

Płynność finansowa i wzrost przedsiębiorstw – analiza na przykładzie spółek notowanych na GPW w Warszawie

Monika Bolek, Rafał Wolski*

Streszczenie: *Cel* – Celem artykułu jest ocena wpływu płynności finansowej na wzrost przedsiębiorstw notowanych na GPW w Warszawie.

Metodologia badania – Badanie regresji przekrojowo-czasowej przeprowadzono na danych rocznych, pochodzących z raportów finansowych badanych spółek.

Wynik – Stwierdzono występowanie wpływu płynności finansowej na wzrost przedsiębiorstw. Spadek liczby dni w cyklu konwersji gotówki wpływa pozytywnie na wzrost przedsiębiorstw w każdej analizowanej perspektywie czasu. Stwierdzono również, że im większa spółka, tym mniejszy jest jej wzrost.

Oryginalność/wartość – Przeprowadzono badanie wpływu płynności finansowej na wzrost przedsiębiorstw w grupie spółek dojrzałych, notowanych na GPW i stwierdzono, że realizowana strategii płynności determinuje dynamikę ich wzrostu.

Słowa kluczowe: płynność finansowa, wzrost przedsiębiorstw

Wprowadzenie

Badając zagadnienie wzrostu przedsiębiorstw, należy uwzględnić cel ich działania i różne aspekty, które brane są pod uwagę przy ocenie tego zjawiska. O wzroście przedsiębiorstwa decyduje jego wielkość; a im większa jednostka gospodarcza, tym pewniejsze jest jej przetrwanie na rynku. Wzrost przedsiębiorstw związany jest także z rentownością i reinwestycją zysków, a na rentowność, zgodnie z teorią, wpływa płynność finansowa, która w związku z powyższym pośrednio powinna wpływać także na wzrost przedsiębiorstw.

Celem artykułu jest próba opisanie zjawiska wpływu płynności finansowej na wzrost przedsiębiorstw z uwzględnieniem ich wielkości na przykładzie dojrzałych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. W związku z powyższym zweryfikowano hipotezę – płynność finansowa wpływa na wzrost przedsiębiorstw, przy czym ze względu na złożoność analizowanego zjawiska nie można jednoznacznie określić kierunku tego wpływu. Dodatkowo zweryfikowano hipotezy pomocnicze o wpływie wielkości

* dr Monika Bolek, Uniwersytet Łódzki, Katedra Rynku i Inwestycji Kapitałowych, e-mail: monika.bolek@uni.lodz.pl; dr Rafał Wolski, Uniwersytet Łódzki, Katedra Rynku i Inwestycji Kapitałowych, e-mail: rafal.wolski@uni.lodz.pl.

badanych jednostek na dynamikę wzrostu, który powinien być niższy w większych spółkach oraz o pozytywnym wpływie wzrostu PKB na wzrost jednostek gospodarczych.

Artykuł składa się z następujących części – w pierwszej przedstawiono analizę rozpatrywanego problemu, następnie opisano dane, metodę badawczą oraz wyniki badań, a w ostatniej sekcji zawarto konkluzje.

1. Analiza problemu

Płynność finansową można rozpatrywać w ujęciu majątkowym, definiując ją jako zdolność do zamiany składników aktywów na środki pieniężne, następnie w ujęciu majątkowo-kapitałowym, jako krótkookresową zdolność do płacenia aktualnych zobowiązań (Wędzki, 2003, s. 33). Płynność finansowa jest definiowana także jako zdolność jednostki gospodarczej do terminowego regulowania bieżących zobowiązań (Jachna, Sierpińska, 2004). Ponadto można o płynności finansowej mówić w ujęciu dynamicznym, co wymaga przeprowadzenia analizy przepływów pieniężnych (Kusak, Kowalczyk, 2006, s. 47). Cykl konwersji gotówki określa z kolei czas, jaki upływa od momentu wypływu środków pieniężnych związanych z regulowaniem zobowiązań do momentu wpływu środków z zainkasowanych należności (Richards, Laughlin, 1980) i reprezentuje dynamiczne podejście, odmienne w swojej naturze od tego opartego na przepływach finansowych. Należy także zwrócić uwagę na to, że poszczególne miary płynności są ze sobą wzajemnie powiązane (Bolek, Wolski, 2011), co może powodować trudności przy interpretacji wyników.

Płynność finansowa może mieć pośredni wpływ na rozwój jednostki gospodarczej, który w finansach reprezentowany jest przez wskaźniki wzrostu aktywów, kapitałów własnych, sprzedaży oraz zysków na akcję. Pomiar wzrostu przedsiębiorstw jest problemem trudnym do rozwiązania i wywołuje kontrowersje ze względu na zmienną, która powinna reprezentować ten proces. Davidson i Wiklund (2000) stwierdzili, że modelowanie wzrostu nie przynosi oczekiwanych rezultatów ze względu na zróżnicowany sposób pomiaru tego zjawiska i nieporównywalne wyniki prowadzonych badań, niepozwalające na sformułowanie jednoznacznych wniosków. Należy zauważyć, że wybór miar wzrostu jest subiektywny i nieoparty szerokimi analizami (Weinzimmer, Nystrom, Freeman, 1998). Analiza problemu wzrostu dojrzałych przedsiębiorstw na rynku kapitałowym związana jest z tym, że cel ich działania łączy się ze wzrostem.

Bieniasz i Gołaś (2008) twierdzą, że maksymalizacja wartości jest determinowana oddziaływaniem dwóch grup czynników – tzw. czynników pozaekonomicznych, związanych z różnymi uwarunkowaniami o charakterze politycznym, prawnym, technicznym i społecznym oraz parametrów ekonomiczno-finansowych, wśród których obok rentowności pierwszorzędne znaczenie ma płynność finansowa. Skoro rentowność wpływa na wzrost przedsiębiorstw (Damodaran, 2007), a płynność finansowa związana jest z rentownością oznacza to, że płynność pośrednio powinna determinować wzrost, a biorąc pod uwagę, że

płynność, tak jak zaprezentowano powyżej, jest zagadnieniem złożonym, to wpływ tego zjawiska na wzrost może być wieloaspektowy oraz wielokierunkowy.

Wzrost jest jednym z głównych celów działalności przedsiębiorstwa, dzięki czemu rośnie jego wartość, co czyni inwestycję w jego akcje atrakcyjną. Pushkar i Dargunova (2016) wykazali na przykład, że na efektywny i zrównoważony wzrost wpływa rentowność (sprzedaży, aktywów, kapitałów własnych i zainwestowanego kapitału) oraz płynność finansowa, w tym ta reprezentowana przez wskaźnik płynności bieżącej. Z kolei Cai i Mu (2015) stwierdzili, że brak dostatecznej wielkości płynnych aktywów może wpływać na wzrost zagrożenia upadłością, a zbyt wolny lub zbyt szybki rozwój są związane z płynnością aktywów. Istnieje pozytywny związek pomiędzy rentownością, a strukturą aktywów i stopą zrównoważonego wzrostu. W przytoczonym artykule stwierdzono występowanie negatywnej zależności pomiędzy zdolnością regulowania zobowiązań i stopą zrównoważonego wzrostu.

Wzrost przedsiębiorstwa może być mierzony wzrostem sprzedaży, aktywów czy kapitału własnego, ale może nie powodować wzrostu wartości dla właścicieli, ponieważ zyski mogą nie rosnąć, gdy w organizacji realizowane są nierentowne projekty inwestycyjne, charakteryzujące się ujemnym NPV. Danbolt, Hirst i Jones (2011) przedstawili szczegółową analizę związku rentowności inwestycji z przyszłymi zyskami na akcje, które odzwierciedlają wzrost przedsiębiorstwa.

Wybór jak największej liczby miar wzrostu przedsiębiorstw pozwala lepiej ocenić to zjawisko, jednak stwarza ograniczenia badawcze ze względu na liczbę modeli, które należy poddać analizie. Z tego powodu powinno się wyróżnić jedną, nadrzędną miarę, która najlepiej opisuje wzrost – a są to zgodnie z twierdzeniem Danbolta, Hirsta i Jonesa zyski przypadające na jedną akcję i ich wzrost. Rosnące zyski na akcję powinny przekładać się na rosnącą wartość przedsiębiorstwa oraz stopy zwrotu z inwestycji w jego akcje.

Wzrost przedsiębiorstw w niniejszym badaniu obliczono na podstawie poniższego równania.

$$W_t = \frac{W_t - W_0}{W_0} \quad (1)$$

dla W – wskaźnik wzrostu, zysków na akcję, t – okresy wzrostu, odpowiednio 1, 2, 3 lat,

$W = EPS1$ – wzrost zysków na akcję od $t = 0$ do $t = 1$,

$W = EPS2$ – wzrost zysków na akcję od $t = 0$ do $t = 2$,

$W = EPS3$ – wzrost zysków na akcję od $t = 0$ do $t = 3$.

Wzrost zysków na akcję należy uznać za główną zmienną endogeniczną w procesie wzrostu, ponieważ ma ona wymiar rynkowy. Jeżeli przedsiębiorstwo realizuje rentowne projekty inwestycyjne, których stopa zwrotu przewyższa koszt zaangażowanego kapitału, wówczas rośnie wartość przedsiębiorstwa (Danbolt, Hirst, Jones, 2011). Ze względu na to, że wyniki licznych badań pokazują, że rozkład reszt w modelach opartych na danych

finansowych nie jest normalny (Ezzamel, Mar-Molinero, 1990) do badania funkcji regresji wykorzystano logarytm naturalny zmiennych endogenicznych. Analizowane w dalszej części artykułu modele regresji przyjmują następującą postać.

$$\ln EPS1 = a + \ln TA + CR_t + CCC_t + CFO / TA_t + CA / TA_t + \ln C_t + gPKB_t + e_t \quad (2)$$

$$\ln EPS2 = a + \ln TA + CR_t + CCC_t + CFO / TA_t + CA / TA_t + \ln C_t + gPKB_t + e_t \quad (3)$$

$$\ln EPS3 = a + \ln TA + CR_t + CCC_t + CFO / TA_t + CA / TA_t + \ln C_t + gPKB_t + e_t \quad (4)$$

gdzie: $EPS1, 2, 3$ – wzrost zysków na akcję kolejno w okresach 1, 2, 3 lat, $\ln TA$ – poziom aktywów w postaci logarytmicznej, wzrost zysków na akcję, CR – wskaźnik płynności bieżącej, CCC – cykl konwersji gotówki, CFO/TA – wskaźnik wydajności gotówkowej aktywów, CA/TA struktura aktywów, $\ln C$ – poziom gotówki w postaci logarytmicznej.

Badanie regresji przekrojowej przeprowadzono na danych przedsiębiorstw o profilu niefinansowym, notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2004–2014.

2. Wyniki badań

Badanie rozpoczęto od przeprowadzenia analizy statystycznej zgromadzonych danych. Wyselekcjonowano trzy podgrupy obserwacji związane z okresem badanego procesu wzrostu. W pierwszej kolejności oceniono próbę, w której zyski na akcję rosły w ciągu jednego roku, a wyniki przedstawiono w tabeli 1.

Tabela 1

Statystyki opisowe, dla obserwacji z próby EPS1 (n = 1241)

Zmienna	Średnia	Mediana	Minimalna	Maksymalna
$\ln C$	8,53	8,60	0,69	15,37
CR	2,17	1,62	0,12	9,92
CCC	19,68	18,70	-808,70	743,10
EPS1	0,89	-0,14	-1391,98	1564,56
CFOTA	0,05	0,05	-2,43	0,82
CATA	0,51	0,50	0,02	0,99
$\ln TA$	11,66	11,49	5,85	17,55
$gPKB$	0,06	0,06	0,02	0,11

Źródło: opracowanie własne w programie Gretl.

W drugiej kolejności przeprowadzono analizę statystyczną danych w kontekście wzrostu przedsiębiorstw przez dwa lata, a wyniki przedstawiono w tabeli 2.

Tabela 2

Statystyki opisowe, dla obserwacji z próby EPS2 (n = 905)

Zmienna	Średnia	Mediana	Minimalna	Maksymalna
lnC	8,47	8,52	0,69	15,37
CR	2,25	1,68	0,12	9,92
CCC	22,08	20,70	-808,70	743,10
EPS2	-2,24	-0,33	-1845,55	220,78
CFOTA	0,05	0,05	-0,56	0,82
CATA	0,51	0,51	0,02	0,99
lnTA	11,59	11,45	7,49	17,45
gPKB	0,06	0,07	0,02	0,11

Źródło: opracowanie własne w programie Gretl.

Jako ostatnią przeprowadzono analizę statystyczną wzrostu EPS w okresie trzyletnim, przedstawiając wyniki w tabeli 3.

Tabela 3

Statystyki opisowe dla obserwacji z próby EPS3 (n = 597)

Zmienna	Średnia	Mediana	Minimalna	Maksymalna
CCC	23,42	21,10	-749,80	721,10
CR	2,33	1,70	0,12	9,69
EPS3	-0,82	-0,49	-867,09	540,0
CFOTA	0,05	0,049	-0,56	0,82
lnC	8,29	8,44	0,69	14,39
CATA	0,51	0,51	0,02	0,98
lnTA	11,42	11,35	7,49	17,23
gPKB	0,06	0,07	0,02	0,11

Źródło: opracowanie własne w programie Gretl.

Analiza wyników statystyk opisowych pokazuje, że wzrost jest pozytywny tylko dla wzrostu mierzonego EPS w okresie roku, wzrost w okresie dwóch i trzech lat jest negatywny w badanej próbie, co wskazuje, że im dłuższy badany okres, tym bardziej negatywna jest wartość wzrostu. Wyniki dowodzą, że w dłuższym okresie EPS maleje, a badane przedsiębiorstwa nie wypracowują dodatkowego wzrostu wartości dla akcjonariuszy. W badanej grupie CR oscyluje wokół 2, CCC wokół 20, a wydajność gotówkowa aktywów jest pozytywna (0,045). Mimo realizacji takiej strategii płynności finansowej zyski na akcję maleją w dłuższej perspektywie, prawdopodobnie ze względu na realizowanie przez przedsiębiorstwa nierentownych projektów inwestycyjnych.

W następnym badaniu przeprowadzono ocenę korelacji między wzrostem zysków na akcję odpowiednio w latach 1, 2 i 3 oraz miarami płynności finansowej, a wyniki przedstawiono w tabeli 4.

Tabela 4

Analiza korelacji Pearsona między wzrostem a płynnością finansową

	CR	CCC	CFO/TA	CA/TA	C
EPS1	-0,01	-0,19	0,01	0,06	0,07
p-value	0,77	0,00***	0,74	0,15	0,08*
EPS2	0,05	0,11	-0,02	0,04	0,04
p-value	0,24	0,01**	0,74	0,36	0,31
EPS3	0,04	0,02	0,04	-0,01	0,02
p-value	0,28	0,69	0,37	0,89	0,57

Parametr jest istotny statystycznie dla każdego p-value mniejszego od 0,1, odpowiednio dla rosnących przedziałów ufności 1% (***), 5% (**) i 10% (*).

Źródło: opracowanie własne w programie Gretl.

Analiza korelacji Pearsona wykazała niewielki bezpośredni związek płynności i wzrostu przedsiębiorstw notowanych na GPW. Tylko CCC w okresie wzrostu w jednym roku związane jest negatywnie, a w okresie dwóch lat – pozytywnie oraz gotówka w okresie jednorocznym pozytywnie ze wzrostem EPS. Oznacza to, że w jednorocznym okresie wzrostu, który jest *notabene* pozytywny, zmniejszenie liczby dni w cyklu konwersji gotówki wpływa na wzrost przedsiębiorstw, podczas gdy w okresie dwóch lat wydłużanie CCC wpływa pozytywnie na wzrost. Poziom gotówki wpływa pozytywnie na wzrost EPS w okresie roku co może oznaczać, że utrzymywanie jej jest korzystne z perspektywy kreowania wartości w krótkim okresie.

W następnym kroku przeprowadzono analizę regresji przekrojowej dla wzrostu przedsiębiorstw przez rok, dwa i trzy lata, korzystając ze wzorów 2, 3 i 4. Wyniki dla jednorocznego wzrostu EPS1 przedstawiono w tabeli 5.

Na podstawie przeprowadzonej analizy modelu regresji stwierdzono, że wzrost zysków na akcję w krótkim okresie determinowany jest spadkiem CCC, CFO/TA, CA/TA oraz aktywów. Im mniej dni w cyklu konwersji gotówki, a nawet niższa wydajność majątku wynikająca na przykład z wyższego poziomu utrzymywanych aktywów, a także ich poziom charakteryzujący się niższym poziomem aktywów bieżących w badanej strukturze, tym wyższy wzrost EPS. W następnej kolejności przeprowadzono analizę modelu regresji dla zmiennej objaśnianej będącej wzrostem zysków na akcję w okresie dwóch lat, a wyniki zaprezentowano w tabeli 6.

Tabela 5

Estymacja KMNK, wykorzystane obserwacje 1–1241 (n = 540); zmienna zależna EPS1

	Współczynnik	Błąd stand.	t-Studenta	Wartość p	
Const.	2,03	0,85	2,38	0,0175	**
lnC	0,07	0,06	1,16	0,2474	
CR	-0,08	0,06	-1,37	0,1716	
CCC	-0,002	0,0008	-2,24	0,0253	**
CFOTA	-1,36	0,69	-1,96	0,0511	*
CATA	-0,44	0,41	-1,07	0,2834	
lnTA	-0,21	0,09	-2,46	0,0142	**
gPKB	0,73	2,98	0,25	0,8056	
Średnia arytm. zm. zależnej	-0,33		Odch. stand. zm. zależnej	1,90	
Suma kwadratów reszt	1874,72		Błąd standardowy reszt	1,88	
Wsp. determ. R-kwadrat	0,04		Skorygowany R-kwadrat	0,03	
F (7, 532)	3,06		Wartość p dla testu F	0,003	

Parametr jest istotny statystycznie dla każdego p-value mniejszego od 0,1, odpowiednio dla rosnących przedziałów ufności 1% (***) , 5% (**) i 10% (*).

Źródło: opracowanie własne w programie Gretl.

Tabela 6

Estymacja KMNK, wykorzystane obserwacje 1–905 (n = 349); zmienna zależna EPS2

	Współczynnik	Błąd stand.	t-Studenta	wartość p	
Const.	2,09	0,99	2,09	0,0366	**
lnC	0,19	0,07	2,75	0,0062	***
CR	-0,14	0,07	-2,04	0,0422	**
CCC	-0,002	0,0009	-1,67	0,0952	*
CFOTA	-2,02	0,80	-2,52	0,0121	**
CATA	0,57	0,48	1,18	0,2392	
lnTA	-0,32	0,09	-3,24	0,0014	***
gPKB	3,75	3,50	1,07	0,2850	
Średnia arytm. zm. zależnej	-0,004		Odch. stand. zm. zależnej	1,76	
Suma kwadratów reszt	1001,22		Błąd standardowy reszt	1,71	
Wsp. determ. R-kwadrat	0,07		Skorygowany R-kwadrat	0,05	
F(7, 341)	3,88		Wartość p dla testu F	0,0004	

Parametr jest istotny statystycznie dla każdego p-value mniejszego od 0,1, odpowiednio dla rosnących przedziałów ufności 1% (***) , 5% (**) i 10% (*).

Źródło: opracowanie własne w programie Gretl.

Na podstawie wyników analizy regresji modelu można stwierdzić, że wzrost zysków w okresie 2 lat determinowany jest pozytywnie przez poziom gotówki, negatywnie zaś przez CR, CCC i CFO/TA oraz aktywa. Ostatnie badanie przeprowadzono dla wzrostu EPS w okresie 3 lat, a wyniki przedstawiono w tabeli 7.

Tabela 7

Estymacja KMNK, wykorzystane obserwacje 1–597 (n = 215); zmienna zależna EPS3

	Współczynnik	Błąd stand.	t-Studenta	Wartość p	
Const.	4,21	1,24	3,40	0,0008	***
CCC	-0,003	0,001	-2,27	0,0244	**
CR	0,01	0,09	0,09	0,9269	
CFOTA	-0,32	0,97	-0,33	0,7426	
lnC	0,11	0,08	1,31	0,1923	
CATA	0,11	0,61	0,18	0,8572	
lnTA	-0,44	0,13	-3,37	0,0009	***
gPKB	0,16	3,87	0,04	0,9679	
Średnia arytm. zm. zależnej	0,03		Odch. stand. zm. zależnej	1,70	
Suma kwadratów reszt	567,86		Błąd standardowy reszt	1,66	
Wsp. determ. R-kwadrat	0,09		Skorygowany R-kwadrat	0,05	
F(7, 207)	2,78		Wartość p dla testu F	0,001	

Parametr jest istotny statystycznie dla każdego p-value mniejszego od 0,1, odpowiednio dla rosnących przedziałów ufności 1% (***), 5% (**) i 10% (*).

Źródło: opracowanie własne w programie Gretl.

Wyniki analizy pokazały, że wzrost zysków na akcję w okresie 3 lat determinowany jest negatywnie przez CCC oraz poziom aktywów, a zatem im większe przedsiębiorstwo, tym mniejszy jego wzrost. Spadek poziomu dni w cyklu konwersji gotówki wpływa pozytywnie na wzrost przedsiębiorstw, co oznacza, że bardziej agresywne podejście do płynności w badanej próbie przynosi lepsze rezultaty mierzone wzrostem EPS. Wzrost PKB nie wpływa na wzrost przedsiębiorstw, a im większe przedsiębiorstwo, tym obserwowana dynamika wzrostu jest niższa.

W celu uwiarygodnienia otrzymanych wyników i oceny estymatorów pod kątem ich obciążenia przeprowadzono testy na normalność rozkładu reszt, heteroskedastyczność czynnika losowego, współliniowość zmiennych oraz dopasowanie funkcji, a wyniki testów przedstawiono w tabeli 8.

Tabela 8

Wyniki testów oceny parametrów estymowanego modelu

Model	Normalność		Heteroskedastyczność		Współliniowość VIF	Dopasowanie	
	statystyka testu Chi-kwadrat	p-value	statystyka testu White'a	p-value		statystyka testu F	p-value
lnEPS1	19,63	0,00	22,69	0,94	<10	1,25	0,58
lnEPS2	17,38	0,00	28,25	0,78	<10	2,72	0,06
lnEPS3	12,28	0,01	34,48	0,49	<10	0,26	0,76

Istotność testów dla p-value > 0,05, natomiast wartość VIF < 10 oznacza brak współliniowości.

Źródło: opracowanie własne w programie Gretl.

Wyniki przeprowadzonych testów pokazują, że rozkłady reszt nie są normalne, w modelach nie występują heteroskedastyczność ani współliniowość, a dopasowanie funkcji jest prawidłowe, aczkolwiek dla wzrostu w okresie dwóch lat wyniki testu są na granicy tolerancji. Wyniki testów pokazały, że estymatory nie są nieobciążone, a więc interpretacja parametrów badanych modeli powinna odbywać się w sposób warunkowy.

Podsumowując należy stwierdzić, że zaproponowane modele objaśniają wzrost przedsiębiorstw w bardzo małym stopniu, co pokazuje wartość sk. R^2 , a wynika to z tego, że wzrost jest zjawiskiem wieloaspektowym, determinowanym przez wiele zmiennych, a nie tylko przez płynność finansową oraz proces ten może być mierzony wieloma zmiennymi, nie tylko wzrostem zysków na akcję.

Uwagi końcowe

W zaprezentowanym artykule przedstawiono analizę wpływu płynności finansowej na wzrost przedsiębiorstw mierzony wzrostem zysków na akcję w trzech horyzontach czasu (rok, 2 i 3 lata), badając przy okazji wpływ wielkości przedsiębiorstw i kondycji gospodarki na to zjawisko. Analizie poddano przedsiębiorstwa dojrzałe, notowane na głównym parkiecie GPW.

Na podstawie wyników przeprowadzonych badań stwierdzono, że wzrost przedsiębiorstw mierzony EPS występuje tylko w okresie roku, a im dłuższy okres analizowanego procesu, tym bardziej negatywna jest jego wartość. Przedsiębiorstwa prowadzą umiarkowaną strategię płynności związaną z kapitałem pracującym, kształtując CR średnio na poziomie 2, przy cyklu konwersji gotówki na poziomie około 20 dni. Mimo takiej strategii płynności zyski na akcję maleją w dłuższej perspektywie, co może wskazywać na niedopowiednie, w stosunku do oczekiwań inwestorów, zarządzanie przedsiębiorstwem, które nie generuje wartości dla właścicieli.

Na podstawie przeprowadzonej analizy modeli regresji stwierdzono, że wzrost zysków na akcję w okresie roku determinowany jest spadkiem CCC, CFO/TA, CA/TA oraz aktywów. Im mniej dni w cyklu konwersji gotówki, a nawet niższa wydajność aktywów wynikająca na przykład z wysokiego ich poziomu oraz wyższy poziom aktywów trwałych w stosunku do bieżących, tym wyższy wzrost EPS. Wzrost zysków na akcję w okresie 2 lat determinowany jest pozytywnie przez poziom gotówki, negatywnie zaś przez CR, CCC i CFO/TA oraz aktywa. Wzrost zysków na akcję w okresie 3 lat determinowany jest negatywnie przez CCC oraz poziom aktywów.

Podsumowując należy stwierdzić, że im większe przedsiębiorstwo, tym mniejszy jego wzrost. Spadek liczby dni w cyklu konwersji gotówki wpływa pozytywnie na wzrost przedsiębiorstw w każdej perspektywie czasu wziętej pod uwagę w badaniu. Negatywny wpływ wydajności gotówkowej aktywów na wzrost przedsiębiorstw w okresie roku i dwóch lat może wynikać z manipulacji, jakich dopuszczają się menedżerowie, aby wygładzać zyski. Przeprowadzone badania potwierdziły wpływ płynności finansowej na wzrost przedsiębiorstw

i pokazały, że związek ten jest wieloaspektowy i wielokierunkowy. Podejmując się kreacji wartości dla właścicieli, menedżerowie powinni skupiać się także na zarządzaniu płynnością, która determinuje częściowo wzrost zysków na akcje.

Literatura

- Bernstein, L.A. (1985). Again now: How do we measure cash flow from operations? *Financial Analysts Journal*, 74–77.
- Bieniasz, A., Gołasz, Z. (2008). Zróżnicowanie i determinanty płynności finansowej w rolnictwie w świetle wybranych relacji majątkowo-kapitałowych i analizy regresji. *Zagadnienia Ekonomiki Rolnej*, 1, 23–42.
- Bolek, M., Wolski, R. (2011). Związek cyklu konwersji gotówki ze wskaźnikami płynności przedsiębiorstw notowanych na GPW w Warszawie. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 158, 28–37.
- Cai, S.B., Mu, W. (2015). A Study of Correlation between Asset Liquidity and Sustainable Growth Rate, 2015 5th International Conference on Applied Social Science (ICASS 2015), Pt 2. *Advances in Education Research*, 81, 137–142.
- Czekaj, J., Dresler, Z. (1997). *Podstawy zarządzania finansami firm*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Damodaran, A. (2007). *Return on capital (ROC), return on invested capital (ROIC) and return on equity (ROE): measurement and implications*. Stern School of Business.
- Danbolt, J., Hirst, I.R., Jones, E. (2011). The growth companies puzzle: can growth opportunities measures predict firm growth? *The European Journal of Finance*, 1 (17), 1–25.
- Davidsson, P., Wiklund, J. (2000). Conceptual and empirical challenges in the study of firm growth. W: D. Sexton, H. Landström (red.), *The Blackwell handbook of entrepreneurship* (s. 26–44). Oxford (MA): Blackwell.
- Davies, D. (1993). *Sztuka zarządzania finansami*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Ezzamel, M., Mar-Molinero, C. (1990). The distributional properties of financial ratios in UK manufacturing companies. *Journal of Business Finance & Accounting*, 1 (17), 1–29.
- Fama, E. F., French, K. R. (2007). The anatomy of value and growth stock returns. *Financial Analysts Journal*, 6 (63), 44–54.
- Golas, Z., Witczyk, A. (2010). Pojęcie i metody oceny płynności finansowej przedsiębiorstwa. *Journal of Agribusiness and Rural Development*, 1 (15).
- Jachna, T., Sierpińska, M. (2004). *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Jaworski, J. (2008). Zastosowanie modelu zapasów gotówki Baumola w krótkoterminowej polityce finansowej małego przedsiębiorstwa. *Prace Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej w Gdańsku*, 50.
- Kusak, A., Kowalczyk, J. (2006). *Płynność finansowa. Analiza i sterowanie*. Warszawa: C.H. Beck.
- Moss, J.D., Stine, B. (1993). Cash conversion cycle and firm size: a study of retail firms. *Managerial Finance*, 8 (19), 25–34.
- Pushkar, D.I., Dragunova, E.V. (2016, October). Financial analysis as a tool for company strategy developing. In Actual Problems of Electronics Instrument Engineering (APEIE). *13th International Scientific-Technical Conference*, 3, 279–283.
- Sierpińska, M., Wędzki, D. (2007). *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Skoczylas, W. (2000). Statyczna i dynamiczna analiza płynności finansowej. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*, 277. *Prace Instytutu Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw*, 38.
- Śliwa, J., Hajduk-Popławska K. (2006). *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego.
- Weinzimmer, L.G., Nystrom, P.C., Freeman, S.J. (1998). Measuring organizational growth: Issues, consequences and guidelines. *Journal of Management*, 2 (24).
- Wędzki, D. (2006). *Analiza wskaźnikowa sprawozdań finansowych*. Kraków: Oficyna Ekonomiczna.
- Wędzki, D. (2003). *Strategie płynności finansowej*. Kraków: Oficyna Ekonomiczna.
- Wędzki, D. (2003). *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa: przepływy pieniężne a wartość dla właścicieli*. Kraków: Oficyna Ekonomiczna.

Woźniak, M., Fularz, A. (2012). *Teoria organizacji rynku w praktyce: czy w komunikacji miejskiej stawiać na monopol, czy na konkurencję?* Pobrano z: <https://sites.google.com/a/institutliberalny.org/institut/hot-news-1/ekonometriaczywkomunikacjimijskiejstawiacnamonopoleczynakonkurencje>.

FINANCIAL LIQUIDITY AND COMPANIES' GROWTH – THE RELATIONSHIP ANALYSIS BASING ON WARSAW STOCK EXCHANGE

Abstract: *Purpose* – The aim of the article is to assess the impact of financial liquidity on the growth of enterprises listed on the Warsaw Stock Exchange.

Design/methodology/approach – A cross-sectional regression survey was conducted on annual data from financial reports of companies from the main trading floor of the WSE. *Findings* – A small significant correlation was found between financial liquidity and the growth of enterprises. The drop in the number of days in the cash conversion cycle has a positive effect on the growth of enterprises in each analyzed time perspective related to growth. It was also found that the larger the company, the smaller its growth measured by the increase in the value of earnings per share.

Originality/value – Research on the impact of financial liquidity on the growth of mature enterprises confirms the theory that a more aggressive liquidity policy affects a higher increase in earnings per share.

Keywords: financial liquidity, company growth

Cytowanie

Bolek, M., Wolski, R. (2018). Płynność finansowa i wzrost przedsiębiorstw – analiza na przykładzie spółek notowanych na GPW w Warszawie. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 1 (91), 307–317. DOI: 10.18276/frfu.2018.91-25.