

BOGNA KAŻMIERSKA-JÓŹWIAK, JAKUB MARSZAŁEK

*Decyzje w zakresie krótkoterminowego  
zarządzania finansami na przykładzie spółek  
z sektora spożywczego notowanych na GPW w Warszawie*

Short financial decisions – a case of companies from food industry  
sector listed on the Warsaw Stock Exchange

**Abstrakt:** W procesie zarządzania przedsiębiorstwem menedżerowie podejmują szereg decyzji zarówno na szczeblu korporacji, jednostki biznesu, jak i funkcjonalnym. Decyzje w obszarze finansów podzielić na te o charakterze długookresowym oraz krótkookresowym. Do pierwszej grupy zaliczymy decyzje dotyczące struktury kapitału przedsiębiorstwa, polityki dywidend, do drugiej zaś, decyzje dotyczące zarządzania płynnością finansową przedsiębiorstwa.

Głównym celem artykułu jest analiza decyzji podejmowanych w zakresie zarządzania płynnością przedsiębiorstwa oraz ich wpływu na inne obszary funkcjonowania przedsiębiorstwa. W opracowaniu dokonano oceny związków statystycznych zachodzących pomiędzy różnymi poziomami płynności a wybranymi wskaźnikami finansowymi.

DECYZJE W ZAKRESIE PŁYNNOŚCI FINANSOWEJ

Financial liquidity decisions

Płynność finansowa, traktowana jako zdolność przedsiębiorstwa do spłaty krótkoterminowych zobowiązań. Na płynność przedsiębiorstwa wpływ mają wszystkie działania podejmowane zarówno w sferze operacyjnej, finansowej, jak i inwestycyjnej. Dlatego,

jak zauważa A. Adamska, płynność jest jednym z najlepszych wyznaczników bieżącej sytuacji przedsiębiorstwa<sup>1</sup>.

Celem nadrzędnym decyzji podejmowanych w obszarze zarządzania finansami przedsiębiorstwa powinna być realizacja ogólnej strategii podmiotu ukierunkowana na maksymalizację wartości dla właścicieli. Według S. Monaghana cel ogólny powinien zostać przełożony na cele szczegółowe, to jest cele w zakresie rentowności, płynności i wzrostu, bowiem na nich opiera się proces kreowania wartości dla właścicieli<sup>2</sup>. Jednak należy zauważyć, że cele te pozostają w pewnym zakresie względem siebie konkurencyjne. Koncentracja działań na rentowności przedsiębiorstwa prowadzi do obniżenia płynności finansowej, zaś koncentracja na zachowaniu odpowiedniego poziomu płynności może skutkować pogorszeniem wyników w zakresie rentowności.

Potrzeba zachowania płynności finansowej ma znaczenie priorytetowe, bowiem jej utrata jest natychmiast zauważona przez otoczenie przedsiębiorstwa, zaś w skrajnej sytuacji może być przyczyną ogłoszenia upadłości przedsiębiorstwa. Możliwości zachowania płynności są uzależnione między innymi od etapu rozwoju przedsiębiorstwa, jego pozycji na rynku, umiejętności zarządzających, jak również rodzaju branży. Decyzje podejmowane w zakresie płynności mają wpływ zarówno na rentowność przedsiębiorstwa, jak i na pewność jego działania.

#### MIERNIKI POZIOMU PŁYNNOŚCI FINANSOWEJ

##### Financial liquidity measures

W ocenie płynności finansowej istotne znaczenie ma podstawa dokonywanej analizy. Do najczęściej stosowanych wskaźników poziomu płynności finansowej należą wskaźnik bieżącej płynności (wskaźnik III), wskaźnik przyspieszonej płynności (wskaźnik II) oraz wskaźnik natychmiastowej płynności (wskaźnik I).

Jak zauważa G. Michalski informacja przekazywana przez te wskaźniki w istotnym stopniu zależy od kształtowania się cyklu operacyjnego przedsiębiorstwa<sup>3</sup>.

Wskaźnik bieżącej płynności (W III), informujący o tym ile razy aktywa bieżące pokrywają bieżące pasywa, oblicza się według wzoru<sup>4</sup>:

$$W_{II} = \frac{\text{aktywa bieżące}}{\text{pasywa bieżące}}$$

<sup>1</sup> Adamska A., *Rola i zadania dyrektora finansowego*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2004, s. 19.

<sup>2</sup> Monaghan S., *Profitability, Liquidity and Growth, Competitive Management Group*, 27.12.2004, [www.competitivecapital.com](http://www.competitivecapital.com).

<sup>3</sup> Michalski G., *Wskaźniki poziomu płynności w małym przedsiębiorstwie*, [w:] Bielawska A. (red.), *Uwarunkowania rynkowe Rozwoju mikro i małych przedsiębiorstw*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego”, nr 458/2007, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2007, s. 279.

<sup>4</sup> Sierpińska M., Wędzki D., *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa 2005, s. 59.

W literaturze nie ma zgodności co do optymalnej wielkości tego wskaźnika. Według jednym autorów powinien on zawierać się w przedziale 1,6-1,9<sup>5</sup>, według innych w przedziale 1,5-2,0<sup>6</sup>. Najczęściej jednak uznaje się, że optymalna wielkość wskaźnika bieżącej płynności powinna wynosić od 1,2 do 2,0<sup>7</sup>. Wyższa wartość wskaźnika świadczy o nadmiernym zamrożeniu środków w majątku obrotowym, co dzieje się kosztem obniżenia rentowności. Nadmiernie wysoka, czy nadmiernie niska wielkość wskaźnika powinna być sygnałem do przeanalizowania przyczyn takiego stanu rzeczy. Niewielkie odchylenia od przyjętych norm mogą wynikać ze specyfiki branży, w której działa przedsiębiorstwo. Kolejną determinantą jest wielkość przedsiębiorstwa – przyjmuje się, że w przedsiębiorstwach małych wielkość wskaźnika powinna być na nieco wyższym poziomie.

Kolejny wskaźnik pomiaru płynności – wskaźnik przyspieszonej płynności - pokazuje stopień pokrycia zobowiązań krótkoterminowych aktywami o dużym stopniu płynności. Oblicza się go według wzoru:

$$W_{II} = \frac{\text{aktywa bieżące} - \text{zapasy} - \text{rozliczenia międzyokresowe czynne}}{\text{pasywa bieżące}}$$

Podobnie jak w przypadku WIII, również dla W II kwestia optymalnych wielkości jest przyczyną sporów różnych autorów. Według J. Ostaszewskiego wskaźnik powinien mieścić się w granicach 0,9-1,0<sup>8</sup>. Zdaniem innych autorów wskaźnik przyspieszonej płynności nie powinien być niższy niż 1,0. Istnieje również pogląd, że nie istnieje idealna baza odniesienia dla omawianego wskaźnika, bowiem istotne znaczenie będzie miał tu charakter branży w której działa przedsiębiorstwo i to co jest dobre dla jednego przedsiębiorstwa, dla innego będzie zupełnie niewłaściwe<sup>9</sup>.

Przechodząc do wskaźnika środków pieniężnych, należy zauważyć, że w przedstawia on relacje aktywów, których zdolność do regulowania zobowiązań jest natychmiastowa do wielkości pasywów bieżących. Oblicza się go według wzoru:

$$W_{II} = \frac{\text{papiery wartościowe od obrotu} + \text{środki pieniężne}}{\text{pasywa bieżące}}$$

Wskaźnik określa zdolność przedsiębiorstwa do regulowania zobowiązań, gdyby stały się one wymagalne nagle. Należy jednak zauważyć, że brak środków pieniężnych nie oznacza utraty płynności finansowej, zwłaszcza gdy ma ono zagwarantowany stały dopływ środków z tytułu należności<sup>10</sup>. Brak środków pieniężnych stanowi o tzw. koszcie braku gotówki, czyli o ewentualnych stratach z braku możliwości zawierania nadarzających się, korzystnych transakcji.

<sup>5</sup> Ostaszewski J., *Ocena efektywności przedsiębiorstwa według standardów EWG, CIM*, Warszawa 1991, s. 54.

<sup>6</sup> Bednarski L., *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie, PWE-McGraw Hill*, Warszawa-Londyn, s. 4-50.

<sup>7</sup> Sierpińska M., Wędzki D., *Zarządzanie płynnością...*, op. cit., s. 60.

<sup>8</sup> Ostaszewski J., *Ocena efektywności...*, s. 55.

<sup>9</sup> Sierpińska M., Wędzki D., *Zarządzanie płynnością...*, s. 60.

<sup>10</sup> Sierpińska M., Wędzki D., *Zarządzanie płynnością...*, op. cit., s. 61.

PŁYNNOŚĆ FINANSOWA A INNE OBSZARY  
FUNKCJONOWANIA PRZEDSIĘBIORSTWA W ŚWIETLE BADAŃ

Financial liquidity versus other xxx of the company – based on researches

Zależność między płynnością a rentownością była przedmiotem wielu analiz. H. Shin i L.A. Soenen badali relację między długością cyklu handlowego netto, który charakteryzuje niską płynność, a rentownością przedsiębiorstwa. Wykorzystano analizę korelacji i regresji, badania przeprowadzono na 58985 przedsiębiorstwach za okres 1975-1994. We wszystkich przypadkach zauważono silny negatywny związek między długością cyklu handlowego netto a rentownością badanych przedsiębiorstw. Według autorów ograniczanie cyklu handlowego netto prowadzi do zwiększenia rentowności przedsiębiorstwa. H. Shin i L.A. Soenen sugerują jednak, że lepsze rezultaty w zakresie podniesienia rentowności można uzyskać poprzez skracanie cyklu operacyjnego – zmniejszając poziom zapasów i należności, niż wydłużając cykl konwersji zobowiązań<sup>11</sup>. Autorzy podkreślają, że efektywnie zarządzanie płynnością, poprzez zarządzanie kapitałem obrotowym netto jest integralnym elementem strategii przedsiębiorstwa, mającej na celu zwiększanie wartości dla właścicieli.

Y. J. Wang badał zależności między płynnością a rentownością, bazując na sprawozdaniach finansowych 1555 firm japońskich oraz 379 tajwańskich z lat 1985-1996. Za miernik płynności przyjęto długość cyklu konwersji gotówki, który korelowany był ze wskaźnikiem rentowności aktywów (ROA) oraz wskaźnikiem rentowności kapitału własnego (ROE). Wyniki badań wskazują na istnienie negatywnej zależności między długością cyklu konwersji gotówki a rentownością aktywów oraz między długością cyklu konwersji gotówki a rentownością kapitału własnego. Jak zauważa A. Wawryszuk, jest to jednoznaczne z faktem, że krótszy cykl gotówki pozwala uzyskać lepsze wyniki w zakresie rentowności przedsiębiorstwa<sup>12</sup>.

Z kolei M. Deloof przeanalizował relację między płynnością (cykl konwersji gotówki) i rentownością (zysk przed opodatkowaniem) na grupie 1009 dużych belgijskich przedsiębiorstw (wyłączając sektor finansowy) bazując na danych za lata 1992-1996. Stwierdzono negatywną zależność między rentownością a płynnością badanych przedsiębiorstw. Wyniki regresji sugerują, że menadżerowie mogą zwiększyć rentowność przedsiębiorstwa redukując poziom zapasów i należności. Jak zauważa M. Deloof negatywną zależność między cyklem konwersji gotówki a rentownością przedsiębiorstw można wyjaśnić w ten sposób, że mniej zyskowe firmy dłużej czekają na uregulowaniu należności<sup>13</sup>.

<sup>11</sup> Shin H., Soenen L.A., *Efficiency of Working Capital Management...*, podaje za A. Wawryszuk.

<sup>12</sup> Wawryszuk A., *Strategie kapitału obrotowego netto z punktu widzenia maksymalizacji wartości dla właścicieli*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska”, Lublin-Polonia, Sectio H, Vol. XXXIX, 20, s. 289.

<sup>13</sup> Deloof M., *Working capital management and profitability*, „Journal of Business & Accounting”, 30(3)&(4), April/May 2003, 573-581.

CZYNNIKI DETERMINUJĄCE KRÓTKOTERMINOWE DECYZJE FINANSOWE  
SPÓŁEK SEKTORA SPOŻYWCZEGO NOTOWANYCH NA GPW W WARSZAWIEFactors determining short financial decisions of the companies  
from food industry sector listed on the Warsaw Stock Exchange

Krótkoterminowe decyzje finansowe uzależnione są od wielu czynników o charakterze zasobowym jak i efektywnościowym każdego z przedsiębiorstw. Aby ustalić, które z nich istotnie związane są faktycznymi działaniami podmiotów dokonano analizy związków pomiędzy szeregiem wskaźników finansowych odnoszących się głównie do obszarów analizy finansowej: rentowności oraz aktywności ze wskaźnikami charakteryzującymi płynność finansową spółki. Do badania celowo wykorzystano wskaźniki finansowe. Pomijając wielkości nominalne możliwe było ustalenie wzajemnych relacji pomiędzy grupami wskaźników i lepsze określenie specyfiki majątkowo-kapitałowej podmiotu.

Analizę przeprowadzono na grupie spółek z sektora spożywczego, które tworzyły skład indeksu WIG Spożywczy w II kwartale 2010 roku. Mając na względzie wykorzystanie współczynnika korelacji w planowanych kalkulacjach ujęto tylko te podmioty, które są notowane na GPW w Warszawie dłużej niż pięć lat. Efektem tego uzyskano grupę 15 spółek (Ambra S.A., Duda S.A., Elstar S.A., Graal S.A., Indykpol S.A., Jutrzenka S.A., Kofola S.A., Makarony S.A., Mieszko S.A., Mispol S.A., Pamapol S.A., Pepees S.A., Seko S.A., Wawel S.A., Wilbo S.A.), które podały sprawozdania roczne za lata: 2001-2009 (1 spółka), 2002-2009 (10 spółek), 2003-2009 (2 spółki), 2004-2009 (1 spółka), 2005-2009 (1 spółka).

Przeprowadzono równoległe<sup>14</sup> obliczenia korelacji między współczynnikiem bieżącej płynności i współczynnikiem podwyższonej płynności<sup>15</sup> a pozostałymi wskaźnikami finansowymi dla poszczególnych spółek. Celem takiego działania było nie tyle ustalenie samej zależności między badanymi parametrami, co raczej poszukiwania specyfiki takiego związku w kontekście strategii płynności spółki. Założono bowiem stałą relację pomiędzy poszczególnymi wskaźnikami opisującymi efektywność czy sprawność działania, a względnymi miarami płynności. Zależność ta miała mieć statystyczne poparcie.

Współczynniki korelacji obejmują cały okres dostępnych danych, a więc były wyznaczone dla szeregów od 9 do 5 lat, przy czym zdecydowana większość dotyczy okresu 8 lat. Uzyskane korelacje między danym współczynnikiem płynności a pozostałymi wskaźnikami pogrupowano ze względu na ujemny bądź dodatni związek<sup>16</sup>. Następnie dla każdej z grup wyznaczono średnią arytmetyczną współczynników korelacji oraz odchylenie standardowe badanych wskaźników. Dzięki temu możliwe było określenie

<sup>14</sup> W rzeczywistości przeprowadzono obliczenia dla trzech wskaźników płynności: bieżącej, szybkiej i podwyższonej. Jednak uzyskane wyniki korelacji dla współczynników płynności bieżącej i szybkiej były do siebie bardzo zbliżone, dlatego w niniejszym opracowaniu nie zostały one zaprezentowane.

<sup>15</sup> Przez współczynnik podwyższonej płynności rozumie się relację krótkoterminowych aktywów finansowych (głównie gotówki) do wartości zobowiązań krótkoterminowych.

<sup>16</sup> Pogrupowanie uzyskanych współczynników korelacji miało na celu ich dalsze uśrednienie. W przypadku wyznaczenia średnich dla wielkości skorelowanych dodatnio oraz ujemnie utrudnione byłoby określenie siły faktycznego powiązania.

przeciętnego poziomu współczynnika korelacji oraz stopnia zmienności badanej zbiorowości. Ponieważ celem badania było wskazanie możliwie silnych związków współczynników płynności z innymi parametrami, a niejednokrotnie wysokiej średniej wartości współczynnika korelacji towarzyszył równie wysoki poziom odchylenia standardowego, dlatego jako rozstrzygający o sile zależności przyjęto współczynnik zmienności<sup>17</sup>.

W tabelicy 1 zaprezentowano wybrane charakterystyki współczynników korelacji pomiędzy wskaźnikiem bieżącej płynności spółki a innymi wskaźnikami finansowymi. Wyboru dokonano przede wszystkim w oparciu o częstość występowania określonego znaku korelacji w badanej zbiorowości oraz sile średniej korelacji w grupie tak samo skorelowanej co do znaku. W tabelicy uwzględniono jedynie te korelacje, których jednaki znak stanowił co najmniej 60%<sup>18</sup> wszystkich korelacji lub średnia korelacja wyniosła minimum 0,5<sup>19</sup>.

Uzyskane wyniki wyraźnie wskazują na dodatni charakter korelacji między współczynnikiem bieżącej płynności a pozostałymi wskaźnikami finansowymi. Pierwszą badaną grupą są współczynniki rentowności, reprezentowane przez wskaźniki marży zysku brutto, ROE i ROA. We wszystkich przypadkach odnotowano przeważającą, dodatnią korelację ze współczynnikiem bieżącej płynności. Oznacza to przykładowy spadek rentowności przy zmniejszającej się płynności podmiotu. Jeśli malejącej płynności towarzyszy coraz niższa rentowność, to można przypuszczać, że spowodowane jest to brakiem efektu dźwigni finansowej w przedsiębiorstwie lub nawet jego poważnymi trudnościami finansowymi. Spadek wskaźnika bieżącej płynności wynika głównie ze wzrostu wartości zobowiązań krótkoterminowych. Jeśli zatem obserwuje się dodatnią korelację płynności bieżącej ze wskaźnikiem marży brutto, to można zauważyć, że wzrost zobowiązań krótkoterminowych towarzyszy wzrost przychodów ze sprzedaży. Taki stan nie budzi niepokoju. Świadczy jedynie o charakterze finansowania działalności operacyjnej. Jednak ta sama korelacja oznacza, że wzrost krótkoterminowego długu pociąga za sobą spadek wartości zysku netto. Może to oznaczać, choć trudno o jednoznaczne rozstrzygnięcie, że spółka nie w pełni kontroluje koszty finansowe. Potwierdzeniem tego faktu wydaje się podobna korelacja wskaźnika bieżącej płynności ze wskaźnikiem ROE. Rosnące zobowiązania krótkoterminowe raczej nie pociągają za sobą wzrostu kapitałów własnych, ale przyczyniają się do spadku wyniku netto. Warto zauważyć, że mimo najniższego udziału danej korelacji w badanej grupie, ta ma najniższy współczynnik zmienności, dowodząc swej istotności. Podobne wnioski na temat przyczyn dodatniej korelacji rentowności i płynności można wyciągnąć z analizy wskaźnika ROA.

<sup>17</sup> Współczynnik zmienności zdefiniowano jako iloraz odchylenia standardowego i średniej arytmetycznej. Wysoka wartość bezwzględna współczynnika oznacza niskie skorelowanie badanych parametrów.

<sup>18</sup> Jedyne wyjątkiem od przyjętej reguły uczyniono dla wskaźnika ROE, który jest dostatecznie silnie skorelowany, ale związek ten wystąpił w nieco ponad połowie przypadków. Wskaźnik ROE wydaje się jednak istotnym dla charakterystyki polityki finansowej przedsiębiorstwa.

<sup>19</sup> Celem takiego działania było wskazanie korelacji przeważających w danej grupie. Poziom korelacji 0,5 uważa się za minimalny, aby siłę związków między cechami określić jako umiarkowaną. Szerzej: Starzyńska W., *Podstawy statystyki*, Difin, Warszawa 2004, s. 164.

Tab. 1. Charakterystyka współczynnika korelacji pomiędzy wybranymi wskaźnikami finansowymi a wskaźnikiem bieżącej płynności dla spółek wchodzących w skład WIG Spożywczy w II kwartale 2010 r.

Warsaw Stock Exchange food sector sub-index companies current ratio and other financial ratios correlation coefficient characteristics

Wskaźnik korelowany	Charakter korelacji	Średnia arytmetyczna w grupie	Odchylenie standardowe w grupie	Współczynnik zmienności w grupie	Udział grupy w całej zbiorowości
Marża zysku brutto	dodatnia	0,53	0,28	0,52	0,73
ROE	dodatnia	0,51	0,17	0,34	0,53
ROA	dodatnia	0,53	0,22	0,42	0,60
Rotacja należności	dodatnia	0,59	0,24	0,40	0,60
Cykl konwersji gotówki	dodatnia	0,86	0,24	0,28	1,00
Rotacja aktywów obrotowych	dodatnia	0,53	0,27	0,51	0,73
Rotacja zobowiązań	ujemna	-0,77	0,23	-0,30	0,87

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Notoria Financials ([www.securities.com](http://www.securities.com)).

Ciekawych wniosków dostarcza analiza korelacji współczynnika bieżącej płynności i wskaźników aktywności. Przede wszystkim zwraca uwagę 100% udział dodatniej korelacji ze wskaźnikiem cyklu konwersji gotówki. Niestety addytywny charakter wskaźnika utrudnia jego jednoznaczną interpretację. Jeśli przyjąć założenie o dążeniu do skracania cyklu konwersji gotówki, to można to osiągnąć poprzez obniżenie wskaźników rotacji należności i rotacji zapasów, oraz zwiększanie rotacji zobowiązań. Silna, dodatnia korelacja wskaźnika cyklu konwersji gotówki ze współczynnikiem bieżącej płynności, występująca przy stosunkowo niskiej zmienności wskazuje na dodatnią, istotną zależność między poziomem płynności a rotacjami należności i zapasów, które przeważają nad rotacją zobowiązań. Oznacza to, że wzrost zobowiązań krótkoterminowych nie jest czynnikiem determinującym istotnie poziom cykl konwersji gotówki. Także poziom przychodów operacyjnych nie wydaje się ważny dla charakteru zależności, gdyż konstrukcja współczynnika wskazuje na odwrotną relację, czyli wzrost wskaźnika bieżącej płynności powinien skutkować spadkiem przychodu ze sprzedaży, co stoi w opozycji do wcześniejszych ustaleń. Pozostają zatem dwa komponenty współczynnika konwersji gotówki: należności krótkoterminowe oraz zapasy, związane z poziomem płynności. Uzyskane wyniki wskazują na dodatnią zależność tych parametrów w stosunku do



poziomu płynności bieżącej. To wniosek dość oczywisty, gdyż spadek płynności może mieć przyczynę w obszarze majątku obrotowego, którego częścią są właśnie zapasy i należności krótkoterminowe.

Niespodzianką nie są także ujemne, silne związki korelacyjne między poziomem bieżącej płynności a wskaźnikiem rotacji zobowiązań. Wynika ona z jednolitych zmian poziomu zobowiązań krótkoterminowych w strukturze obu mierników. Zależność ta wskazuje na mały wpływ poziomu aktywów obrotowych i kosztów operacyjnych dla danej relacji.

Podobną sytuację można zaobserwować w przodku dodatniej korelacji między poziomem płynności bieżącej a rotacją aktywów obrotowych. Po raz kolejny uwidacznia się przeważająca rola poziomu przychodów operacyjnych w formowaniu płynności. Spadek płynności powinien bowiem skutkować wolniejszym wzrostem majątku obrotowego w stosunku do zobowiązań krótkoterminowych. Uzyskana korelacja wskazuje zatem, że zmiany wskaźnika rotacji aktywów obrotowych determinowane są przez przychody ze sprzedaży.

Ciekawych wniosków dostarcza także analiza danych zawartych w tabelicy 2, w której zaprezentowane są związki korelacyjne między poziomem płynności gotówkowej a wybranymi wskaźnikami rentowności i aktywności. Przede wszystkim zwraca uwagę fakt takiego samego charakteru zależności, co nie powinno dziwić, jednak siła korelacji jest istotnie mniejsza. Może to wynikać z dwóch powodów: większego znaczenia poziomu majątku obrotowego w kształtowaniu wskaźnika bieżącej płynności w stosunku do wartości zobowiązań krótkoterminowych, niż uprzednio uważano. Może to również wynikać ze stanu inwestycji krótkoterminowych, głównie gotówki, który często wynosi 0.

Warto zwrócić także uwagę na brak istotnych związków między płynnością gotówkową a rotacją należności. Można to zinterpretować jako pozytywny sygnał, świadczący o braku związku między wielkością należności i zobowiązań krótkoterminowych. Jednocześnie jednak po raz kolejny trudno wskazać wpływ zobowiązań krótkoterminowych na poziom uzyskanego przychodu ze sprzedaży, co należy uznać za zjawisko negatywne.

Ciekawe wydaje się małe skorelowanie wskaźników rentowności z poziomem płynności gotówkowej. Może to oznaczać, że poziom zadłużenia krótkoterminowego nie musi istotnie determinować rentowności na poziomie netto.

Znacznie słabsza jest też korelacja cyklu konwersji gotówki z poziomem płynności gotówkowej. Przyczyn takiego stanu rzeczy należy szukać w niestabilnych poziomach gotówki. Świadczy o tym silniejsza korelacja płynności gotówkowej i rotacji aktywów obrotowych, które lepiej oddają zmiany najbardziej płynnych elementów aktywów.

Interesujące wydaje się także o połowę niższe, w porównaniu z danymi tabelicy 1, skorelowanie płynności gotówkowej i rotacji aktywów zobowiązań. Wydaje się, że także w tym przypadku zawężenie kategorii aktywów, głównie do gotówki, powoduje słaby związek statystyczny. Po raz kolejny można zauważyć, że zmiana zobowiązań krótkoterminowych nie skutkuje istotnymi fluktuacjami w zakresie najwyższej płynności.



Tab. 2. Charakterystyka współczynnika korelacji pomiędzy wybranymi wskaźnikami finansowymi a wskaźnikiem podwyższonej płynności dla spółek wchodzących w skład WIG Spożywczy w II kwartale 2010 r.

Warsaw Stock Exchange food sector sub-index companies acid test and other financial ratios correlation coefficient characteristics

Wskaźnik korelowany	Charakter korelacji	Średnia arytmetyczna w grupie	Odchylenie standardowe w grupie	Współczynnik zmienności w grupie	Udział grupy w całej zbiorowości
ROE	dodatnia	0,45	0,27	0,59	0,53
ROA	dodatnia	0,38	0,31	0,83	0,67
Cykl konwersji gotówki	dodatnia	0,61	0,29	0,48	0,67
Rotacja aktywów obrotowych	dodatnia	0,62	0,28	0,45	0,80
Rotacja zobowiązań	ujemna	-0,48	0,37	-0,77	0,80

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Notoria Financials ([www.securities.com](http://www.securities.com)).

## PODSUMOWANIE

### Summary

Decyzje podejmowane w zakresie utrzymania płynności finansowej należą do obszaru decyzji krótkoterminowych, jednak wywierają znaczące i długoterminowe konsekwencje dla pozostałych obszarów funkcjonowania przedsiębiorstwa, szczególnie rentowności przedsiębiorstwa. Badania prowadzone na świecie wskazują na istnienie negatywnej zależności między rentownością a płynnością przedsiębiorstw. Wskazuje się jednoznacznie, iż mniejszy poziom płynności pozwala uzyskać lepsze wyniki w zakresie rentowności przedsiębiorstw.

Przeprowadzone badania na grupie polskich przedsiębiorstw z branży spożywczej nie potwierdzają obserwacji z rynków zagranicznych. Uzyskane wyniki wyraźnie wskazują na dodatni charakter korelacji między współczynnikiem bieżącej płynności a pozostałymi wskaźnikami finansowymi. We wszystkich przypadkach odnotowano przeważającą, dodatnią korelację rentowności ze współczynnikiem bieżącej płynności. Rosnące zobowiązania krótkoterminowe przyczyniają się do spadku wyniku netto. Świadczy to o niewykorzystywaniu efektu dźwigni finansowej przez przedsiębiorstwa, lub robieniu tego w sposób nieumiejętny. Relacja taka może nawet skłaniać do pesymistycznych

przypuszczeń, że firmy chcąc utrzymać wysoką rentowność netto mogą ograniczać finansowanie kapitałami obcymi.

Poczynione obserwacje wyraźnie wskazują istotną rolę należności krótkoterminowych i zapasów w kształtowaniu płynności bieżącej. Jednocześnie stwierdzono brak istotnych związków między płynnością gotówkową a rotacją należności. Wskazują na to zapasy, jako najważniejszej determinanty zmian cyklu konwersji gotówki wywołanych zmianami płynności. Wzrost zobowiązań krótkoterminowych nie okazał się czynnikiem wpływającym istotnie na poziom cyklu konwersji gotówki.

Analiza zmian rotacji aktywów obrotowych wobec zmian płynności wskazuje z kolei na przeważającą rolę poziomu przychodów operacyjnych w formowaniu płynności. Wydaje się to szczególnie istotne w kontekście obserwacji związku pomiędzy płynnością gotówkową a rentownością czy aktywnością.

Podsumowując zatem, można pokusić się o przypuszczenie, że czynnikiem decydującym o poziomie płynności, a więc wpływającym na krótkoterminowe decyzje przedsiębiorstw jest zdolność do uzyskania przychodu operacyjnego. Temu zdają się być podporządkowane poziomy zapasów. Niestety uzyskany wynik operacyjny nie służy później rozwojowi spółek, gdyż nie korzystają one z dźwigni finansowej, co może tłumaczyć często mało istotną rolę poziomu zobowiązań krótkoterminowych w niektórych zbadanych relacjach finansowych. Oczywiście uzyskane wyniki wymagają dalszych, pogłębionych studiów, skoncentrowanych przede wszystkim na charakterystyce rentowności badanych podmiotów. Trudno tak ogólne obserwacje uznać za wiążące. Ponadto należy uwzględnić różnice pomiędzy badanymi na świecie przedsiębiorstwami, często z różnych sektorów i pochodzących z dojrzałych rynków, a tymi, które przeanalizowano w niniejszej pracy – z jednego sektora i rynku wciąż dojrzewającego.

#### SUMMARY

Managers do several choices on the level of corporation, business unit during the management process. Financial decisions may be analyzed through long and short period. The first group contains all the decisions focused on capital structure of the company, its dividend policy. The second one concentrate on financial liquidity management of the item.

The goal of the paper is to analyze the financial liquidity management and its influence on other functional parts of the company. There has been the statistical relations between different liquidity levels and some financial ratios analysis done.

mgr Bogna Kaźmierska-Jóźwiak, dr Jakub Marszałek, Uniwersytet Łódzki