

GABRIELA GOLAWSKA-WITKOWSKA, ANNA RZECZYCKA

g.golawska@gmail.com, rzeczycka@interia.pl

*Wewnętrzna i rynkowa wartość płynności
przedsiębiorstw w Polsce*

Internal and Market Liquidity of Enterprises in Poland

Słowa kluczowe: płynność; wewnętrzna wartość płynności; rynkowa wartość płynności; optimum płynności

Keywords: liquidity; internal liquidity value; market liquidity value; liquidity optimum

Kod JEL: D22; G32; L21

Wstęp

Prowadzenie działalności gospodarczej jest związane z realizacją określonych celów. Dla wielu podmiotów jest to maksymalizowanie wartości przedsiębiorstwa, rozumianej jako zwiększanie zdyskontowanych, dodatnich przepływów pieniężnych generowanych z posiadanego majątku. Już tak sprecyzowany cel pozwala na stwierdzenie, że przepływy pieniężne z działalności operacyjnej, inwestycyjnej i finansowej są istotne dla każdego podmiotu gospodarczego. Zapewnienie wymaganego poziomu płynności, z uwzględnieniem kosztu finansowania, jest ważnym zadaniem każdego menedżera finansowego.

Celem artykułu jest określenie optimum płynności przedsiębiorstw w Polsce, w którym wartość wewnętrzna zrównuje się z wartością rynkową. W analizie posłużono się wielkościami statystycznymi dotyczącymi całej gospodarki. Pozwoliły one na wyznaczenie wewnętrznej i rynkowej wartości płynności oraz pokazanie ogólnego

nych tendencji w zakresie kształtowania się sytuacji płynnościowej w gospodarce. Uzupełnieniem prowadzonych badań jest odniesienie się do opinii przedsiębiorców o ich problemach płynnościowych.

1. Płynność i jej znaczenie w przedsiębiorstwie

Płynność przedsiębiorstwa nie jest pojęciem jednoznacznym. Można ją rozpatrywać z różnych punktów widzenia. Pojęcie to można definiować, biorąc pod uwagę następujące aspekty: majątkowy, majątkowo-kapitałowy oraz przepływów pieniężnych [Kreczmańska-Gigol (red.), 2015, s. 19]. Przegląd definicji pojęcia „płynność” zawarto w tab. 1.

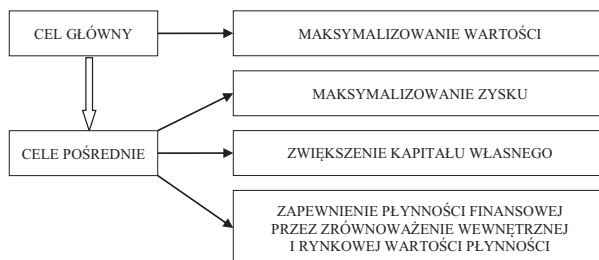
Tab. 1. Płynność przedsiębiorstwa w definicjach

| Pojęcie płynności | Aspekty płynności | Źródło |
|--|-------------------------------|-----------------------------------|
| Od płynności finansowej należy odróżnić płynność majątku, która jest pojmowana jako zdolność i tempo zmian poszczególnych elementów majątku przedsiębiorstwa w środki pieniężne | Aspekt majątkowy | [Sierpińska, Jachna, 2007, s. 81] |
| Płynność finansowa jednostek to zdolność do wywiązywania się w terminie z najbardziej wymagalnych zobowiązań | Aspekt majątkowo-kapitałowy | [Grzywacz (red.), 2014, s. 12] |
| Płynność finansowa to zdolność przedsiębiorstwa do osiągnięcia przepływów pieniężnych umożliwiających regulowanie wymaganych zobowiązań i pokrywanie niespodziewanych wydatków gotówkowych | Aspekt przepływów pieniężnych | [Wędzki, 2002, s. 34] |

Źródło: opracowanie własne na podstawie wybranych pozycji literatury przedmiotu.

Najczęściej mówi się, że płynność to zdolność przedsiębiorstwa do terminowego regulowania zobowiązań finansowych, ze szczególnym uwzględnieniem tych bieżących, krótkoterminowych [Grzywacz (red.), 2014, s. 12]. Wyznacznikiem płynności finansowej jest więc stopień płynności aktywów bieżących i stopień wymagalności pasywów bieżących [Gabrusewicz, 2005, s. 253].

Płynność odgrywa ważną rolę w każdym przedsiębiorstwie. W wiązce celów znalazła ona miejsce w celach pośrednich, determinujących osiągnięcie celu głównego – maksymalizowania wartości przedsiębiorstwa. Cele te przedstawiono na rys. 1.



Rys. 1. Wiązka celów przedsiębiorstwa

Źródło: opracowanie własne.

Konieczność zapewnienia płynności finansowej wynika z pewnych motywów utrzymania jej na wskazanym bezpiecznym poziomie, takich jak: motyw transakcyjny, motyw przezornościowy oraz motyw spekulacyjny.

Motyw transakcyjny polega na utrzymywaniu płynności na poziomie zapewniającym terminowe realizowanie wszystkich zobowiązań z tytułu prowadzonej działalności podstawowej przedsiębiorstwa, w szczególności dotyczących finansowania dostaw, wynagrodzeń, zobowiązań podatkowych oraz innych zobowiązań finansowych z tytułu dokonywanych zakupów.

Motyw przezornościowy znajduje odzwierciedlenie w utrzymywanej rezerwie płynności w postaci środków przeznaczonych na finansowanie dodatkowych, wcześniej nieprzewidzianych płatności czy nawet w formie nabytych bonów lub obligacji skarbowych, których upłynnienie zapewnia wypłacalność w sytuacjach kryzysowych.

Motyw spekulacyjny zapotrzebowania na środki pieniężne wynika z poszukiwania przez przedsiębiorstwo kolejnych źródeł generowania zysku. W związku z tym jest ono aktywnym podmiotem, uczestniczącym w transakcjach na wszystkich segmentach rynku finansowego, a głównie na rynku kapitałowym i instrumentów pochodnych. Brak środków ogranicza funkcjonowanie przedsiębiorstwa jako inwestora na rynku finansowym. Zmniejsza więc zakres jego działalności i możliwość generowania zysków.

Reasumując, maksymalizowanie głównego celu przedsiębiorstwa, czyli jego wartości, wymaga generowania przepływów pieniężnych w każdym obszarze działalności firmy, zapewniających terminowe regulowanie zobowiązań finansowych.

2. Optymalny poziom płynności – wewnętrzna i rynkowa wartość płynności

Analizując sytuację w zakresie płynności, należy wskazać optymalny poziom płynności, który jest wyznaczany przez zrównanie zewnętrznej (tj. rynkowej; V_r) i wewnętrznej wartości płynności (V_w) [Michalski, 2004, s. 78].

Wartość zewnętrzna (tzw. rynkowa) ma charakter obiektywny. Jej poziom wynika z relacji między podażą a popytem na pieniądź. Wartość ta określa cenę, po której można pozyskać środki pieniężne na rynku. Jest zatem niezależna od przedsiębiorstwa. Oprocentowanie kredytu bankowego krótkoterminowego może być wielkością ją wyznaczającą. Poziom wartości rynkowej jest zależny od polityki monetarnej banku centralnego i polityki fiskalnej państwa. W efekcie prowadzonych działań kształtowana jest ilość pieniądza w obrocie i poziom stopy procentowej wyznaczającej cenę rynkową pieniądza.

Wartość wewnętrzna ma zróżnicowany charakter, występuje bowiem jako wartość subiektywna, decyzyjna i arbitralna. Ponieważ wartość arbitralna jest wyznaczana na podstawie dogłębnych analiz przeprowadzonych w przedsiębiorstwie, oddaje ona najlepiej sytuację płynnościową firmy. Wewnętrzna wartość płynności zależy od dodatnio lub ujemnie skorelowanych czynników zewnętrznych, związanych

z funkcjonowaniem otoczenia przedsiębiorstwa, oraz wewnętrznych, tkwiących w nim samym [Michalski, 2013, s. 100]. Zostały one przedstawione w tab. 2.

Tab. 2. Determinanty wewnętrznej wartości pieniądza dodatnio lub ujemnie z nią skorelowane

| Determinanty | Korelacja dodatnia | Korelacja ujemna |
|--|--------------------|------------------|
| Niepewność co do warunków prowadzenia działalności w przyszłości (N_w) | + | |
| Niepewność dopływu środków pieniężnych (N_d) | + | |
| Niepewność co do kosztu pozyskania kapitału (N_k) | + | |
| Wielkość przedsiębiorstwa (R) | | + |
| Aktualny poziom płynności finansowej (PP_A) | | + |
| Prawdopodobieństwo bankructwa (B_p) | + | |
| Stosunek wartości rynkowej aktywów trwałych do jej wartości księgowej (P/Br) | + | |
| Intensywność przepływów pieniężnych (In_{pp}) | | + |

Źródło: opracowanie własne na podstawie cytowanej literatury.

Wartość wewnętrzna płynności wyznaczana jest jako [Michalski, 2004, s. 82]:

$$V_w = w_k : pp$$

gdzie:

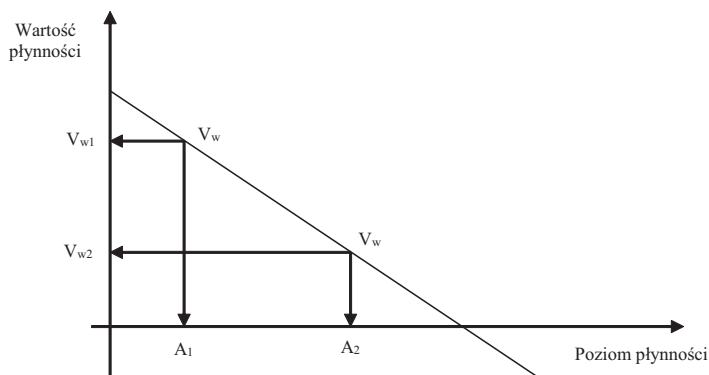
pp – poziom płynności w przedsiębiorstwie najczęściej liczony jako wskaźnik płynności bieżącej

w_k – współczynnik korygujący

Współczynnik korygujący zależy od aktualnej, rynkowej stopy procentowej (tj. WIBOR i WIBID) oraz od wszystkich czynników kształtujących wewnętrzną wartość płynności, wskazanych w tab. 2. Można przedstawić ten współczynnik jako:

$$w_k = f(WIBOR, WIBID, N_w, N_d, N_k, R, PP_A, B_p, P/Br, In_{pp})$$

Przebieg wewnętrznej wartości przedstawiono na rys. 2. Biorąc pod uwagę wymienione determinanty wewnętrznej wartości płynności, można stwierdzić, że przy wysokim poziomie płynności wewnętrzna wartość płynności przyjmuje niskie wartości. Natomiast gdy poziom płynności maleje, wewnętrzna wartość płynności rośnie i przedsiębiorstwo jest gotowe zapłacić więcej za każdego pozyskanego złotego.

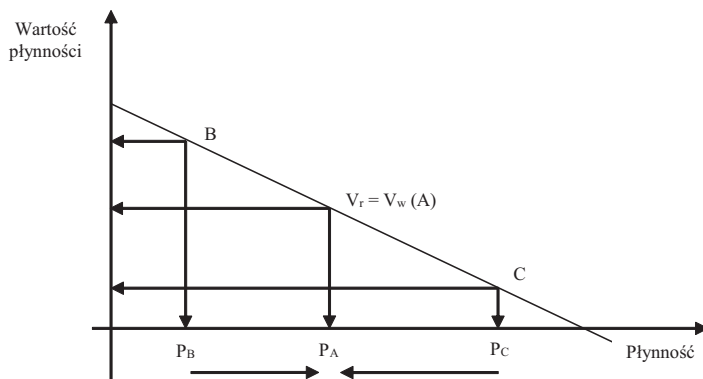


Rys. 2. Wewnętrzna wartość płynności

Źródło: opracowanie własne.

Biorąc pod uwagę rynkową i wewnętrzną wartość płynności, w przedsiębiorstwie następują działania dostosowawcze skierowane na uzyskanie optimum płynności (rys. 3). Należy uwzględnić dwie sytuacje:

- przedsiębiorstwo charakteryzuje się niedoborem płynności (P_B),
- przedsiębiorstwo ma nadpłynność (P_C).



Rys. 3. Proces optymalizacji wartości płynności

Źródło: opracowanie własne na podstawie cytowanej literatury.

V_r – wartość rynkowa płynności

V_w – wartość wewnętrzna płynności

P_A – płynność w stanie równowagi

P_B – niedobór płynności

P_C – nadpłynność

A – wartość wewnętrzna płynności w punkcie optimum (punkt optimum: $V_r = V_w$)

B – wartość wewnętrzna płynności przy niedoborze płynności ($V_w > V_r$)

C – wartość wewnętrzna płynności przy nadpłynności ($V_w < V_r$)

Przedsiębiorstwo wykazujące duże zapotrzebowanie na środki pieniężne ma wartość wewnętrzną płynności wyższą niż wartość rynkowa. Powinno zatem pozyskać środki pieniężne na rynku, np. przez kredytowanie. Gdy sytuacja jest odwrotna i przedsiębiorstwo ma wartość wewnętrzną płynności niższą od wartości rynkowej, firma charakteryzuje się wysoką płynnością. Wówczas należy zainwestować nadwyżkę środków, a odpływ pieniądza zrównoważy oba rodzaje wartości płynności. Firma osiąga optymalną płynność (wartość wewnętrzną = wartość rynkowa) i charakteryzuje się równowagą finansową.

Mając na uwadze powyższe, dla warunków Polski założono, że:

- współczynnik korygujący jest wielkością oscylującą między 0,10–0,11,
- wartość rynkowa jest równa oprocentowaniu kredytu obrotowego do 1 roku,
- poziom płynności przedsiębiorstw został wyznaczony za pomocą wskaźnika płynności bieżącej.

Określenie optimum płynności wymaga wyznaczenia ilorazu współczynnika korygującego w_k i rynkowej wartości płynności V_r . Jeżeli płynność przedsiębiorstwa wyznaczona za pomocą wskaźnika płynności bieżącej jest niższa niż określone optimum, to konieczne jest zwiększenie finansowania z wykorzystaniem krótkoterminowych kapitałów obcych. Potwierdzeniem konieczności dofinansowania firmy jest porównanie wewnętrznej i rynkowej wartości płynności, jak wcześniej to przedstawiono. Brak równowagi między wartością wewnętrzną a rynkową oznacza dla przedsiębiorstwa powstanie problemów w zakresie płynności. Poniżej przedstawiono wewnętrzną i rynkową wartość płynności oraz poziom płynności, przy którym firma generowałaby optimum płynności (tab. 3).

Tab. 3. Optimum płynności w przedsiębiorstwach

| Wyszczególnienie | 2005 | 2010 | 2015 | 2016 |
|---------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Poziom płynności w przedsiębiorstwach | 1,34 | 1,47 | 1,46 | 1,47 |
| Współczynnik korygujący | 0,10 | 0,11 | 0,10 | 0,11 |
| Wartość wewnętrzna płynności (%) | 7,50 | 7,50 | 6,85 | 6,80 |
| Wartość rynkowa płynności (%) | 6,30 | 5,90 | 3,40 | 3,40 |
| Optimum płynności | 1,59 | 1,86 | 2,94 | 3,24 |
| Ocena sytuacji w zakresie płynności | $V_w > V_r$ | $V_w > V_r$ | $V_w > V_r$ | $V_w > V_r$ |

Źródło: opracowanie własne.

Na podstawie przeprowadzonych obliczeń można stwierdzić, że przedsiębiorstwa w Polsce mają problemy z utrzymaniem należytego poziomu płynności. Jest im potrzebne finansowanie zewnętrzne lub lepsze wykorzystanie posiadanego kapitału obrotowego. Oznacza to, że dążąc do uzyskania optimum płynności, przedsiębiorstwo powinno przez zarządzanie swoimi aktywami i pasywami poprawić swoją sytuację płynnościową.

3. Płynność w opinii przedsiębiorców

Analizując problem płynności oraz działania podejmowane przez przedsiębiorstwa w celu jej kształtowania, należy poznać opinie samych firm o bezpieczeństwie prowadzonej działalności, ze szczególnym uwzględnieniem ich zdolności do regulowania zobowiązań finansowych. W tym celu można wykorzystać wskaźnik bezpieczeństwa działalności gospodarczej BIG, wyznaczany od listopada 2007 r. w oparciu o wywiady telefoniczne. Wskaźnik może przyjmować wartości od -100 do +100 pkt. Jego wzrost oznacza poprawę bezpieczeństwa w obrocie gospodarczym, a tym samym wzrost optymizmu przedsiębiorców. Spadek z kolei wynika z pogorszenia się sytuacji w zakresie płatności, a w konsekwencji płynności podmiotów na rynku. Od 2015 r. wskaźnik bezpieczeństwa działalności gospodarczej BIG zmienił nazwę na indeks zatorów płatniczych BIG. Wartość indeksu, podobnie jak poprzednio, może wahać się od -100 do +100 pkt. Im wyższy poziom tego indeksu, tym mniejsze problemy firmy mają z zatorami płatniczymi. Wskaźniki BIG przedstawiono w tab. 4.

Tab. 4. Wskaźnik bezpieczeństwa działalności BIG – indeks zatorów płatniczych BIG

| Przedsiębiorstwa | X 2010 r. | X 2015 r. | XI 2016 r. |
|------------------|-----------|-----------|------------|
| Ogółem | 13,4 | 3,0 | 10,3 |
| Budownictwo | X | -3,5 | 15,3 |
| Handel | X | 1,9 | 10,6 |
| Produkcja | X | - 1,4 | 3,6 |

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ze strony www.RaportBIG.pl w latach 2010–2016.

Badane wskaźniki bezpieczeństwa prowadzonej działalności (indeks zatorów płatniczych) potwierdzają trudną sytuację przedsiębiorstw. Przedsiębiorcy stwierdzają również, że nieterminowe płatności stanowią dla nich znaczną przeszkodę w prowadzeniu działalności gospodarczej. Ich opinie zawarto w tab. 5.

Tab. 5. Nieterminowe płatności jako znaczna przeszkoda w prowadzeniu działalności gospodarczej (%)

| Przedsiębiorstwa | X 2010 r. | X 2015 r. | XI 2016 r. |
|------------------|-----------|-----------|------------|
| Ogółem | 74 | 92 | 91 |
| Budownictwo | X | 91 | 100 |
| Handel | X | 87 | 92 |
| Produkcja | X | 91 | 89 |

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ze strony www.RaportBIG.pl w latach 2010–2016.

Analizując powyższe dane, można zaobserwować, że około 90% i więcej badanych firm odczuwa trudną sytuację związaną z opóźnieniami w spływie należnych im płatności. Stwierdzenie to uzupełniono o dane dotyczące częstotliwości występowania opóźnień w płatnościach (tab. 6).

Tab. 6. Występowanie opóźnień w regulowaniu płatności nazwane przez przedsiębiorstwa jako częste (%)

| Przedsiębiorstwa | X 2010 r. | X 2015 r. | XI 2016 r. |
|------------------|-----------|-----------|------------|
| Ogółem | 53 | 68 | 58 |
| Budownictwo | X | 65 | 56 |
| Handel | X | 70 | 55 |
| Produkcja | X | 65 | 75 |

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ze strony www.RaportBIG.pl w latach 2010–2016.

Częstotliwość występowania opóźnień w płatnościach jest znaczna, ponieważ dotyczy 60–70% wymagalnych płatności. Sytuacja uległa szczególnemu pogorszeniu w 2015 r., lecz w 2016 r. zaobserwowano pewną poprawę, z wyjątkiem sytuacji płynnościowej w produkcji.

Powyższa analiza pozwala na stwierdzenie, że podmioty prowadzące działalność gospodarczą – w zależności od warunków, w których ją wykonują – w różny sposób reagują na ryzyko, które jest istotnym atrybutem ich funkcjonowania w gospodarce rynkowej. Niepewność i ryzyko prowadzonej działalności spowodowały, że wskaźniki bezpieczeństwa działalności gospodarczej BIG kształtowały się na stosunkowo niskim poziomie. Pozostałe przytaczane parametry również potwierdziły występowanie istotnych dla przedsiębiorców problemów płynnościowych świadczących o braku równowagi między wewnętrzną i rynkową wartością płynności.

Podsumowanie

Analizując opinie przedsiębiorstw o ich sytuacji płynnościowej, należy stwierdzić, że ich funkcjonowaniu towarzyszy niepewność co do warunków prowadzenia działalności gospodarczej w przyszłości, dopływu środków pieniężnych oraz kosztu pozyskania źródeł finansowania. Wymienione czynniki oraz te wskazane w tab. 2 kształtują współczynnik korygujący i wewnętrzną wartość płynności, wpływając na poziom optymalnego poziomu płynności.

Przedsiębiorstwa, biorąc pod uwagę zarówno niepewność, jak i inne determinanty, nisko oceniły poziom bezpieczeństwa prowadzonej działalności. Wskazały, że opóźnienia w regulowaniu płatności są znaczną przeszkodą w prowadzeniu działalności gospodarczej. Odzwierciedleniem takiej sytuacji jest generowanie wyższej wewnętrznej wartości płynności niż jej wartość rynkowa. Przedsiębiorstwa nie uzyskują więc optimum płynności, co oznacza dla nich konieczność poszukiwania źródeł finansowania (szczególnie działalności bieżącej) oraz określenia sposobów pozyskania środków pieniężnych w procesie zarządzania kapitałem obrotowym netto.

Bibliografia

- Gabrusiewicz W., *Podstawy analizy finansowej*, PWE, Warszawa 2005.
- Grzywacz J. (red.), *Płynność finansowa przedsiębiorstw w Polsce*, SGH, Warszawa 2014.
- Kreczmańska-Gigol K. (red.), *Płynność finansowa przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2015.
- Michalski G., *Płynność finansowa w małych i średnich przedsiębiorstwach*, PWN, Warszawa 2013.
- Michalski G., *Wartość płynności w bieżącym zarządzaniu finansami*, CeDeWu, Warszawa 2004.
- Sierpińska M., Jachna T., *Metody podejmowania decyzji finansowych*, PWN, Warszawa 2007.
- Rocznik Statystyczny RP*, GUS, Warszawa, 1995–2015.
- Wędzki D., *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa. Przepływy pieniężne a wartość dla właścicieli*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2002.
- www.RaportBIG.pl [dostęp: 10.10.2017].

Internal and Market Liquidity of Enterprises in Poland

The paper examines the liquidity problems of enterprises, taking into account their both internal and market liquidity. Businesses' opinions about their liquidity situation was also taken into consideration. It was found that business activity is accompanied by uncertainty about future business running conditions, cash inflows and cost of obtaining financing. This uncertainty is one of the factors shaping the internal value of liquidity, affecting the level of optimal liquidity. It was found that companies do not obtain optimum liquidity. Their internal value surpasses the market value of liquidity. This means they have to look for sources of financing and to identify ways of acquiring cash from the process of liquidating receivables and inventories and shaping the level of current liabilities.

Wewnętrzna i rynkowa wartość płynności przedsiębiorstw w Polsce

W artykule podjęto się analizy problemów płynnościowych przedsiębiorstw z uwzględnieniem ich wewnętrznej i rynkowej wartości płynności. Odniesiono się również do opinii przedsiębiorstw o ich sytuacji płynnościowej. Stwierdzono, że działalności gospodarczej towarzyszy niepewność co do warunków prowadzenia działalności gospodarczej w przyszłości, dopływu środków pieniężnych oraz kosztu pozyskania źródeł finansowania. Niepewność jest jednym z czynników kształtujących wewnętrzną wartość płynności, wpływając na poziom optymalnego jej poziomu. Wykazano, że przedsiębiorstwa nie uzyskują optimum płynności. Ich wartość wewnętrzna przewyższa wartość rynkową płynności. Oznacza to dla nich konieczność poszukiwania źródeł finansowania oraz określenia sposobów pozyskania środków pieniężnych w procesie upływniania należności i zapasów, a także kształtowania poziomu zobowiązań bieżących.