

GRZEGORZ MICHALSKI

Akademia Ekonomiczna im Oskara Langego we Wrocławiu

OPTYMALNY POZIOM PŁYNNOŚCI FINANSOWEJ W MAŁYCH I ŚREDNICH PRZEDSIĘBIORSTWACH

Wstęp

Tematem artykułu jest optymalny poziom płynności finansowej w małym lub średnim przedsiębiorstwie wyznaczanym na podstawie informacji o wartości płynności finansowej. Małe i średnie przedsiębiorstwa tworzą specyficzną grupę. Najkrótsza definicja małego i średniego przedsiębiorstwa mówi o tym, że są one „przedłużeniem” osobowości jego właściciela¹. Wynika stąd kilka ważnych konsekwencji, które powodują, że zarządzanie płynnością finansową w takich przedsiębiorstwach jest na tyle odmienne od specyfiki dużych firm, że trzeba oddzielnie potraktować związane z nimi zagadnienia. Zapewnienie odpowiedniego poziomu płynności finansowej w małym lub średnim przedsiębiorstwie odbywa się na zupełnie innych warunkach niż w dużych przedsiębiorstwach. Wynika to między innymi z faktu, że zupełnie odmienne jest wyposażenie małego i średniego przedsiębiorstwa w kapitał własny, a także możliwości jego powiększania. Małe lub średnie przedsiębiorstwo ma ograniczony dostęp do rynku kapitałowego. Bardzo utrudnione jest także zaciąganie kapitału obcego niezależnie od tego, czy jest on pochodzenia bankowego, czy pozabankowego. Z ograniczonego wpływu na cenę własnych towarów i usług dla większości

¹ Szersza dyskusja na temat definicji małych i średnich przedsiębiorstw znajduje się w G. Michalski: *Płynność finansowa w małych i średnich przedsiębiorstwach*. WN PWN, Warszawa 2005, s. 9–15.

małych i średnich przedsiębiorstw wynika brak możliwości przerzucania wyższych kosztów tego finansowania na nabywców².

Przedmiotem zainteresowania artykułu jest wartość płynności, dlatego że odpowiedź na pytanie, jaką ma ona wartość, to obecnie jeden z 10 problemów badawczych w dziedzinie finansów oczekujących na rozwiązanie³. Określenie, jaką wartość ma płynność finansowa, pozwalałoby na wyznaczenie **optimalnego poziomu płynności w przedsiębiorstwie**, a przez to przyczyniało się do rozwiązania problemu optymalnego zarządzania kapitałem obrotowym; a w szczególności zarządzania płynnością finansową.

Problemy, które trzeba rozwiązać w trakcie zarządzania płynnością finansową, można podzielić na dwa rodzaje pytań: jaki poziom i jaka struktura. Oba rodzaje pytań, o strukturę i o poziom aktywów bieżących, dotyczą wszystkich aktywów mających istotny wpływ na kształtowanie się poziomu płynności w przedsiębiorstwie. Celem rozważań zawartych w artykule jest **zdefiniowanie i przedstawienie poziomu płynności, wartości płynności i jej znaczenia w wyznaczaniu optymalnego poziomu płynności z uwzględnieniem specyfiki tego procesu w małym lub średnim przedsiębiorstwie**.

1. Definicje

W literaturze finansowej można spotkać bardzo wiele różnych definicji płynności finansowej, dlatego zostanie przedstawiona najlepiej oddająca płynność, której wartość jest przedmiotem rozważań artykułu. **Płynność finansowa** to „**zdolność** rozpatrywanej jednostki gospodarczej (przedsiębiorstwa) **do dokonywania zakupów** wszelkiego rodzaju towarów i usług wtedy, gdy są one potrzebne do zaspokojenia potrzeb produkcyjnych tej jednostki, jak też **zdol-**

² D. van der Wijst: *Financial Structure in Small Business: Theory, Tests and Applications*. Lecture Notes in Economics and Mathematical Systems vol. 320. Springer-Verlag, Berlin-Heidelberg 1989, s. 16–26.

³ R.A. Brealey, S.C. Myers: *Podstawy finansów przedsiębiorstw*. WN PWN, Warszawa 1999, s. 1381–1390.

ność do regulowania jej wszelkiego rodzaju zobowiązań finansowych w pełnej wysokości i w obowiązujących terminach”⁴.

Dla małego lub średniego przedsiębiorstwa płynność ma tym większą wartość, im jej poziom w przedsiębiorstwie jest niższy, i odwrotnie – tym mniejszą wartość, im jej poziom w przedsiębiorstwie jest wyższy, przy czym **poziom płynności** to potencjalnie możliwa do uzyskania w krótkim okresie siła nabywczą. Są to zasoby takich aktywów znajdujących się do dyspozycji przedsiębiorcy, które bez większych strat czasowych, jak i finansowych można uruchomić w celu dokonania transakcji.

Wartość płynności może być oceniana z punktu widzenia przedsiębiorcy jako wewnętrzna wartość płynności (i jako taka jest zależna od jego działań) lub jako rynkowa wartość płynności (zasadniczo niezależna od działań przedsiębiorcy, wyznaczana przez mechanizm rynkowy).

Rynkowa wartość płynności (v_m) to cena, za jaką przedsiębiorca może nabyć brakującą płynność na rynku (na przykład poprzez zaciągnięcie kredytu) lub po jakiej może zbyć ową płynność na tym rynku (na przykład poprzez dokonanie lokaty bankowej).

Wewnętrzna wartość płynności (v_i) to cena, jaką przedsiębiorca, biorący pod uwagę indywidualne potrzeby i warunki swojego przedsiębiorstwa, jest gotów zapłacić za płynność.

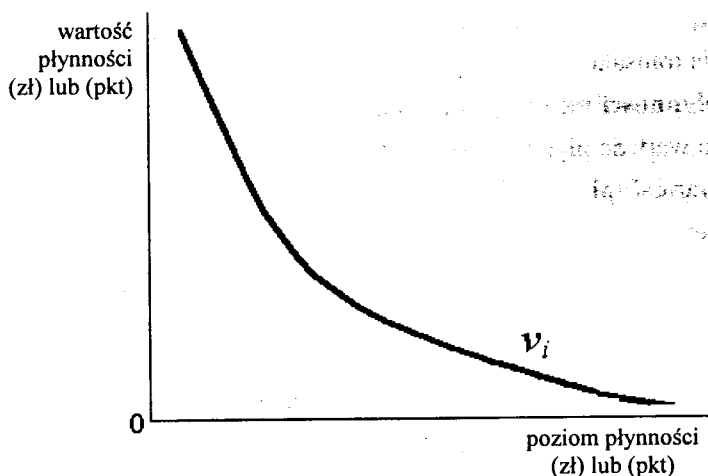
Przebieg wewnętrznej wartości płynności w zależności od poziomu płynności finansowej w przedsiębiorstwie ilustrowany jest przez krzywą wewnętrznej wartości płynności.

3. Krzywa wewnętrznej wartości płynności

Dla przedsiębiorcy, która ma określony poziom płynności, wewnętrzna wartość płynności zmienia się wraz ze zmianą poziomu płynności. Na rysunku 1 przedstawiono przykładową krzywą wewnętrznej wartości płynności. Jej

⁴ Zob. U. Wojciechowska: *Płynność finansowa polskich przedsiębiorstw w okresie transformacji gospodarki. Aspekty mikroekonomiczne i makroekonomiczne*. SGH, Warszawa 2001, s. 14.

kształt wynika z prawa malejącej użyteczności marginalnej. Mówi ono, że ze wzrostem ilości posiadanego dobra X użyteczność osiągana z każdej kolejnej jednostki dobra X jest coraz mniejsza. Jak widać na rysunku 1, wraz ze wzrostem poziomu płynności finansowej w przedsiębiorstwie *ceteris paribus* wewnętrzna wartość płynności jest coraz mniejsza.



Rys. 1. Krzywa wewnętrznej wartości płynności
Źródło: opracowanie własne.

Poziom płynności finansowej w małym lub średnim przedsiębiorstwie jest czynnikiem najmocniej wpływającym na wewnętrzną wartość płynności i kształt krzywej. Nie jest to jedyny czynnik – można wyodrębnić osiem innych czynników, z których pięć podnosi wartość płynności, a trzy obniża. Do czynników dodatnio wpływających na wewnętrzną wartość płynności można zaliczyć⁵ stosunek wartości rynkowej aktywów przedsiębiorstwa do jej wartości

⁵ C.S. Kim, D.C. Mauer, A.E. Sherman: *The determinants of corporate liquidity: theory and evidence*. „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1998, vol. 33, nr 3; T. Opler, R. Stulz, R. Williamson: *The determinants and implications of corporate cash holdings*. „Journal of Financial Economics” 1999, s. 3–46.

księgowej (w tym możliwość podjęcia korzystnych inwestycji)⁶, niepewność dopływu środków pieniężnych (w tym zmienność cyklu konwersji środków pieniężnych), nieprzewidywalność przyszłych warunków ekonomicznych, prawdopodobieństwo bankructwa, koszty transakcyjne związane z pozyskaniem źródeł zewnętrznych. Wśród czynników ujemnie wpływających na wewnętrzną wartość płynności można wymienić **rozmiar przedsiębiorstwa**, atrakcyjność inwestycji w majątek trwały, wielkość przepływów środków pieniężnych. Spośród tych czynników ze specyficzną sytuacją małych i średnich przedsiębiorstw ma związek jeden z czynników, negatywnie wpływających na wartość płynności – rozmiar przedsiębiorstwa. Im przedsiębiorstwo jest większe, tym jego zarząd niżej ceni sobie płynność⁷. Relacje środków pieniężnych do aktywów ogółem oraz środków pieniężnych do przychodów ze sprzedaży w dużych przedsiębiorstwach kształtują się na relatywnie niższym poziomie niż w małych i średnich przedsiębiorstwach⁸. Po pierwsze, jest to związane z tym, że duże przedsiębiorstwa zazwyczaj mają łatwiejszy dostęp do rynku kapitałowego i pieniężnego. Po drugie, w dużych przedsiębiorstwach występują tak zwane efekty skali. W wyniku łatwiejszego dostępu do rynku kapitałowego i pieniężnego duże przedsiębiorstwa w odróżnieniu od małych mogą dokonywać transakcji bezpośrednio, co redukuje poziom kosztów związanych z uczestnictwem w obrocie instrumentami finansowymi. Efekty skali w dużych przedsiębiorstwach wynikają stąd, że pożyczkodawcy udzielają dużych pożyczek po względnie niższym koszcie. Zaobserwowano również zjawisko, że w wielkościach względnych małe i średnie przedsiębiorstwa dla uzyskania takich samych efektów potrzebują większą nadwyżkę środków pieniężnych nad potrzebami

⁶ C.W. Smith, R.L. Watts: *The investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies*. „Journal of Financial Economics” 1992, No 32, s. 263–292; K. Jung, Y. Kim, R. Stulz: *Timing, investment opportunities, managerial discretion, and the security issue decision*. „Journal of Financial Economics” 1996, No 42, s. 159–185; M.J. Barclay, C.W. Smith Jr.: *The maturity structure of corporate debt*. „Journal of Finance” 1995, No 50, s. 609–631. Por. C.B. Mulligan: *Scale economies, the value of time, and demand for money: longitudinal evidence from firms*. „Journal of Political Economy” 1997, No 105, s. 1061–1079.

⁷ A.H. Meltzer: *The demand for money: a cross-section study of business firms*. „Quarterly Journal of Economics” 1963, s. 405–422. Por. też W.J. Frazer: *Financial structure of manufacturing corporations and the demand for money: some empirical findings*. „Journal of Political Economy” 1964, s. 176–183.

⁸ C.-S. Kim, D.C. Mauer, A.E. Sherman: *op.cit.*; T. Opler, R. Stulz, R. Williamson: *op.cit.*

wynikającymi z normalnych transakcji niż w dużych przedsiębiorstwach. Duże przedsiębiorstwa mają jeszcze jedną przewagę nad małymi. Ze względu na potencjał i najczęściej duże rozmiary realizowanych transakcji, pożyczkodawcy są skłonni na większe ustępstwa, gdyż dużo bardziej obawiają się utraty wielkiego kontrahenta niż małego. Świadomość tego znajduje swoje odzwierciedlenie w tym, że zarządy dużych przedsiębiorstw wyceniają płynność niżej niż zarządy małych i średnich przedsiębiorstw. Im mniejsze przedsiębiorstwo, tym krzywa wewnętrznej wartości płynności jest położona wyżej, a co za tym idzie, wewnętrzna wartość płynności także jest wyższa, a optymalny poziom płynności (rysunek 2) wyznaczany na wyższym poziomie.

Dodatkowym elementem wpływającym na wzrost wartości płynności w małym lub średnim przedsiębiorstwie w porównaniu z dużymi podmiotami jest asymetria informacji. Właściciele małych i średnich przedsiębiorstw w celu zmniejszenia i/lub uniknięcia negatywnych skutków asymetrii informacji, takich jak⁹:

- ciągły monitoring i nieufność kapitałodawców,
- ryzyko i koszty renegocjacji warunków udzielonego finansowania,
- ryzyko przedwczesnej likwidacji przedsiębiorstwa na żądanie pożyczkodawców w przypadku pojawienia się przejściowych trudności finansowych,

skłonni są mieć wyższe zasoby rezerwowych środków finansowych. Dotyczy to zarówno ich osobistego majątku jak i majątku przedsiębiorstwa. Dodatkową rolę może odgrywać brak skutecznej, ograniczonej odpowiedzialności za zobowiązania przedsiębiorstwa. Zarządy dużych firm nie znają takich zagrożeń, jak utrata całego osobistego majątku w wyniku bankructwa kierowanego przez nie przedsiębiorstwa. Z tego powodu decyzje właścicieli małych i średnich przedsiębiorstw są dużo ostrożniejsze, a jeśli podejmują ryzyko, to są świadomi tego, że ewentualne negatywne skutki odczują przede wszystkim osobiście¹⁰.

⁹ J.S. Ang: *The corporate slack controversy*. „Advances in Working Capital Management” 1991, vol. 2 (1), s. 3–14.

¹⁰ J.S. Ang: *Small business uniqueness and the theory of financial management*. „Journal of Small Business Finance” 1991, nr 1 (1), s. 2–4.

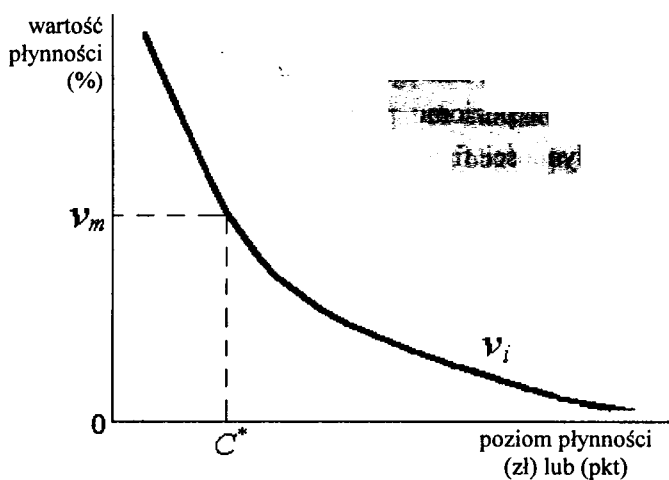
4. Optymalny poziom płynności

Wraz ze wzrostem poziomu płynności w przedsiębiorstwie maleje wewnętrzna wartość płynności finansowej, i odwrotnie – wraz ze spadkiem poziomu płynności w przedsiębiorstwie rośnie jej wartość. Ponadto rynek wyznacza stopę oprocentowania depozytów i kredytów, która jest rynkową wartością płynności.

Jeżeli (znający ją) przedsiębiorca porówna wewnętrzną wartość płynności z rynkową wartością płynności, to zauważy, że opłaca się ustalić poziom płynności finansowej znajdującej się do dyspozycji przedsiębiorstwa na poziomie wynikającym ze zrównania rynkowej wartości płynności finansowej i wewnętrznej wartości płynności finansowej. Istnieje zatem optymalny poziom płynności. Na rysunku 2 przedstawiono krzywą wewnętrznej wartości płynności finansowej v_i i odpowiadający rynkowej stopie procentowej poziom rynkowej wartości płynności v_m . Poziom płynności C^* odpowiada punktowi przecięcia krzywej wewnętrznej wartości płynności z półprostą odpowiadającą rynkowej wartości płynności, czyli punktowi, w którym wewnętrzna wartość płynności równa jest rynkowej wartości płynności, albo innymi słowy – jest to rozwiązanie równości:

$$V_i(C^*) = v_m, \quad (1)$$

gdzie $V_i(C^*)$ – wewnętrzna wartość płynności odpowiadająca optymalnemu poziomowi płynności C^* .



Rys. 2. Optymalny poziom płynności C^* wynikający z porównania poziomu rynkowej wartości płynności v_m dostępnej przedsiębiorcy i wewnętrznej wartości płynności v_i

Źródło: opracowanie własne.

Na rysunku 2 widać, że istnieje **optymalny poziom płynności**. Jeśli przedsiębiorca zwiększa swój poziom płynności, to po przekroczeniu tego **optymalnego poziomu płynności** zaniechanie deponowania środków (i/lub likwidacja istniejących depozytów) lub zaciągnięcie krótkoterminowego długu jest dla przedsiębiorcy nieopłacalne. Innymi słowami, marginalna korzyść z większego poziomu płynności aktywów jest niższa od kosztu utraconych korzyści z tytułu odsetek. Optymalny poziom płynności C^* , wynika z porównania stopy procentowej dostępnej danemu przedsiębiorstwu, czyli *rynkowej wartości płynności* – v_m , z wewnętrzną wartością płynności – v_i . Z tego podejścia wynikają dla przedsiębiorstwa trzy warunki: dokonania inwestycji (2), zaciągnięcia finansowania (3) i równowagi (4):

$$\text{warunek dokonania inwestycji: } v_i < v_m, \quad (2)$$

$$\text{warunek zaciągnięcia pożyczki: } v_i > v_m, \quad (3)$$

warunek równowagi (optymalny poziom płynności): $v_i = v_m$, (4)

gdzie:

v_i – wewnętrzna wartość płynności finansowej w danym przedsiębiorstwie,

v_m – rynkowa wartość płynności (dostępna danemu przedsiębiorstwu).

Podsumowanie

Zarządzanie płynnością finansową ma dla właścicieli małych i średnich przedsiębiorstw dużo większe znaczenie niż dla dużych firm. Wynika to z problemów, które w trakcie podejmowania bieżących decyzji ujawniają swój wpływ w sposób charakterystyczny dla małych i średnich przedsiębiorstw¹¹. Podstawą do takich decyzji powinno być posiadanie informacji o optymalnym poziomie płynności i znajomość optymalnej struktury aktywów bieżących, co umożliwi określenie, czy poziom płynności w małym lub średnim przedsiębiorstwie jest wystarczający i czy nie jest niepotrzebnym źródłem obniżania jego rentowności. Kluczem do znalezienia optymalnego poziomu jest znajomość wewnętrznej wartości płynności dla małego lub średniego przedsiębiorstwa. Jak pokazały rozważania zawarte w artykule, jest ona relatywnie wyższa dla małych i średnich przedsiębiorstw niż dla dużych firm.

¹¹ Szerzej na ten temat zob. G. Michalski: *op.cit.*, s. 28–34.

THE OPTIMUM LEVEL OF THE FINANCIAL LIQUIDITY IN THE SMALL AND MIDDLE ENTERPRISES

Summary

Actually determining the value of liquidity is one of the unsolved problems in finance. Having information about value of liquidity in small and middle enterprises we can better tackle the problems of financial liquidity management can be resolved.

Translated by Grzegorz Michalski

Ważnym elementem zarządzania przedsiębiorstwem jest zarządzanie płynnością finansową. Celem niniejszego artykułu jest określenie optymalnego poziomu płynności finansowej w przedsiębiorstwach małych i średnich. W tym celu przeprowadzono badania empiryczne, które miały na celu wyznaczenie poziomu płynności finansowej, który jest najbardziej korzystny dla przedsiębiorstwa. Wyniki badań wskazują, że optymalny poziom płynności finansowej zależy od wielu czynników, takich jak wielkość przedsiębiorstwa, branża, cykl obrotowy itp. Wskazano również, że przedsiębiorstwa, które utrzymują optymalny poziom płynności finansowej, są bardziej odporne na ryzyko i mają lepsze wyniki finansowe. Artykuł zawiera również kilka praktycznych wskazówek dotyczących zarządzania płynnością finansową w przedsiębiorstwach małych i średnich.

warunek dokonania inwestycji:

warunek zaspokojenia potrzeb:

2005, t. 571, ISSN: 0860-2751, p. 185-194