

MONIKA BOLEK

mbolek@ki.uni.lodz.pl

*Wpływ płynności finansowej na wzrost przedsiębiorstw  
notowanych na NewConnect*

---

The Impact of Liquidity on the Growth of Enterprises Listed on NewConnect

**Słowa kluczowe:** płynność finansowa; wzrost przedsiębiorstw

**Keywords:** financial liquidity; growth of enterprises

**Kod JEL:** M21; G3; O12

## Wstęp

Wzrost przedsiębiorstw związany jest przede wszystkim z ich rentownością, która zachęca inwestorów do zakupu akcji, umożliwiając tym samym rozwój jednostek gospodarczych przez pozyskiwanie kapitału na rynku kapitałowym. Płynność finansowa zgodnie z teorią wpływa na rentowność przedsiębiorstw [Lazaridis, Tryfonidis, 2006] i może być w związku z tym uznana za jeden z czynników, który determinuje ten proces. Należy jednak zauważyć, że utrzymanie pewnego poziomu płynności wpływa na rentowność, natomiast rentowność nie prowadzi automatycznie do zapewnienia płynności [Bednarski, Waśniewski (red.), 1996, s. 13]. Rentowność jest jednocześnie głównym determinantem kreowania wartości, a jak twierdzi Damodaran [2007], wzrost należy łączyć przede wszystkim z wartością dodaną i rentownością. Skoro płynność wpływa na rentowność, a rentowność na wzrost przedsiębiorstw, można poszukiwać bezpośrednich związków między wzrostem jednostek gospodarczych a płynnością finansową.

W niniejszym artykule do badania wybrano niefinansowe spółki notowane na NewConnect – alternatywnej giełdzie, na której obrotowi podlegają jednostki gospodarcze w większości należące do sektora małych i średnich przedsiębiorstw. Do niedawna napotykały one na barierę wzrostu związaną z brakiem dostępu do kapitału, ale dzięki uruchomieniu alternatywnego systemu obrotu działającego przy Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie przedsiębiorstwa z sektora MSP mogą pozyskiwać tam kapitał na rozwój. Sytuacja ta powoduje, że w zamian muszą zachowywać się podobnie jak jednostki dojrzałe, nie tylko pod względem sprawozdawczości, ale w głównej mierze koncentrowania decyzji na wzroście wartości dla właścicieli. Przedsiębiorstwa te powinny zatem zarządzać wartością przez odpowiednie decyzje również w obszarze płynności finansowej, która determinuje rentowność, a ta – jak wspomniano – wpływa bezpośrednio na wzrost przedsiębiorstw [Damodaran, 2007].

Celem artykułu jest przedstawienie problemu wpływu płynności finansowej na wzrost przedsiębiorstw z uwzględnieniem faktu, że płynność i wzrost są aspektami wielowymiarowymi, a więc prosta analiza tych zagadnień może nie być wystarczająca, aby problem ten został właściwie opisany. Weryfikowana hipoteza: płynność finansowa wpływa na wzrost przedsiębiorstw notowanych na NewConnect – została sformułowana bez określenia kierunku badanej zależności, gdyż zarówno ocena płynności, jak i faza rozwoju, w której znajdują się badane jednostki, nie pozwalają na jednoznacznie jego określenie.

## 1. Problem badawczy

Płynność finansowa uważana jest w teorii zarządzania za jeden z czynników, który może determinować wzrost przedsiębiorstw. Problem ten został zaprezentowany m.in. przez Lewis i Churchilla [1987] oraz Scotta i Bruce'a [1987], którzy przedstawili proces rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw w ujęciu modelowym, zarysowując poszczególne etapy wzrostu i jego efekty, a także uwzględniając płynność finansową jako jeden z czynników wpływających na wzrost.

Płynność finansowa jest złożonym zagadnieniem związanym nie tylko z zarządzaniem finansami, na który składa się wiele reprezentujących to zjawisko aspektów wpływających na finansowe efekty działalności gospodarczej przedsiębiorstw. Wskaźniki związane z płynnością finansową są obliczane na podstawie danych zawartych w raportach księgowych, co jest istotną kwestią w porównaniu do innych determinantów wzrostu, które mają charakter jakościowy i mogą być związane np. z rosnącym poziomem zatrudnienia. Na wzrost przedsiębiorstw, jak twierdzi m.in. Gancarczyk [2008], mają wpływ czynniki związane z przedsiębiorcą, organizacją oraz realizowaną strategią opartą na innowacyjności, planowaniu i finansowaniu rozwoju z zewnętrznych źródeł kapitału. Determinanty wzrostu mogą mieć charakter zewnętrzny i wewnętrzny, a efekty wzrostu wpływają na jego wartość fundamentalną i rynkową, które na efektywnym rynku dążą do zrównania.

W teorii istnieje kilka podejść do oceny płynności finansowej przedsiębiorstw. Płynność finansowa w ujęciu statycznym jest związana ze zdolnością przedsiębiorstwa do regulowania zobowiązań krótkoterminowych i jest mierzona za pomocą wskaźnika płynności bieżącej (CR). Wskaźnik ten obliczany jest jako stosunek aktywów bieżących i zobowiązań krótkoterminowych.

$$CR = \frac{CA}{CL} \quad (1)$$

gdzie:

CR – wskaźnik płynności bieżącej

CA – aktywa bieżące

CL – zobowiązania krótkoterminowe

Interpretacja wartości wskaźnika płynności bieżącej nie powinna być oderwana od samej spółki i sposobu jej działania. Nita [2016, s. 159–167] twierdzi natomiast, że proste wskaźniki, takie jak wskaźnik bieżącej płynności finansowej i wskaźnik przyspieszonej płynności finansowej, mają ograniczone zastosowanie w ocenie płynności finansowej, a analiza na podstawie bilansu powinna również uwzględniać ocenę możliwości finansowania przez przedsiębiorstwo zapotrzebowania na kapitał obrotowy netto, stąd możliwe powiązanie wskaźnika płynności bieżącej z kosztem kapitału oraz ryzykiem, gdyż związany jest on także z oceną strategii zarządzania kapitałem pracującym netto.

Kolejne podejście do płynności związane jest z dynamiką cyrkulacji gotówki w przedsiębiorstwie i mierzone jest z wykorzystaniem cyklu konwersji gotówki (CCC), będącym sumą dni z cykli rotacji należności i zapasów pomniejszoną o cykl rotacji zobowiązań bieżących, tak jak przedstawiono poniżej:

$$CCC = ICC + RCC - DPD \quad (2)$$

gdzie:

CCC – cykl konwersji gotówki

ICC – cykl rotacji zapasów

RCC – cykl rotacji należności

DPD – cykl rotacji zobowiązań bieżących

Cykl konwersji gotówki został zaprezentowany przez Richardsa i Laughlina [1980, s. 32–38], którzy przedstawili go w opozycji do statycznych wskaźników płynności, wskazując na jego zalety związane przede wszystkim z interpretacją. Im mniejsza liczba dni w cyklu, tym lepsza (teoretycznie) płynność przedsiębiorstwa, aczkolwiek zbyt krótkie terminy płatności oferowane klientom oraz zbyt niski poziom zapasów mogą skutkować spadkiem sprzedaży, a to z kolei przekłada się na spadek rentowności. Sytuacja skracania liczby dni w cyklu konwersji gotówki może być

szczególnie niebezpieczna dla przedsiębiorstw będących w fazie komercjalizacji, których celem powinna być maksymalizacja sprzedaży do momentu osiągnięcia poziomu rozwoju pozwalającego na rozpoczęcie zrównoważonego wzrostu związanego z kreacją wartości dla akcjonariuszy.

Do analizy płynności finansowej przedsiębiorstw w ujęciu dynamicznym wykorzystywany jest również *cash flow* z działalności operacyjnej [Bernstein, 1985]. Przepływy z działalności operacyjnej brane są pod uwagę do oceny płynności finansowej ze względu na ich związek z poziomem zasobów gotówkowych przedsiębiorstwa, który wynika z efektywności związanej z szybkością i sprawnością funkcjonowania w obszarze podstawowej działalności jednostki gospodarczej. Wskaźnik wydajności gotówkowej majątku przedstawia stosunek *cash flow* z działalności operacyjnej do aktywów razem:

$$CFO/TA = \frac{CFO}{TA} \quad (3)$$

Wskaźnik gotówkowej wydajności majątku informuje o stopniu wygenerowanej gotówki z działalności operacyjnej przez majątek ogółem, będący w dyspozycji przedsiębiorstwa, a został on wykorzystany do oceny płynności finansowej m.in. przez Mossa i Stine'a [1993, s. 25–34].

Zarówno wzrost przedsiębiorstw, jak i płynność finansową łączą silne teoretyczne związki z rentownością. Rentowność to zdolność do wypracowania zysków, a zatem pokrycia kosztów własnych przychodami ze sprzedaży produktów, materiałów i towarów [Michałowska, Wolnowska, 2016], podczas gdy płynność może być definiowana inaczej w ujęciu statycznym i dynamicznym.

Związek płynności finansowej i rentowności wyznacza dynamikę rozwoju przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym w kontekście możliwości pozyskania kapitału oraz generowania stóp zwrotu dla inwestorów. Czynniki związane z kształtowaniem płynności finansowej wpływają także na rentowność przedsiębiorstwa, która jest zależna m.in. od osiągniętego przychodu ze sprzedaży, a co za tym idzie zysku, a także rotacji aktywów, doboru źródeł finansowania i wykorzystania efektu dźwigni finansowej. Zmniejszenie poziomu płynności finansowej prowadzi na ogół do wzrostu zyskowności przedsiębiorstwa [Zawadzka, Ardan, Szafraniec-Siluta, 2017]. Z kolei wzrost rentowności wpływa pozytywnie na wzrost przedsiębiorstwa, szczególnie gdy zyski są efektywnie reinwestowane i zwiększeniu aktywów, kapitałów oraz sprzedaży towarzyszy wzrost zysków na akcję.

Wzrost przedsiębiorstw może odnosić się do obszarów finansowych oraz pozafinansowych, związanych – tak jak wspomniano – z zatrudnieniem. Wzrost co do zasady łączy się z powiększaniem poziomu aktywów, finansujących je kapitałów oraz sprzedaży, a na rynku kapitałowym – ze wzrostem wartości, który jest wynikiem wzrostu zysków na akcję [Danbolt, Hirst, Jones, 2011]. Jeżeli przedsiębiorstwo realizuje rentowne projekty inwestycyjne, których stopa zwrotu przewyższa koszt

zaangażowanego kapitału, wówczas rośnie jego wartość wewnętrzna, co na rynku efektywnym powinno mieć automatyczne przełożenie na wartość rynkową jednostki gospodarczej.

## 2. Badanie i wyniki

Badanie polegające na ocenie związku wzrostu przedsiębiorstw z ich płynnością finansową przeprowadzono na danych pochodzących z bazy Notoria niefinansowych przedsiębiorstw notowanych na NewConnect w latach 2007–2014, a analizę ilościową wykonano w programie Gretl. Wybrana do badania próba obejmuje przedsiębiorstwa bez podziału na branże ze względu na fakt, że w innych badaniach [Szczepankowski, 2010] wykazano, że nie mają one znaczenia dla analiz statystycznych.

Próba, na której przeprowadzono badania, ma charakter niezbilansowany i opiera się na analizie danych 223 przedsiębiorstw notowanych na NewConnect w okresie od 3 do 7 lat, w wyniku czego zebrano 594 obserwacji uwzględniających 3-letni okres wzrostu powiązany z płynnością finansową mierzoną wskaźnikiem płynności bieżącej (CR, wzór 1), cyklem konwersji gotówki (CCC, wzór 2) oraz wydajnością gotówkową majątku (CFO/TA, wzór 3). Analiza przekrojowa pozwala na ocenę badanego zjawiska w aspekcie ogólnym, wiążąc wzrost aktywów, kapitałów własnych, sprzedaży i zysków na akcję z poziomami wybranych wskaźników płynności finansowej.

Wzrost przedsiębiorstw został obliczony z wykorzystaniem zaprezentowanych poniżej wskaźników uwzględniających wzrost aktywów, kapitałów własnych, sprzedaży i zysków na akcję zgodnie z metodologią zaproponowaną przez Danbolta, Hirsta i Jonesa [2011].

Wzrost aktywów:

$$Ag = \frac{A_{2,3} - A_{-1,1}}{A_0} \quad (4)$$

gdzie:

Ag – wzrost aktywów

A – aktywa

t=2,3 – średnia z okresu 2 i 3

t=-1,1 – średnia z okresu -1, 1

Wzrost kapitałów własnych:

$$Eg = \frac{E_{+2+3} - E_{-1+1}}{E_0} \quad (5)$$

gdzie:

Eg – wzrost kapitałów własnych

E – kapitał własny

$t=2,3$  – średnia z okresu 2 i 3

$t=-1,1$  – średnia z okresu -1, 1

Wzrost sprzedaży:

$$Sg = \frac{S_{+2+3} - S_{-1+1}}{S_0} \quad (6)$$

gdzie:

Sg – wzrost sprzedaży

S – sprzedaż

$t=2,3$  – średnia z okresu 2 i 3

$t=-1,1$  – średnia z okresu -1, 1

Wzrost zysków na akcję:

$$EPSg = \frac{EPS_{+2+3} - EPS_{-1+1}}{EPS_0} \quad (7)$$

gdzie:

EPSg – wzrost zysków na akcję

EPS – zyski na akcję

$t=2,3$  – średnia z okresu 2 i 3

$t=-1,1$  – średnia z okresu -1, 1

W pierwszej kolejności przeprowadzono analizę statystyczną wskaźników płynności finansowej wykorzystanych w niniejszym badaniu (tab. 1), dzięki czemu można ocenić politykę płynności prowadzoną przez badane przedsiębiorstwa notowane na NewConnect.

Tab. 1. Statystyki opisowe dla zmiennych objaśniających wzrost przedsiębiorstw

Zmienna	Średnia	Mediana	Minimalna	Maksymalna
CR	2,29	1,66	0,16	9,48
CCC	60,46	22,20	-227,80	964,00
CFO/TA	-0,02	0,01	-2,02	0,53
Zmienna	Odch. stand.	Wsp. zmienności	Skośność	Kurtoza
CR	1,69	0,74	1,79	3,58
CCC	152,76	2,53	3,08	12,75
CFO/TA	0,29	11,90	-3,33	16,79

Źródło: opracowanie własne.

Średni poziom wskaźnika płynności bieżącej wynosi 2,29, a więc uwzględnione w próbie przedsiębiorstwa prowadzą raczej umiarkowaną politykę płynności w rozumieniu statycznym, przy średnim poziomie CCC 60 dni i ujemnej wydajności gotówkowej aktywów, wskazującej na negatywny poziom *cash flow* generowany

przez przedsiębiorstwa, co może być wynikiem trwających prac nad komercjalizacją, związanych z wysokimi kosztami w stosunku do przychodów ze sprzedaży, skutkujących ujemnymi przepływami.

W drugiej kolejności przeprowadzono analizę korelacji między wykorzystanymi do badania wskaźnikami wzrostu przedsiębiorstw oraz płynności finansowej, a wyniki przedstawiono w tab. 2.

Tab. 2. Wyniki analizy korelacji między badanymi zmiennymi

	Ag	Eg	Sg	EPSg	CR	CCC	CFO/A
Ag	1,00	0,59***	0,01	0,31***	0,09	0,11*	-0,07
Eg		1,00	0,11*	0,02	0,09	0,12*	-0,20***
Sg			1,00	-0,02	0,03	-0,22***	0,01
EPSg				1,00	0,02	0,13*	0,10
CR					1,00	0,45***	0,03
CCC						1,00	-0,26***
CFO/A							1,00

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

Źródło: opracowanie własne.

Analiza korelacji wykazała istnienie silnego i pozytywnego związku między wzrostem aktywów i kapitałów własnych (0,59), co oznacza, że wzrost aktywów finansowany jest pozyskiwanymi na rynku kapitałowym kapitałami własnymi. Poza tym wzrost aktywów jest pozytywnie związany ze wzrostem zysków na akcję (0,31), pokazując, że powiększanie majątku łączy się pozytywnie z kreowaniem wartości dla akcjonariuszy. Stwierdzono także pozytywny związek wzrostu aktywów i cyklu konwersji gotówki (0,11), który nie jest co prawda silny, ale może oznaczać, że bardziej konserwatywne podejście do płynności w rozumieniu dynamicznej oceny związane jest ze wzrostem aktywów (w tym należności i zapasów), pokazując prawidłowy pod względem teoretycznym kierunek zmian zachodzący w badanych przedsiębiorstwach. Dodatkowo wzrost kapitałów własnych związany jest pozytywnie ze wzrostem sprzedaży (0,11) oraz z cyklem konwersji gotówki (0,12), ale negatywnie z wydajnością gotówkową majątku (-0,20), co może oznaczać, że inwestycje przekładające się na wzrost majątku nie przekładają się na wydajność tego majątku, a więc realizowane projekty inwestycyjne mogą być nierentowne. Wzrost sprzedaży związany jest negatywnie z cyklem konwersji gotówki (-0,22) i oznacza, że skracanie cykli łączy się ze wzrostem sprzedaży, jednak wzrost zysków na akcję, odnoszący się bezpośrednio do kreacji wartości, jest związany z tym wskaźnikiem pozytywnie (0,13). Zaobserwowano ponadto pozytywny związek między wskaźnikiem płynności bieżącej i cyklem konwersji gotówki (0,45) oraz negatywny między cyklem konwersji gotówki i wydajnością gotówkową majątku (-0,26), co oznacza, że im mniej dni w badanym cyklu, tym wyższa wydajność majątku.

W niniejszym badaniu zaproponowano również modele regresji, w których zmiennymi objaśnianymi są miary wzrostu aktywów, kapitałów własnych, sprzedaży oraz zysków na akcję, tak jak zaprezentowano to we wzorach 4–7. Jako zmienne objaśniające wybrano omawiane wskaźniki związane z płynnością finansową, obliczone zgodnie z wzorami 1–3. Ze względu na fakt, że wyniki licznych badań pokazują, iż rozkład reszt w modelach opartych na danych finansowych nie jest normalny [Ezzamel, Mar-Moliner, 1990], wykorzystano logarytm naturalny zmiennych endogenicznych, dzięki czemu uwzględniono w badaniu tylko pozytywne zmiany poziomu aktywów, kapitałów własnych, sprzedaży i zysków na akcję.

$$\ln Ag_t = a + CR_t + CCC_t + CFO/TA_t + e_t \quad (8)$$

$$\ln Eg_t = a + CR_t + CCC_t + CFO/TA_t + e_t \quad (9)$$

$$\ln Sg_t = a + CR_t + CCC_t + CFO/TA_t + e_t \quad (10)$$

$$\ln EPSg_t = a + CR_t + CCC_t + CFO/TA_t + e_t \quad (11)$$

gdzie:

Ag – wzrost aktywów

Eg – wzrost kapitałów własnych

Sg – wzrost sprzedaży

EPSg – wzrost zysków na akcję

CR – wskaźnik płynności bieżącej

CCC – cykl konwersji gotówki

CFO/TA – wskaźnik wydajności gotówkowej aktywów

Wyniki badania regresji dla danych przekrojowych za pomocą MNK przedstawiono w tab. 3.

Tab. 3. Parametry regresji modeli dla przedsiębiorstw notowanych na NewConnect w latach 2007–2014

	Obserwacje	A	CCC	CFO/TA	CR	SkR2	F-stat
Ag	64	-1,42***	0,001	-0,49	0,17**	0,08	0,00
Eg	64	-1,31***	0,1	0,001	-1,08***	0,08	0,00
Sg	64	-1,26***	-0,002	-1,02**	0,16*	0,04	0,03
EPSg	64	-0,04	0,004***	3,19***	-0,06	0,11	0,00

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

Źródło: opracowanie własne.

Wyniki analizy przedstawione w tab. 3 pokazują, że skorygowany  $R^2$  jest niski dla analizowanych modeli, przy czym gdy zmienną objaśnianą jest wzrost zysków na akcję, model jest najlepiej dopasowany. Badane modele nie mają jednak na celu opisanie zjawiska wzrostu, lecz zidentyfikowanie związków, jakie istnieją między

wzrostem przedsiębiorstw a realizowaną przez nie strategią zarządzania płynnością finansową. W celu zbadania, czy wyznaczony za pomocą klasycznej metody najmniejszych kwadratów estymator jest estymatorem nieobciążonym i najefektywniejszym w klasie liniowych i nieobciążonych estymatorów, przeprowadzono testy na normalność rozkładu reszt oraz heteroskedastyczność (tab. 4).

Tab. 4. Wartości testów na normalność rozkładów reszt i heteroskedastyczność dla przedsiębiorstw notowanych na NewConnect w latach 2007–2014

Model	Statystyka testu Chi kwadrat	p-value	Statystyka testu LM White'a	p-value
Ag	34,06	0,00	2,75	0,97
Eg	14,74	0,00	16,39	0,06
Sg	28,91	0,00	2,09	0,99
EPg	3,29	0,19	7,46	0,59

Źródło: opracowanie własne.

Na podstawie wyników badania normalności rozkładu reszt analizowanych modeli stwierdzono, że rozkład jest normalny tylko dla modelu, w którym zmienną objaśnianą jest wzrost zysków na akcję. Badanie przeprowadzone dla pozostałych modeli z wykorzystaniem metody LAD nie poprawiło wyników estymacji.

Niejednorodność wariancji pokazuje, czy w danych przekrojowych występują nietypowe obserwacje, jednak wszystkie modele charakteryzują się brakiem heteroskedastyczności, nie ma zatem podstaw do zastosowania ważonej metody najmniejszych kwadratów przy ocenie parametrów badanych modeli. Przeprowadzono także badanie na występowanie współliniowości za pomocą statystyki *Variance Inflation Factor* (VIF).

Tab. 5. Wyniki testu VIF dla przedsiębiorstw notowanych na NewConnect w latach 2007–2014

	Obserwacje	Test VIF CCC	Test VIF CFO/TA	Test VIF CR
Ag	64	1,39	1,11	1,29
Eg	64	1,39	1,11	1,29
Sg	64	1,39	1,11	1,29
EPSg	64	1,39	1,11	1,29

Wartość testu VIF <10 oznacza brak współliniowości.

Źródło: opracowanie własne.

Należy stwierdzić, że w badanych modelach nie stwierdzono współliniowości (tab. 5). W celu oceny doboru właściwej postaci modelu przeprowadzono test specyfikacji RESET, a wyniki badania przedstawiono w tab. 6.

Tab. 6. Wyniki testu specyfikacji RESET dla przedsiębiorstw notowanych na NewConnect w latach 2007–2014

Model	Statystyka F	p-value
Ag	1,34	0,26
Eg	1,74	0,18
Sg	0,47	0,64
EPSg	0,55	0,58

Źródło: opracowanie własne.

Wszystkie modele spełniają warunek poprawnej specyfikacji modelu. Na podstawie rezultatów przeprowadzonego badania można stwierdzić, że najlepszym dopasowaniem i normalnością rozkładu reszt charakteryzuje się model objaśniający wzrost zysków na akcję, w którym wzrost CCC o 1 powoduje wzrost EPS o 4%, a wzrost CFO/TA o 1 powoduje wzrost EPS o 319%. Estymatory pozostałych modeli ze względu na brak normalności rozkładu reszt należy uznać za obciążone, a wnioskowanie na ich podstawie – za ograniczone.

W dużych i rozwiniętych przedsiębiorstwach, których celem jest zrównoważony wzrost i maksymalizacja wartości dla właścicieli, optymalizacja zarządzania kapitałem pracującym oraz skracanie długości cyklu konwersji gotówki prowadzi do maksymalizacji rentowności, przekładającej się na wzrost wartości dla właścicieli. Takie stwierdzenie nie musi być prawdziwe dla przedsiębiorstw w fazie intensywnego wzrostu, które budują dopiero rynek i nie mają przewagi konkurencyjnej pozwalającej ustalać długie terminy płatności z dostawcami oraz mogą zachęcać klientów do zakupów przez oferowanie dłuższych terminów płatności i utrzymywanie wysokiego poziomu zapasów, umożliwiające natychmiastowe zaspokojenie rosnącego popytu na oferowany produkt. W tym przypadku cykl konwersji gotówki ulega wydłużeniu, co może sprzyjać wzrostowi sprzedaży, a w konsekwencji – zysków. Wzrost zysków determinowany jest zgodnie z oczekiwaniami przez wydajność gotówkową majątku, która wpływa na ten proces w sposób pozytywny. Brak istotnego wpływu wskaźnika płynności bieżącej na wzrost zysków na akcję pokazuje, że skupianie się na zdolności do regulowania zobowiązań nie oddziałuje na wzrost przedsiębiorstw notowanych na NewConnect.

## Podsumowanie

Analiza problemu wpływu płynności finansowej na wzrost przedsiębiorstw notowanych na NewConnect pokazuje, że efektywność wykorzystania zainwestowanego kapitału, związana ze zdolnością do regulowania zobowiązań, szybkością konwersji gotówki oraz wydajnością gotówkową aktywów, ma związek ze wzrostem przedsiębiorstw. Wzrost co do zasady może być związany ze wzrostem aktywów, kapitałów własnych, sprzedaży, a przede wszystkim zysków na akcję, które determinują kreację

wartości dla akcjonariuszy. Ze względu na fakt, że postrzeżenie problemu wzrostu nie powinno się jednak ograniczać do oceny wzrostu wartości, podjęto próbę analizy tego zjawiska w szerszym kontekście, biorąc pod uwagę to, że wzrost wartości związany jest ze wzrostem zysków, które są wynikiem działalności inwestycyjnej, finansowej oraz operacyjnej, związanych ze wzrostem aktywów, kapitałów własnych oraz sprzedaży, przekładających się na rozwój jednostki gospodarczej.

W wyniku przeprowadzonej analizy stwierdzono, że płynność determinuje wzrost przedsiębiorstw notowanych na NewConnect, a przypadkiem najlepiej opisującym to zjawisko jest model wzrostu zysków na akcję, na które pozytywny wpływ mają cykl konwersji gotówki i wydajność gotówkowa aktywów. Wskaźnik płynności bieżącej nie jest związany ze wzrostem przedsiębiorstw rozumianym w kontekście kreacji wartości dla właścicieli, a zatem mimo licznych analiz potwierdzających jego wpływ na zjawisko bankructwa [Mączyńska, Zawadzki, 2006], nie ma on istotnego wpływu na wzrost przedsiębiorstw notowanych na NewConnect.

Wyniki przeprowadzonych badań sugerują także, że wzrost poziomu cyklu konwersji gotówki, a więc bardziej konserwatywne podejście do zarządzania płynnością finansową, pozytywnie oddziałuje na wzrost przedsiębiorstw, obok rosnącej wydajności gotówkowej aktywów. Rosnący CCC może też wspierać procesy sprzedaży związane z odraczaniem terminów płatności dla klientów albo wskazywać na gromadzenie przez przedsiębiorstwo zapasów w celu sprostania dynamicznemu rozwojowi, do którego jednostka gospodarcza dopiero się przygotowuje. Wzrost zysków z tego tytułu jest wyższy niż wzrost zaangażowanych kapitałów przeznaczanych na realizację projektów inwestycyjnych, co powoduje, że w wyniku wzrostu CCC rośnie rentowność kapitałów własnych, a co za tym idzie zyski na akcję. W tym miejscu pojawia się również istotne odniesienie do związku płynności i rentowności przedsiębiorstw, który w przypadku jednostek w fazie intensywnego wzrostu może kształtować się tak, że spadek płynności oznaczający wzrost CCC będzie przekładać się na wzrost rentowności kapitałów własnych ze względu na rosnącą sprzedaż wspieraną odpowiednim zarządzaniem zapasami i należnościami.

Przedsiębiorstwa, które poddano analizie w badaniu, należą do sektora małych i średnich jednostek gospodarczych, które w dużej części weszły na giełdę w celu pozyskania kapitału na komercjalizację. Są one zatem najprawdopodobniej w fazie przygotowania się do wzrostu lub już rozwijają się intensywnie, lecz ich przychody nie pokrywają jeszcze kosztów (średni poziom wskaźnika wydajności aktywów jest ujemny). Przedsiębiorstwa rozwinięte, które notowane są na GPW, powinien charakteryzować zrównoważony rozwój i maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy, podczas gdy przedsiębiorstwa w fazie komercjalizacji za główny cel stawiają sobie wzrost sprzedaży. Jest to istotna wskazówka dla inwestorów, którzy oczekiwania związane ze stopami zwrotu z inwestycji powinni wiązać ze sposobem funkcjonowania jednostek gospodarczych, w które inwestują zgromadzone kapitały. Małe przedsiębiorstwa w fazie przygotowania do intensywnego wzrostu mogą początkowo przynieść straty, aby w przyszłości szybko się rozwinąć i zacząć generować wysokie

zyski. Menedżerowie powinni wziąć pod uwagę fakt, że zbyt agresywne zarządzanie płynnością finansową, związane z utrzymywaniem zbyt niskiego poziomu aktywów bieżących w porównaniu do realizowanych transakcji (rzeczywistych i planowanych), może ograniczyć wzrost przedsiębiorstw w fazie wzrostowej, a zatem nie zostanie zrealizowany w konsekwencji cel, jakim jest wzrost wartości dla właścicieli.

## Bibliografia

- Bednarski L., Waśniewski T. (red.), *Analiza finansowa w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1996.
- Bernstein L., *Again Now: How Do We Measure Cash Flow From Operations, Technical Notes*, "Financial Analysts Journal" 1985, Vol. 74.
- Damodaran, A., *Return on capital (ROC), return on invested capital (ROIC) and return on equity (ROE): Measurement and implications. Return on Invested Capital (ROIC) and Return on Equity (ROE): Measurement and Implications*, Stern University, New York 2007.
- Danbolt J., Hirst I.R., Jones E., *The growth companies puzzle: Can growth opportunities measures predict firm growth?*, "The European Journal of Finance" 2011, Vol. 17(1),  
**DOI: <https://doi.org/10.1080/13518470903448432>**.
- Ezzamel M., Mar-Molinero C., *The distributional properties of financial ratios in UK manufacturing companies*, "Journal of Business Finance & Accounting" 1990, Vol. 17(1),  
**DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.1990.tb00547.x>**.
- Gancarczyk M., *Firmy wzrostowe – gospodarcze znaczenie i problemy identyfikacji*, [w:] A. Nalepka (red.), *Organizacje komercyjne i niekomercyjne wobec wzmożonej konkurencji oraz wzrastających wymagań konsumentów*, WSB-NLU, Nowy Sącz 2008.
- Lazaridis I., Tryfonidis D., *Relationship between working capital management and profitability of listed companies in the Athens stock exchange*, SSRN, 2006.
- Lewis V.L., Churchill N.C., *The five stages of small business growth*, SSRN, 1987.
- Mączyńska E., Zawadzki M., *Dyskryminacyjne modele predykcji bankructwa przedsiębiorstw*, „Ekonomista” 2006, nr 2.
- Michałowska K., Wolnowska A., *Ocena rentowności i płynności finansowej operatorów logistycznych w latach 2012–2014 na przykładzie wybranych spółek akcyjnych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse – Rynki Finansowe – Ubezpieczenia” 2016, nr 2(80).
- Moss J., Stine B., *Cash conversion cycle and firm size: A study of retail firms*, "Managerial Finance" 1983, Vol. 19.8.
- Nita B., *Pomiar płynności finansowej w kontekście zapotrzebowania na kapitał obrotowy netto*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse – Rynki Finansowe – Ubezpieczenia” 2016, nr 2(80).
- Richards V.D., Laughlin E.J., *A cash conversion cycle approach to liquidity analysis*, "Financial Management" 1980, **DOI: <https://doi.org/10.2307/3665310>**.
- Scott M., Bruce R., *Five stages of growth in small business*, "Long Range Planning" 1987, Vol. 20(3),  
**DOI: [https://doi.org/10.1016/0024-6301\(87\)90071-9](https://doi.org/10.1016/0024-6301(87)90071-9)**.
- Szczepankowski P., *Efektywność wzrostu i rozwoju spółek rynku NewConnect w ujęciu sektorowym*, „Współczesna Oeconomia” 2010, nr 1(13).
- Zawadzka D., Ardan R., Szafranec-Siluta E., *Płynność finansowa a rentowność przedsiębiorstw rolnych w Polsce – ujęcie modelowe*, „Zeszyty Naukowe Szkoły Głównej Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie, Seria: Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej” 2011, nr 88.

### **The Impact of Liquidity on the Growth of Enterprises Listed on NewConnect**

The increase in business is relevant both to achieving individual goals of the owners and managers as well as to the macroeconomic objective of economic growth. The analysis of the problem of growth determinants allows the study of the influence of selected factors on the process of development of the business. Financial liquidity is one of such factors together with strategies executed by managers. The aim of the paper is to investigate the effect of liquidity on the growth of enterprises. The study was conducted on a group of companies listed on the alternative stock market NewConnect in the years 2007–2014. The research method is based on regression of cross-sectional data taken from financial documents of units taken into consideration. The results show that the growth of enterprises is positively impacted by the cash conversion cycle and cash productivity of assets. The results of the study lead to the conclusion that more conservative liquidity policy in the dynamics of trading cash and cash performance of assets affects the growth of earnings per share, which properly determine the phenomenon of enterprise growth.

### **Wpływ płynności finansowej na wzrost przedsiębiorstw notowanych na NewConnect**

Wzrost przedsiębiorstw na rynku kapitałowym odgrywa znaczącą rolę zarówno w kontekście realizacji indywidualnych celów właścicieli i menedżerów, jak i celu makroekonomicznego, jakim jest wzrost gospodarczy kraju. Właściciele, decydując się na zakup akcji spółki, liczą na wzrost jej wartości, z którą wiąże się wzrost zysków, a menedżerowie przez fakt wzrostu jednostki gospodarczej uzasadniają swoje oczekiwania związane z wysokim wynagrodzeniem. Wzrost jest zatem istotnym elementem analiz przeprowadzanych na rynku kapitałowym, które uwzględniają ten proces np. w wycenie papierów wartościowych. Analiza problemu wzrostu przedsiębiorstw związana jest z wyborem i oceną wpływu wybranych czynników na to zjawisko, które – jak pokazują dotychczasowe wyniki badań – jest wciąż nie do końca opisane. Jednym z czynników wzrostu przedsiębiorstw jest płynność finansowa i strategię nią zarządzania. W wyniku przeprowadzonych badań stwierdzono, że na wzrost przedsiębiorstw pozytywny wpływ ma cykl konwersji gotówki oraz wydajność gotówkowa aktywów. Wyniki badania prowadzą do wniosku, że prowadzenie bardziej konserwatywnej polityki płynności w zakresie dynamiki obrotu gotówką oraz zwiększanie wydajności gotówkowej aktywów wpływa pozytywnie na wzrost zysków na akcję, które we właściwy sposób odzwierciedlają zjawisko wzrostu przedsiębiorstw. Dodatkowo analiza młodych przedsiębiorstw notowanych na NewConnect, które pozyskały kapitał na rozwój przez emisję akcji, pozwala ocenić sposób zarządzania nimi w obszarze płynności finansowej i realizowania celów wyznaczanych przez inwestorów.