

Józefa Monika Gryko

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

DETERMINANTY ZRÓŻNICOWANIA POZIOMU PŁYNNYCH AKTYWÓW W PRZEDSIĘBIORSTWACH NOTOWANYCH NA GPW

Streszczenie: Celem artykułu jest przedstawienie czynników, które wpływają na wielkość posiadanych przez przedsiębiorstwo płynnych aktywów, na podstawie wyników badań dotyczących przedsiębiorstw niefinansowych, notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2007-2009. Badania empiryczne wykazują znaczne zróżnicowanie w zakresie poziomu gotówki i jej ekwiwalentów utrzymywanych przez spółki publiczne. Na podstawie analizy korelacji stwierdzono słabą negatywną zależność pomiędzy poziomem płynnych aktywów a wielkością przedsiębiorstwa, poziomem przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej, a także poziomem dźwigni oraz zadłużenia długoterminowego.

Słowa kluczowe: zarządzanie płynnością, poziom gotówki, asymetria informacji, spółki publiczne.

1. Wstęp

Poziom aktywów o wysokim stopniu płynności, a więc gotówki i jej ekwiwalentów, związany jest w pierwszej kolejności z podejmowaniem decyzji dotyczących działalności bieżącej. Odpowiednia wielkość płynnych aktywów pozwala przedsiębiorstwu na utrzymanie płynności finansowej, co jest podstawowym warunkiem przetrwania przedsiębiorstwa. Coraz częściej w literaturze światowej można znaleźć wskazania, że wartość utrzymywanej przez przedsiębiorstwo gotówki i jej ekwiwalentów jest powiązana nie tylko z krótkoterminowymi potrzebami transakcyjnymi, ale także ze strategią pozyskiwania źródeł finansowania oraz zabezpieczenia się przed ryzykiem braku możliwości kontynuowania rozpoczętych inwestycji lub realizacji planów strategicznych, zwłaszcza w sytuacji, gdy sytuacja rynkowa zmieni się na niekorzyść przedsiębiorstwa. Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie czynników, które wpływają na wielkość posiadanych przez przedsiębiorstwo płynnych aktywów, na podstawie wyników badań dotyczących przedsiębiorstw notowanych na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych.

2. Poziom płynnych aktywów w świetle teorii

Każda inwestycja, w tym także w utrzymanie odpowiedniego stanu środków pieniężnych oraz ich ekwiwalentów, powinna mieć na celu zwiększanie wartości przedsiębiorstwa. Utrzymywanie w przedsiębiorstwie środków pieniężnych musi zatem uwzględniać porównanie korzyści oraz kosztów związanych z utrzymywaniem przyjętego poziomu płynnych aktywów.

Przy założeniu racjonalności decyzji menedżerów podejmowane są w literaturze światowej próby wyjaśnienia – jak poziom płynnych aktywów wpływa na wartość przedsiębiorstwa. M.C. Jensen wiąże posiadanie wysokich stanów środków pieniężnych z kosztami agencji, obniżającymi wartość przedsiębiorstwa, w następstwie realizacji przez menedżerów (agentów) projektów o stopie zwrotu niższej niż koszt kapitału lub roztrwonienia nadwyżek na wydatki konsumpcyjne, podnoszące prestiż zarządu [Jensen 1986, s. 323]. Z kolei w świetle teorii S.C. Myersa i N.S. Maylufa [Myers, Mayluf 1984] utrzymywanie nadwyżek środków pieniężnych łagodzi asymetrię informacji oraz niesie dodatkową wartość dla akcjonariuszy, którą wiąże się z zapewnieniem zdolności do realizacji przyszłych projektów inwestycyjnych z funduszy wewnętrznych oraz w pewnym stopniu uniezależnienia się od rynków finansowych.

Korzyści wynikające z posiadania płynnych aktywów oraz ich wpływ na wartość przedsiębiorstwa wiązać należy przede wszystkim z istnieniem niedoskonałości rynku kapitałowego oraz ich konsekwencjami dla podejmowanych przez przedsiębiorstwa decyzji finansowych. Jednakże ewentualna wartość, jaką niesie posiadanie wysokich stanów płynnych aktywów, jest uzależniona od cech konkretnego przedsiębiorstwa. Obserwacja, że przedsiębiorstwa działające w tej samej branży, w tym samym czasie, mogą charakteryzować się różnym stopniem relacji aktywów płynnych do aktywów trwałych, była podstawą do badań empirycznych, poszukujących determinant wysokich stanów gotówki i jej ekwiwalentów.

Początkowe badania nad czynnikami determinującymi wielkość łatwo zbywalnych aktywów w przedsiębiorstwach (np. S.C. Myersa i N.S. Maylufa) doprowadziły do wniosków, że poziom płynnych aktywów jest zróżnicowany w zależności od branży, wyższy zaś, jeżeli występują ograniczenia w dostępie do źródeł finansowania w następstwie asymetrii informacji i przedsiębiorstwo gromadzi łatwo zbywalne aktywa do finansowania przyszłych inwestycji. Dalsze badania [Kim, Mauer, Sherman 1998] pozwoliły zbudować model optymalnej inwestycji w płynne aktywa przedsiębiorstwa, oparty na porównaniu kosztów utrzymania płynnych aktywów (niskie oprocentowanie) z korzyściami z minimalizacji zapotrzebowania na kapitał zewnętrzny o wysokim koszcie, pozyskiwany w celu finansowania przyszłych możliwości inwestycyjnych. Utrzymywanie wysokich stanów gotówki i jej ekwiwalentów powoduje powstawanie kosztów utraconych korzyści w postaci niższego oprocentowania lokat w stosunku do stopy zwrotu z inwestycji w mniej płynne aktywa. Rezygnacja z wyższej stopy zwrotu będzie racjonalna tylko w sytuacji skompensowania jej przez inne korzyści. Taką korzyścią może być zapewnienie większej wartości elastyczności finansowej, wynikającej z częściowego uniezależnienia się od rynku kapitałowego w przy-

padku konieczności realizacji inwestycji o wysokim ryzyku, a w następstwie uniknięcie wysokiego kosztu kapitału pozyskiwanego ze źródeł zewnętrznych. Zgodnie z obserwacjami z rynku Stanów Zjednoczonych wyższy stan środków pieniężnych oraz ich ekwiwalentów utrzymują firmy cechujące się wysokim wskaźnikiem wartości rynkowej do wartości księgowej, dużą zmiennością przyszłych przepływów pieniężnych oraz przyszłymi możliwościami inwestycyjnymi.

W prowadzonych badaniach zagadnienie wielkości płynnych aktywów wiąże się z teorią wyboru źródeł finansowania, uwzględniając koszty transakcyjne, następstwa asymetrii informacji oraz koszty agencji związane w zewnętrznym finansowaniu. Rezultaty badań T. Oplera, L. Pinkowitza, R. Stulza i R. Williamsona [1999] wskazywały, że firmy z dużym potencjałem wzrostu, dysponujące ryzykownymi aktywami, oraz małe przedsiębiorstwa utrzymują więcej płynnych aktywów niż inne. Z kolei duże firmy, z szerokim dostępem do rynków kapitałowych, utrzymują mniejsze stany płynnych aktywów. Empirycznie zweryfikowana została hipoteza, że firmy utrzymują płynne aktywa, aby utrzymać zdolność do realizacji inwestycji, gdy ich własne przepływy są zbyt niskie oraz gdy finansowanie zewnętrzne jest drogie.

Kolejne badania empiryczne nad czynnikami wpływającymi na wielkość płynnych aktywów (np. [Lie 2005; Faulkender, Wang 2006]) doprowadziły do wniosków, że firmy gromadzą gotówkę i jej ekwiwalenty, jeżeli: wielkość zakumulowana płynnych aktywów jest za niska lub utrudniony jest dostęp do rynków kapitałowych, oprocentowanie papierów skarbowych jest wysokie, oczekiwane przyszłe przepływy pieniężne są niskie lub przepływy pieniężne cechuje wysoka zmienność.

Badania nad czynnikami determinującymi poziom płynnych aktywów prowadzone były także w Europie, na zróżnicowanych grupach przedsiębiorstw. Przykładowo można wskazać badania dotyczące przedsiębiorstw z Wielkiej Brytanii [Ozkan, Ozkan 2004], wskazujące na związki poziomu gotówki i jej ekwiwalentów z możliwościami rozwoju firm, przepływami pieniężnymi, wielkością pozostałych płynnych aktywów, a także poziomem dźwigni finansowej. Analiza przedsiębiorstw szwajcarskich [Drobetz, Grüninger 2007] dotyczyła z kolei związków pomiędzy poziomem płynnych aktywów a wielkością przedsiębiorstwa, poziomem aktywów trwałych, zyskowością aktywów, strukturą finansowania. Podobne badania zostały także przeprowadzone w odniesieniu do małych i średnich przedsiębiorstw w Hiszpanii [Garcia-Teruel, Martinez-Solano 2008]. Metodologia zastosowana w przytoczonych badaniach legła u podstaw badania, którego wyniki zaprezentowano w niniejszym artykule.

3. Charakterystyka próby i metoda badania poziomu płynnych aktywów w przedsiębiorstwach notowanych na GPW

Badaniem objęto przedsiębiorstwa niefinansowe, których akcje notowane są na rynku głównym, w systemie notowań ciągłych. Analizie poddano wybrane wartości według stanów na koniec poszczególnych lat, z jednostkowych sprawozdań finanso-

wych za lata 2007-2009. Źródłem danych była baza Notoria Serwis SA. Po wykluczeniu przedsiębiorstw, dla których nie dysponowano danymi dotyczącymi całego wybranego okresu, próba badawcza składała się z 298 przedsiębiorstw. Przy braku danych dotyczących pojedynczych wielkości dokonywano dalszych wyłączeń przedsiębiorstw.

Do badania przyjęto przedsiębiorstwa, których walory notowane są na rynku publicznym. Firmy te mają największą swobodę w kształtowaniu wielkości i struktury aktywów oraz doborze źródeł i struktury kapitału, z uwagi na łatwość dostępu do rynków finansowych. Równocześnie w większości z nich dochodzi do rozdzielania funkcji właścicielskich od zarządu, stąd z jednej strony mogą w nich występować koszty agencji, z drugiej zaś mogą być zainteresowane łagodzeniem następstw asymetrii informacji, optymalizując poziom płynnych aktywów.

Za podstawową zmienną objaśnianą przyjęto wskaźnik poziomu gotówki i jej ekwiwalentów (P_1) mierzony jako iloraz inwestycji krótkoterminowych oraz aktywów. Jako pomocniczą zmienną objaśnianą przyjęto wskaźnik poziomu gotówki i jej ekwiwalentów do pozostałych aktywów (P_2). Zmienne objaśniające zostały dobrane spośród czynników, które według znanych w czasopiśmiennictwie badań mają wpływ na kształtowanie wielkości płynnych aktywów.

Pierwszym czynnikiem, który może determinować poziom płynnych aktywów, jest wielkość przedsiębiorstwa, którą zmierzono w postaci dwóch wartości: logarytmu naturalnego z aktywów ($\ln(A)$) oraz logarytmu naturalnego z przychodów ze sprzedaży ($\ln(S)$). Na podstawie analizy modeli teoretycznych spodziewana jest negatywna relacja pomiędzy wskaźnikami poziomu gotówki a wielkością przedsiębiorstwa. Jest to uzasadnione efektami skali, większa firma potrzebuje relatywnie mniej gotówki do obsługi typowych transakcji. Równocześnie większe przedsiębiorstwo w mniejszym stopniu będzie utrzymywać zasoby gotówki w celu uniezależnienia się od rynku finansowego.

Kolejnym czynnikiem jest potencjał wzrostu przedsiębiorstwa, mierzony dynamiką sprzedaży (DS), liczoną jako relacja przychodów ze sprzedaży z danego roku w odniesieniu do roku poprzedniego. W odniesieniu do tego miernika wyłączono z analizy 18 firm, z uwagi na brak danych dotyczących roku 2006 lub znaczne, kilkudziesięciokrotne odchylenie od wartości przeciętnych (ostatecznie próba wynosiła 280 przedsiębiorstw). Spodziewana jest pozytywna relacja pomiędzy wskaźnikami poziomu gotówki a potencjałem wzrostu przedsiębiorstwa, z uwagi na większą asymetrię informacji dynamicznie rozwijających się firm (co wynika z badań S.C. Myersa i N.S. Maylufa), wyższy koszt zewnętrznych źródeł finansowania, wynikający z trudności w wycenie opcji wzrostu przedsiębiorstwa, co powinno skutkować chęcią posiadania wyższych zasobów gotówkowych w celu częściowego uniezależnienia się od rynku finansowego. Dynamicznie rozwijające się przedsiębiorstwa mają też zwykle więcej możliwości inwestycyjnych, zatem też mogą zgłaszać wyższe zapotrzebowanie na środki pieniężne w celu realizacji bieżących inwestycji.

Istotne dla poziomu posiadanych środków pieniężnych mogą być przepływy pieniężne generowane przez działalność operacyjną. W badaniu przyjęto dwa wskaźniki ukazujące skalę osiąganych przepływów pieniężnych: (1) iloraz przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej do przychodów ze sprzedaży przedsiębiorstwa (CF/S) oraz (2) iloraz przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej do aktywów (CF/A). Spodziewana jest pozytywna relacja pomiędzy wskaźnikami poziomu płynnych aktywów a poziomem przepływów pieniężnych, co może być uzasadnione teorią S.C. Myersa kolejności wyboru źródeł finansowania, wskazującą, że przedsiębiorstwa w pierwszej kolejności finansują się ze źródeł wewnętrznych. Zatem relatywnie wysokie przepływy pieniężne powinny znaleźć swoje odzwierciedlenie w wysokich stanach gotówki i jej ekwiwalentów. Niektóre badania (np. [Kim, Mauer, Sherman 1998, s. 348]) wskazują na możliwość relacji negatywnej, a autorzy argumentują, że przepływy pieniężne mogą stanowić substytut płynnych aktywów, zatem przedsiębiorstwo charakteryzujące się wysokim poziomem przepływów z działalności operacyjnej będzie liczyło, że w razie konieczności inwestycje pokryją bieżące wpływy z działalności operacyjnej, zatem nie ma potrzeby utrzymywania wysokich stanów gotówki.

Wiele teorii łączy poziom płynnych aktywów z kształtowaniem struktury kapitału. Struktura kapitału została uwzględniona w badaniach w postaci dwóch zmiennych objaśniających: (1) poziomu dźwigni finansowej (D_{FIN}) mierzonej ilorazem zobowiązań ogółem i kapitałów własnych oraz (2) poziomu zadłużenia długoterminowego ($ZDł$) mierzonego ilorazem zobowiązań długoterminowych i zobowiązań ogółem. Spodziewana jest negatywna relacja pomiędzy zmiennymi objaśniającymi a wskaźnikami poziomu płynnych aktywów. Poziom dźwigni finansowej zwiększa ryzyko finansowe przedsiębiorstwa, a tym samym koszty finansowania, co może skłaniać do redukcji aktywów o wysokim stopniu płynności. Znaczenie może mieć tu także rola zadłużenia w redukcji kosztów agencji, związanych z utrzymywaniem wolnej gotówki w przedsiębiorstwie. Niektóre badania wskazują na możliwość pozytywnej relacji pomiędzy wysokością płynnych aktywów a poziomem dźwigni finansowej [Ozkan, Ozkan 2004, s. 2108] z uwagi na rosnące wraz z poziomem zadłużenia ryzyko trudności finansowych, które może być zredukowane poprzez utrzymywanie rezerw płynnych aktywów. Wysoki poziom gotówki i jej ekwiwalentów może być traktowany substytucyjnie względem wyższej pojemności zadłużeniowej. Zatem, aby zapewnić sobie elastyczność finansową, czyli zdolność do realizacji przyszłych projektów inwestycyjnych, przedsiębiorstwo bądź utrzymuje wyższe stany środków pieniężnych, bądź rezerwę pojemności zadłużeniowej, pozwalającą na pozyskanie kapitału poprzez zwiększenie zadłużenia.

Wpływ struktury wiekowej zadłużenia na wielkość zasobów gotówkowych powinien być negatywny, w związku ze spodziewanym prawdopodobieństwem trudności finansowych. Przedsiębiorstwa w większym stopniu korzystające z zadłużenia krótkoterminowego muszą corocznie odnawiać linie kredytów obrotowych bądź emitować papiery dłużne w celu refinansowania zadłużenia. Ponoszą zatem większe

ryzyko ewentualnych problemów związanych z corocznym pozyskiwaniem krótkoterminowego zadłużenia w sytuacji niekorzystnych wyników finansowych, stąd należałoby się spodziewać większych zasobów płynnych aktywów. Dodatkowym argumentem jest także wykorzystywanie źródeł krótkoterminowego finansowania przez przedsiębiorstwa w celu łagodzenia konfliktów agencji [Stohs, Mauer 1996, s. 283]. Jednakże niektóre źródła [Ferreira, Vilela 2004, s. 303] wskazują, że przedsiębiorstwa charakteryzujące się wysokim ratingiem kredytowym nie mają większych problemów z pozyskiwaniem zadłużenia krótkoterminowego, a ich dobra sytuacja finansowa nie rodzi ryzyka trudności finansowych wymagających rezerwy gotówkowej, zatem korzystają w większym stopniu ze źródeł krótkoterminowych, nie utrzymując wysokich stanów płynnych aktywów.

Poziom gotówki i jej ekwiwalentów może mieć charakter substytucyjny wobec poziomu pozostałych płynnych aktywów, stąd wprowadzona została zmienna objaśniająca w postaci wskaźnika pozostałych płynnych aktywów (*PP*). Wskaźnik ten jest mierzony jako stosunek majątku obrotowego pomniejszonego o inwestycje krótkoterminowe do aktywów. Spodziewana jest negatywna relacja wskaźnika *PP* do zmiennych objaśnianych. Przedsiębiorstwa utrzymujące wyższy poziom gotówki mogą przeznaczać okresowo wolną gotówkę na prowadzenie bardziej konserwatywnej strategii zarządzania majątkiem obrotowym. W sytuacji zapotrzebowania na środki pieniężne przedsiębiorstwo może je pozyskać, zmniejszając poziom pozostałych aktywów obrotowych.

Ostatnią zmienną objaśniającą jest wskaźnik rentowności aktywów (*ROA*), będący ilorazem zysku netto i aktywów. Na gruncie dotychczasowych badań związek zyskowności aktywów ze wskaźnikami poziomu płynnych aktywów może być zarówno negatywny, jak i pozytywny [Drobetz, Grüninger 2007, s. 305]. Z jednej strony przedsiębiorstwa charakteryzujące się wysokim poziomem zyskowności aktywów mogą mieć tendencję do gromadzenia środków pieniężnych w celu finansowania inwestycji ze źródeł zewnętrznych. Z drugiej strony mogą traktować wysoką zyskowność substytucyjnie względem utrzymywania rezerw gotówkowych.

4. Rezultaty badań i wnioski

Badana grupa przedsiębiorstw, których akcje notowane są na GPW w Warszawie, nie jest grupą jednorodną. Zakres zmienności analizowanych wskaźników prezentuje tab. 1. Widoczne jest duże zróżnicowanie w zakresie zmiennych objaśnianych. Średni udział inwestycji krótkoterminowych w aktywach wynosił w latach 2007-2009 12,7%, przy czym połowa populacji badanych firm miała wskaźnik niższy niż 7,1%. Wskazuje to na możliwość dalszego wyodrębnienia z populacji przedsiębiorstw utrzymujących relatywnie duże stany płynnych aktywów.

Stosunkowo wysoki poziom zróżnicowania cechuje także zmienne objaśniające. Największe zróżnicowanie zaobserwowano w wielkości przepływów z działalności operacyjnej w relacji do przychodów ze sprzedaży oraz do aktywów. Duże zróżnico-

Tabela 1. Statystyki zmiennych wykorzystanych w badaniu

Zmienna	Liczba obserwacji	Średnia	Odchylenie standardowe	Mediana	Percentyl 90
P_1	894	0,127	0,147	0,071	0,322
P_2	894	0,220	0,642	0,077	0,475
PP	894	0,352	0,206	0,352	0,634
DS	840	1,221	1,091	1,088	1,651
Ln(S)	876	11,734	1,860	11,626	13,978
Ln(A)	894	12,074	1,600	11,889	14,075
CF/A	894	0,032	0,173	0,041	0,161
CF/S	861	-0,032	1,005	0,048	0,221
D_FIN	894	0,812	1,272	0,602	1,782
ZDI	894	0,216	0,218	0,143	0,523
ROA	894	0,065	0,182	0,068	0,185

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych finansowych z Notoria Serwis SA.

wanie charakteryzuje także przedsiębiorstwa w zakresie zyskowności aktywów, przy czym można wskazać grupę przedsiębiorstw o niskiej lub przeciętnej zyskowności (50% obserwacji to zyskowność poniżej 6,8%). Można także wyodrębnić grupy przedsiębiorstw w zależności od sposobu finansowania, czyli wielkości stosowanej dźwigni finansowej oraz struktury wiekowej zadłużenia – dla obu wskaźników mediana kształtuje się poniżej wartości średniej. Największe skupienie obserwacji wy-

Tabela 2. Tabela korelacji pomiędzy zmiennymi

Wyszczególnienie	P_1	P_2
P_1	1	
P_2	0,694	1
DS	0,055	-0,019
Ln(S)	-0,189	-0,189
Ln(A)	-0,143	-0,100
CF/A	0,007	-0,007
CF/S	-0,213	-0,373
D FIN	-0,115	-0,072
ZDI	-0,199	-0,129
PP	-0,200	-0,170
ROA	0,084	0,013

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych finansowych z Notoria Serwis SA.

kazują wskaźniki obrazujące wielkość przedsiębiorstw, co wskazuje, że na rynku głównym polskiej giełdy dominują przedsiębiorstwa podobnej wielkości, niezależnie, czy podstawą porównania jest wielkość aktywów, czy wielkość przychodów ze sprzedaży. Wielkości korelacji pomiędzy zmiennymi zaprezentowano w tab. 2.

W przeprowadzonych badaniach stwierdzono jedynie korelację na poziomie niskim (współczynnik korelacji na poziomie niższym niż 0,1) lub słabym (współczynnik korelacji na poziomie niższym niż 0,3) pomiędzy wskaźnikami poziomu płynności a niektórymi zmiennymi objaśniającymi. Badania wskazały istnienie negatywnej zależności pomiędzy poziomem płynnych aktywów a wielkością przedsiębiorstwa, zwłaszcza mierzoną przychodami ze sprzedaży. Może to stanowić potwierdzenie teoretycznych założeń, że przedsiębiorstwa duże mają większą łatwość w bieżącym pozyskiwaniu środków pieniężnych, zatem nie utrzymują wyższych stanów płynnych aktywów. Zaobserwowano także negatywną relację pomiędzy poziomem gotówki i jej ekwiwalentów a poziomem przepływów z działalności operacyjnej w odniesieniu do przychodów ze sprzedaży. Wskazuje to, że przedsiębiorstwa traktują substytucyjnie płynne aktywa i przepływy z działalności operacyjnej oraz rezygnują z kumulowania wolnych środków. Wytlumaczeniem może być chęć zasygnalizowania akcjonariuszom redukcji kosztów agencji w postaci rezygnacji z wolnych przepływów pieniężnych. Nie stwierdzono natomiast substytucyjności pomiędzy poziomem płynnych aktywów a zyskownością aktywów przedsiębiorstwa.

Stwierdzono też niewielką negatywną korelację pomiędzy poziomem gotówki i jej ekwiwalentów a wielkością dźwigni finansowej oraz strukturą wiekową zobowiązań. Wskazuje to na dyscyplinującą rolę zadłużenia w redukcji kosztów agencji. Równocześnie przedsiębiorstwa w większym stopniu korzystające z zadłużenia krótkoterminowego o wysokim stopniu wymagalności zachowują większe rezerwy gotówkowe, co może potwierdzać rolę inwestycji krótkoterminowych w zabezpieczeniu się przed ryzykiem trudności z refinansowaniem zobowiązań krótkoterminowych.

Wbrew oczekiwaniom nie stwierdzono korelacji pomiędzy poziomem płynnych aktywów a potencjałem wzrostu przedsiębiorstwa. Przyczyną może być wybór dynamiki sprzedaży jako wskaźnika obrazującego potencjał wzrostu. Wskaźnik ten może być podatny na zmienność czynników rynkowych, w tym kryzys finansowy, przypadający na okres objęty badaniem, tj. lata 2007-2009. W niektórych rozwijających się przedsiębiorstwach kryzys mógł zaowocować osłabieniem dynamiki sprzedaży.

Duże zróżnicowanie statystyk poszczególnych zmiennych oraz słaba lub niska korelacja pomiędzy czynnikami skłania do wniosku, że przedsiębiorstwa prowadzą zróżnicowaną politykę w zakresie optymalizacji wielkości płynnych aktywów. Trudno zatem wyodrębnić czynniki determinujące poziom płynnych aktywów dla całej populacji spółek, których walory notowane są na rynku publicznym. Uzyskane wyniki nie wykluczają jednak, że czynniki determinujące poziom płynnych aktywów mogą być odmienne w zależności od poszczególnych grup przedsiębiorstw o podobnych cechach, co wskazuje ewentualne kierunki dalszych badań nad kształtowaniem inwestycji przedsiębiorstw w aktywa o wysokim stopniu płynności.

Literatura

- Drobetz W., Grüninger M.C., *Corporate cash holdings: Evidence from Switzerland*, "Financial Markets and Portfolio Management" 2007, no. 21.
- Faulkender M., Wang R., *Corporate financial policy and the value of cash*, "Journal of Finance" 2006, no. 61.
- Ferreira M.A., Vilela A., *Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries*, "European Finance Management" 2004, no. 10.
- Garcia-Teruel P.J., Martinez-Solano P., *On the determinants of SME cash holdings: Evidence from Spain*, "Journal of Business Finance and Accounting" 2008, no. 35 (1), (2).
- Jensen M.C., *Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers*, "American Economic Review" 1986, no. 76.
- Kim C., Mauer D.C., Sherman A.F., *The determinants of corporate liquidity: theory and evidence*, "Journal of Financial and Quantitative Analysis" 1998, no. 33 (3).
- Lie E., *Financial flexibility, performance and the corporate payout choice*, "Journal of Business" 2005, no. 78 (6).
- Myers S.C., Mayluf N.S., *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*, "Journal of Financial Economics" 1984, no. 13.
- Opler T., Pinkowitz L., Stulz R., Williamson R., *The determinants and implications of corporate cash holdings*, "Journal of Financial Economics" 1999, no. 52.
- Ozkan A., Ozkan N., *Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies*, "Journal of Banking and Finance" 2004, no. 28.
- Stohs M.H., Mauer D.C., *The determinants of corporate debt maturity structure*, "Journal of Business" 1996, no. 69.

DETERMINANTS OF CASH HOLDINGS IN WARSAW STOCK EXCHANGE COMPANIES

Summary: The article investigates the determinants of cash holdings for a non-financial companies traded on the Warsaw Stock Exchange between 2007 and 2009. The empirical results show that there is a high degree of differentiation among companies considering cash holdings policy. In this paper descriptive statistics of the used variables and correlation between them are reported. The cash holdings are negatively related with company size, cash flow from operating activities, leverage degree and debt maturity structure, but the correlation coefficient between cash holdings and other proxies are not high.