane przez przedsiębiorstwa duże, o wysokim poziomie dźwigni finansowej i wypłacające dywidendy. Należy również zaznaczyć, że stosowanie wskaźnika płynnego przemawiało za bardziej liberalną strategią finansowania niż w przypadku wskaźników sztywnych, gdyż przedsiębiorstwa kształtowały poziom zadłużenia w zależności od własnej fazy rozwoju oraz cyklu sprzedaży, nie ustalając minimalnego dopuszczalnego poziomu wypłacalności. W takiej sytuacji w warunkach koniunktury gospodarczej zaciągnięcie dodatkowych kredytów doprowadziłoby do dynamicznego wzrostu wartości rynkowej spółki, zadłużanie się w okresie dekoniunktury spowodowałoby natomiast duże ryzyko utraty zdolności do regulowania własnych zobowiązań. Utrzymywanie określonego wskaźnika zadłużenia świadczyło o przyjęciu bardziej defensywnej strategii finansowania, gdyż przedsiębiorstwa nie wykorzystywały w pełni wszystkich możliwości maksymalizacji wartości dla właścicieli, z kolei charakteryzowały się wyższym poziomem wypłacalności.

Zarządzający w różny sposób ustalali hierarchię czynników oddziałujących na kształtowanie polityki w zakresie struktury źródeł finansowania spółek giełdowych z sektora agrobiznesu (tab. 2). Głównym czynnikiem wpływającym na poziom zadłużenia w badanych przedsiębiorstwach w opiniach zarządzających była konieczność finansowania projektów inwestycyjnych (2,9). W badanej zbiorowości odnotowano duży wpływ innych czynników ograniczających poziom zadłużenia w przedsiębiorstwach, w tym potencjalnych kosztów trudności finansowych (2,2), zmienności zysków i przepływów pieniężnych (2,5) oraz kosztów transakcyjnych i kosztów związanych z emisją zadłużenia (2,3). Mniejsze znaczenie korzyści podatkowych w kształtowaniu struktury finansowania (1,7), zgodnie z teorią substytucji (trade-off theory), wskazywało na

Tabela 2

Czynniki oddziałujące na kształtowanie struktury źródeł finansowania spółek giełdowych z sektora agrobiznesu w opinii zarządzających

| Wyszczególnienie | Przychody ze sprzedaży [mln zł] | | | |
|--|---------------------------------|---------|----------|---------|
| | 50–199 | 200–599 | 600–2999 | średnio |
| 1. Jakie czynniki mają największy wpływ na decyzje o właściwym poziomie zadłużenia Państwa przedsiębiorstwa? | | | | |
| a) korzyści podatkowe | 1,2 | 1,7 | 2,2 | 1,7 |
| b) potencjalne koszty trudności finansowych | 1,6 | 2,3 | 2,6 | 2,2 |
| c) wskaźnik zadłużenia innych firm z branży | 1,0 | 1,3 | 2,0 | 1,4 |
| d) rating kredytowy firmy | 1,0 | 2,3 | 2,8 | 2,0 |
| e) koszty transakcyjne oraz koszty związane z emisją zadłużenia | 1,6 | 2,2 | 3,0 | 2,3 |
| f) elastyczność finansowa | 1,2 | 2,7 | 2,6 | 2,2 |
| g) zmienność zysków i przepływów pieniężnych | 2,0 | 3,0 | 2,4 | 2,5 |
| h) ograniczenie zadłużenia w celu obniżenia ryzyka płynności finansowej | 1,8 | 1,8 | 2,6 | 2,1 |
| i) ograniczenie zadłużenia w celu zwiększenia pewności klientów/dostawców co do sytuacji przedsiębiorstwa | 1,8 | 2,0 | 2,6 | 2,1 |
| j) zadłużenie w celu zmniejszenia prawdopodobieństwa przejęcia przedsiębiorstwa | 0,6 | 1,7 | 0,8 | 1,0 |
| k) zadłużenie w celu realizacji projektów inwestycyjnych | 3,0 | 2,8 | 3,0 | 2,9 |
| l) zadłużenie w celu zapewnienia większej dyscypliny zarządu w gospodarowaniu przepływami pieniężnymi | 0,6 | 1,5 | 2,0 | 1,4 |
| m) ograniczenie zadłużenia w celu przeniesienia całości zysków na właścicieli, a nie wierzycieli | 1,2 | 1,3 | 2,0 | 1,5 |
| 2. Jakie inne czynniki mają wpływ na decyzję o właściwym poziomie zadłużenia? | | | | |
| a) zadłużamy się, kiedy wypracowanych zysków nie wystarcza na finansowanie nowych projektów | 3,0 | 3,5 | 2,6 | 3,0 |
| b) zadłużamy się, kiedy stopy oprocentowania są stosunkowo niskie | 1,0 | 2,2 | 2,0 | 1,7 |
| c) zadłużamy się, kiedy rynkowa wartość akcji jest niska | 0,6 | 1,0 | 0,6 | 0,7 |
| d) zadłużamy się w celu sfinansowania wzrostu aktywów obrotowych | 2,0 | 2,3 | 1,4 | 1,9 |
| e) zadłużamy się w celu zwiększenia zasobów gotówkowych | 1,2 | 2,0 | 1,6 | 1,6 |
| f) nie zadłużamy się ze względu na wysokie koszty transakcyjne | 1,4 | 0,7 | 2,0 | 1,4 |
| g) zadłużamy się, kiedy wypracowaliśmy znaczący zysk | 0,4 | 0,7 | 1,0 | 0,7 |

Źródło: Opracowanie własne.

preferowanie zachowawczych strategii finansowania działalności, przejawiających się w ograniczaniu efektu dźwigni finansowej. Podobny wniosek można sformułować dla wszystkich wyodrębnionych grup przedsiębiorstw, gdyż, według respondentów, potencjalne koszty trudności finansowych (2,2) miały większe znaczenie niż korzyści podatkowe (1,7). Należy jednak zaznaczyć, że wśród wyodrębnionych grup korzyści podatkowe odgrywały największe znaczenie w przedsiębiorstwach dużych (2,2), co potwierdza wnioski sformułowane przez J. Grahama i C. Harveya [2001, s. 187–203] w odniesieniu do amerykańskich spółek giełdowych. Ponadto, istotność kosztów transakcyjnych przy podejmowaniu decyzji w zakresie finansowania świadczyła, że zarządzający nie byli skłonni do częstych zmian w strukturze kapitału przedsiębiorstw.

Duże znaczenie elastyczności finansowej w polityce finansowania przedsiębiorstw największych (2,6) oraz średnich (2,7) było potwierdzeniem teorii hierarchii źródeł finansowania (pecking-order theory), według której firma preferuje w pierwszej kolejności wykorzystanie wewnętrznych źródeł finansowania, po czym angażowane są kapitały z zewnątrz. Świadczyło to o wyborze bardziej konserwatywnych strategii finansowania w omawianych grupach przedsiębiorstw. Ponadto, w odniesieniu do wcześniejszych odpowiedzi zarządzających należy zaznaczyć, że w grupie przedsiębiorstw średnich elastyczność finansowa mogła być utożsamiana nie tylko z wykorzystaniem kapitału własnego jako preferencyjnego źródła finansowania, ale i długoterminowych kapitałów obcych, gdyż ten składnik pasywów był postrzegany jako kapitał o stosunkowo niższym poziomie ryzyka. W przedsiębiorstwach małych elastyczność finansowa miała zdecydowanie mniejsze znaczenie w podejmowaniu decyzji w zakresie finansowania (1,2), co przemawiało za świadomym wyborem bardziej agresywnych strategii w tej grupie przedsiębiorstw.

Duże znaczenie ratingu kredytowego (2,8), a także dążenie do obniżenia ryzyka płynności finansowej (2,6) w spółkach największych przemawiało za wyborem bezpieczniejszych źródeł finansowania w tej grupie przedsiębiorstw. Takie czynniki, jak zadłużanie się w celu zapewnienia dyscypliny zarządu oraz ograniczenia zadłużenia w celu przeniesienia zysków na właścicieli miały natomiast mniejsze znaczenie w opiniach zarządzających (odpowiednio 1,4 oraz 1,5). Oznacza to, że w kształtowaniu struktury finansowania spółek giełdowych teorie grup interesów nie miały większego zastosowania, a maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa nie była dla właścicieli priorytetowym celem zarządzających.

Częściowym potwierdzeniem postępowania zarządzających według teorii hierarchii źródeł finansowania są odpowiedzi respondentów na pytanie dotyczące innych czynników, mających wpływ na właściwy poziom zadłużenia. Z jednej strony najczęściej podejmowano decyzje o zwiększeniu poziomu zadłużenia na skutek niewystarczalności zysków na finansowanie nowych projektów (3,0),

co było zgodne z założeniami teoretycznymi. Z drugiej zaś mały wpływ niskiej wartości akcji na decyzje o zadłużaniu się (0,7) nie dawał podstaw do sformułowania wniosku o preferencyjnym traktowaniu kredytów w stosunku do emisji akcji. Ponadto, niskie stopy oprocentowania w niewielkim stopniu motywowały zarządzających do zaciągnięcia kredytów (1,7), co wskazywało na świadome ograniczenie korzyści z tytułu niższego kosztu kapitału i przemawiało za bardziej konserwatywnymi strategiami finansowymi. Istnienie kosztów transakcyjnych nie było znaczącym czynnikiem zniechęcającym zarządzających badanymi spółkami do zwiększenia zadłużenia (1,4). Te dane w niewielkim stopniu potwierdzały założenia teorii substytucji. Respondenci wskazywali również na konieczność zadłużania się w celu sfinansowania wzrostu aktywów obrotowych (1,9), co mogło być jednym ze sposobów obniżenia kosztów finansowania majątku obrotowego, gdyż kapitał obcy był tańszy od wewnętrznych źródeł finansowania działalności bieżącej. Zadłużanie się na potrzeby zwiększenia zasobów gotówkowych, w opiniach zarządzających, miało umiarkowane znaczenie (1,6), wskazując na konieczność finansowania braków płynności majątkowej w okresach zwiększonego zapotrzebowania na gotówkę.

Wśród najważniejszych czynników wpływających na wybór pomiędzy długoterminowym i krótkoterminowym zadłużeniem była konieczność synchronizacji terminu zadłużenia z okresem zaangażowania aktywów obrotowych (2,4) oraz niższe oprocentowanie zadłużenia krótkoterminowego w stosunku do długoterminowego (2,1) (tab. 3).

Wymienione czynniki świadczyły o dążeniu zarządów przedsiębiorstw do obniżenia kosztów finansowania działalności bieżącej. W warunkach wzrostu stóp procentowych brak synchronizacji aktywów ze źródłami finansowania o porównywalnym okresie zapadalności determinował konieczność zaangażowania droższych niż dotychczas kapitałów obcych, zwiększenie długoterminowych źródeł finansowania mogło natomiast prowadzić do wzrostu średniego ważonego kosztu kapitału. Należy zaznaczyć jednak, że cele w postaci obniżenia kosztu kapitału oraz synchronizacji w bieżącym zarządzaniu finansami miały stosunkowo większe znaczenie w grupie przedsiębiorstw dużych (odpowiednio 3,0 i 3,0), niż średnich (2,5 i 2,3) i małych (0,8 i 1,8). Ponadto, w przedsiębiorstwach największych stosunkowo duże znaczenie miało wykorzystanie zadłużenia krótkoterminowego w celu zapewnienia właścicielom wyższych korzyści z realizacji nowych projektów w stosunku do wierzycieli długoterminowych (2,6). Mogło to być związane z problemem niedoinwestowania w przedsiębiorstwie, czyli sytuacją, w której właściciele niechętnie podejmowali projekty inwestycyjne o wyższej stopie zwrotu, gdyż w ich odczuciu wypracowane zyski mogły być wykorzystane na spłatę zadłużenia długoterminowego. Kolejnym ważnym czynnikiem decydującym o strukturze zadłużenia w dużych spółkach giełdowych

Tabela 3

Czynniki wpływające na wybór pomiędzy krótko- a długoterminowymi źródłami finansowania w opinii zarządzających spółkami giełdowymi z sektora agrobiznesu

| Wyszczególnienie | Przychody ze sprzedaży [mln zł] | | | |
|---|---------------------------------|---------|----------|---------|
| | 50–199 | 200–599 | 600–2999 | średnio |
| 1. Co wpływa na Państwa decyzje finansowania działalności zadłużeniem długo- lub krótkoterminowym? | | | | |
| a) zadłużenie jest wykorzystywane wtedy, gdy oprocentowanie jest niższe w stosunku do długoterminowego | 0,8 | 2,5 | 3,0 | 2,1 |
| b) konieczność synchronizacji terminu zadłużenia z okresem zaangażowania aktywów obrotowych | 1,8 | 2,3 | 3,0 | 2,4 |
| c) zadłużamy się w celu minimalizacji kapitału obrotowego netto | 0,6 | 1,5 | 1,8 | 1,3 |
| d) zadłużenie krótkoterminowe jest wykorzystywane wtedy, gdy oczekuje się obniżenia długoterminowych stóp procentowych | 0,4 | 2,2 | 1,8 | 1,5 |
| e) zadłużenie krótkoterminowe jest wykorzystywane wtedy, gdy dąży się do zapewnienia właścicielom wyższych korzyści z realizacji nowych projektów, w stosunku do wierzycieli długoterminowych | 0,8 | 1,3 | 2,6 | 1,6 |
| f) wykorzystujemy zadłużenie krótkoterminowe, ponieważ oczekujemy poprawy ratingu kredytowego | 0,2 | 1,5 | 2,2 | 1,3 |
| g) zadłużenie krótkoterminowe zmniejsza prawdopodobieństwo tego, że zostaną podjęte projekty o wyższym poziomie ryzyka | 0,8 | 1,7 | 2,6 | 1,7 |
| h) emitujemy długoterminowe zadłużenie, chcąc ograniczyć ryzyko refinansowania w okresach dekonjunktury | 1,6 | 1,7 | 1,2 | 1,5 |

Źródło: Opracowanie własne.

było przekonanie zarządzających, że zobowiązania krótkoterminowe zmniejszają prawdopodobieństwo podjęcia projektów o wyższym poziomie ryzyka (2,6). Taka sytuacja wynikała z faktu, że długoterminowe kapitały obce cechowały się wyższym oprocentowaniem, a więc wymagały realizacji projektów inwestycyjnych o wyższych stopach zwrotu.

W warunkach awersji właścicieli do ryzyka, wyrażającej się w niechęci podejmowania projektów o wyższych stopach zwrotu, mógł występować deficyt środków pieniężnych na spłatę zadłużenia długoterminowego, czyli utraty równowagi dochodowej spółek giełdowych. W dużych spółkach, w przeciwieństwie do przedsiębiorstw średnich i małych, większe znaczenie przy wyborze krótkoterminowych źródeł finansowania miał rating kredytowy (2,2). Zarządzający przedsiębior-

stwami zaciągali kredyty krótkoterminowe wówczas, gdy oczekiwali na poprawę ratingu kredytowego, ponieważ wzrost zdolności kredytowej przedsiębiorstw umożliwiał uzyskanie finansowania długoterminowego na korzystniejszych niż dotychczas warunkach. Należy zaznaczyć, że w grupie przedsiębiorstw średnich istotnymi czynnikami wpływającymi na poziom zadłużenia krótkoterminowego było wykorzystanie zadłużenia krótkoterminowego przy oczekiwaniu na obniżenie długoterminowych stóp procentowych (2,2), a także kwestia ograniczenia ryzyka refinansowania w okresach dekonstrukcji (1,7). Z jednej strony taka postawa zarządzających świadczyła o dążeniu do obniżenia kosztu kapitału finansującego działalność spółek, z drugiej zaś wskazywała na przychylność względem kapitałów długoterminowych, zakładających niższe ryzyko utraty płynności finansowej. Stosunkowo mały wpływ celu w postaci minimalizacji kapitału obrotowego netto (1,3) na decyzje odnośnie struktury finansowania w badanej zbiorowości potwierdzał wniosek o stałości relacji kapitałowo-majątkowych oraz wskazywał na nadrzędne znaczenie kwestii utrzymania płynności finansowej, co mogło prowadzić do wzrostu kosztów finansowania badanych przedsiębiorstw.

Zarządzający badanymi przedsiębiorstwami określali własną strategię finansowania majątku jako umiarkowaną (75,0%) oraz konserwatywną (25,0%), przy braku strategii agresywnych (tab. 4). W przedsiębiorstwach najmniejszych wszyscy zarządzający deklarowali realizację strategii umiarkowanej (100%), natomiast w przedsiębiorstwach dużych strategia konserwatywna była stosowana w 40,0% przypadków, a w spółkach średnich – w 33,3%. Potwierdzało to wnioski płynące z wcześniejszych wypowiedzi, ponieważ badane przedsiębiorstwa w większym stopniu były nastawione na utrzymanie płynności finansowej niż maksymalizację korzyści, wynikających z niższych kosztów finansowania.

Zarządzający przedsiębiorstwami na ogół określali docelowe wskaźniki zadłużenia, szacowali koszt kapitału oraz dążyli do zapewnienia elastyczności finansowej. Świadomość kosztów trudności finansowych oraz transakcyjnych była

Tabela 4

Strategia finansowania majątku w opiniach zarządzających spółek giełdowych z sektora agrobiznesu [%]

| Strategia | Przychody ze sprzedaży [mln zł] | | | |
|---------------|---------------------------------|---------|----------|--------|
| | 50–199 | 200–599 | 600–2999 | Ogółem |
| agresywna | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| konserwatywna | 0,0 | 33,3 | 40,0 | 25,0 |
| umiarkowana | 100,0 | 66,7 | 60,0 | 75,0 |

Źródło: Opracowanie własne.

również barierą w maksymalizacji efektów dźwigni finansowej. We wszystkich grupach przedsiębiorstw ważną kwestią było zarządzanie źródłami finansowania zgodnie z koncepcją harmonizacji, co umożliwiała obniżenie ryzyka powstawania dodatkowych kosztów finansowych. Z kolei w przedsiębiorstwach dużych zadłużenie krótkoterminowe było również wykorzystywane w celu uniknięcia konfliktów między właścicielami i wierzycielami, a także jako pomocnicze źródło finansowania, mające na celu stworzenie korzystniejszej perspektywy dla zadłużenia długoterminowego.

Wnioski

Na podstawie przeprowadzonych w artykule badań sformułowano następujące wnioski:

1. Zarządzający przedsiębiorstwami z sektora agrobiznesu stosowali zróżnicowane strategie finansowania działalności gospodarczej, z przewagą strategii umiarkowanych. W badanej zbiorowości za najkorzystniejsze źródło finansowania uznawano zobowiązania długoterminowe. Taka sytuacja stanowiła kompromis w ramach relacji dochód-ryzyko, ponieważ ten składnik pasywów z jednej strony był tańszy w stosunku do środków własnych, a z drugiej zasiliał kapitał stały spółek, ograniczając ryzyko płynności finansowej. Jednocześnie zaangażowanie kapitałów długoterminowych umożliwiało wykorzystanie efektu dźwigni finansowej. W grupie przedsiębiorstw o niższych przychodach ze sprzedaży odnotowano bardziej agresywne strategie finansowania niż w spółkach dużych, co mogło wynikać zarówno ze świadomego wyboru zarządzających, jak i trudnej sytuacji finansowej, determinującej konieczność zadłużania się.
2. Zarządzający spółkami giełdowymi z sektora agrobiznesu dążyli do obniżenia kosztów finansowania prowadzonej działalności gospodarczej. Przejawem takiego podejścia było finansowanie aktywów obrotowych ze źródeł krótkoterminowych, co skutkowało zmniejszeniem zapotrzebowania na inwestycje w kapitał obrotowy netto, a także umożliwiało obniżenie średniego ważonego kosztu kapitału. W spółkach najmniejszych zbliżone oceny atrakcyjności wykorzystania własnych i obcych źródeł finansowania świadczyły o elastycznych strategiach finansowania majątku obrotowego. Wśród najważniejszych czynników wpływających na wybór między długo- i krótkoterminowym zadłużeniem były konieczność synchronizacji terminu zadłużenia z okresem zaangażowania aktywów obrotowych oraz niższe oprocentowanie zadłużenia krótkoterminowego w stosunku do długoterminowego.

3. W opinii zarządzających najbardziej popularnymi metodami szacowania kosztu kapitału własnego były przyjmowanie stopy zwrotu wymaganej przez właścicieli, średnich historycznych stóp zwrotu z kapitału własnego, oraz wykorzystanie modelu zdyskontowanych przepływów środków pieniężnych. Mała popularność modeli CAPM, a także zdyskontowane przepływy pieniężne, w stosunku do stóp zwrotu ustalanych przez właścicieli w grupie przedsiębiorstw dużych, mogła świadczyć o awersji zarządzających do złożonych metod szacowania kapitału własnego. Wykorzystanie stopy zwrotu z kapitałów własnych, wymaganej przez właścicieli jako koszt kapitału własnego, miało swoje uzasadnienie merytoryczne, gdyż podstawowym celem działalności przedsiębiorstw było zapewnienie właścicielom oczekiwanych korzyści z prowadzonej działalności.
4. Większość spółek giełdowych z sektora agrobiznesu określała wskaźniki zadłużenia¹, co z jednej strony potwierdzało założenia teorii substytucji źródeł finansowania, według której przedsiębiorstwo poszukuje optymalnej relacji pomiędzy poziomem kapitałów własnych i obcych, umożliwiającej osiągnięcie maksymalnie możliwych oszczędności podatkowych, przy określonym ryzyku bankructwa. Z drugiej strony utrzymanie niskich wskaźników zadłużenia mogło świadczyć o dążeniu do maksymalizacji udziału kapitału własnego, co przemawiało za teorią hierarchii.
5. W opinii zarządzających, podstawową determinantą zadłużania się była konieczność finansowania nowych projektów inwestycyjnych. Z jednej strony taka sytuacja mogła świadczyć o niewystarczalności własnych kapitałów na finansowanie rozwoju badanych przedsiębiorstw, co determinowało bardziej agresywne strategie kształtowania pasywów, z drugiej zaś zwiększenie zadłużenia na inwestycje mogło wynikać ze świadomych działań zarządzających i być przejawem większego nastawienia na maksymalizację wartości dla właścicieli. Do innych ważnych czynników wpływających na poziom zadłużenia zaliczano potencjalne koszty trudności finansowych, zmienność zysków i przepływów pieniężnych, koszty transakcyjne i koszty związane z emisją zadłużenia.

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.

¹ Poszczególne rodzaje wskaźników scharakteryzowano na s. 162.

- 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.
- DULINIEC A.: *Finansowanie przedsiębiorstwa*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007.
- GRAHAM J.R., HARVEY C.R.: *The theory and practice of corporate finance: evidence from the field*, Journal of Financial Economics, nr 60, 2001.
- JULILVAND A., HARRIS R.S.: *Corporate Behavior in Adjusting to Capital Structure and Dividend Targets: An Econometric Study*, Journal of Finance, 39, 1, 1984.
- MODIGLIANI F., MILLER M.H.: *The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment*, „The American Economic Review”, V.18, No. 3, 1958.
- MYERS S.C., MAJLUF N.S.: *Corporate Financing and Investment Decisions. When Firms Have Information that Investors Do Not Have*, „Journal of Financial Economics”, V. 13, I. 3, 1984.
- ZABOLOTNYY S.: *Strategia płynności finansowej w zależności od typu działalności przedsiębiorstw*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, nr 158, Wrocław 2011.

Strategies of Financing of Joint Stock Companies from the Agribusiness Sector – in Opinions of Managers

Abstract

In the article the opinions of agribusiness joint stock companies' managers concerning strategies of financing are presented. By means of survey technique the hierarchy of sources of financing, factors influencing the capital structure and methods of equity capital estimation were defined. It was stated that in the companies of agribusiness variable strategies of capital management were applied, with the advantage of moderate strategies. The most effective source of financing was long-term debt. The main reason for increasing the debt level was the necessity to finance new investment projects. Among the most important factors determining the choice between long-term and short-term debt were the necessity to synchronize the term of debt with the period of current assets' cycle as well as the lower interest rate of the short-term debt comparing to long-term debt.