

## Profitability or Liquidity: Influencing the Market Value

### *The Case of Poland*

Monika Bolek<sup>1</sup> & Rafal Wolski<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Economic Faculty, University of Lodz, Lodz, Poland

Correspondence: Monika Bolek, University of Lodz, POW Street 3/5, 90-255 Lodz, Poland. Tel: 48-668-322-648.  
E-mail: mbolek@ki.uni.lodz.pl

Received: June 14, 2012

Accepted: July 17, 2012

Online Published: July 31, 2012

doi:10.5539/ijef.v4n9p182

URL: <http://dx.doi.org/10.5539/ijef.v4n9p182>

#### **Abstract**

Company liquidity management is connected to working capital, which is determined by decisions made at the level of cash, receivables, inventory, and payables. It can be assumed that the greater the liquidity, the higher the net working capital invested in a company; the higher the level of capital, the greater its cost, and thus the lower the ROE and EVA indicators. In such a case, investors monitoring company performance could interpret high liquidity as a negative signal, entailing a fall in the market prices. On the other hand, the greater the liquidity, the higher the flexibility of the company in terms of production and sales, which could provide additional income for the business. Consequently, investors could also interpret high liquidity as a positive sign, with a subsequent rise in the market prices. This paper sets out to examine the relations between the above-mentioned factors to find out how investors interpret corporate liquidity and profitability ratios on the Warsaw Stock Exchange.

**Keywords:** liquidity, profitability, market value

#### **1. Introduction**

Working capital management is connected to liquidity and the capital structure. Under the conservative approach, positive working capital is financed by long term capital. On the other hand, negative working capital may indicate an aggressive strategy, in which case fixed assets are financed by short-term liabilities. Zero working capital means that current assets are equal to short-term liabilities. Corporate strategies are connected to long-term decision-making and do not change often, especially that liquidity is influenced by decisions in many areas, not necessarily synchronized within a company. The inventory management department does not necessarily have to cooperate with the personnel responsible for monitoring receivables or payables or for inventory replenishment, and in the end cash levels may be just the result of current business rather than a controlled goal. Such behaviors in company are stable. The less developed financial skills of managers in a business the more often such a pattern can be found in companies.

If a company is liquid, then it is flexible: it can meet its obligations and offer its customers long terms of payment. It is also more competitive in the market and does not squeeze its receivables, payables, or other current assets. However, it faces the problem of financing such a strategy because its long-term capital is higher, and so the cost of invested capital is grater, too. This influences its capital structure and such metrics as economic value added (EVA). Since capital structure decisions based on the cost of capital and market value tradeoff are taken into consideration by CFOs, decisions concerning working capital, especially in developing countries, are not the subject of one person's considerations, but are the result of joint decisions in the field of inventory, receivables, and cash balance. It is very important to emphasize the role of working capital levels and current asset management together with liquidity and profitability in meeting the market needs and avoiding unnecessary costs of capital invested.

Many papers have reported studies on the relationship between liquidity and profitability in markets throughout the world. Eljelly (2004) empirically examined the relation between profitability and liquidity as measured by the current ratio (CR) and the cash conversion cycle (CCC) in Saudi companies. Using correlation and regression analysis, the study found a significant negative relation between a firm's profitability and its liquidity level as measured by the current ratio. This relationship is more evident in firms with high current ratios and longer cash conversion cycles. In the latest study concerning the Polish market, Lyroudi (2012) presented the results of

Der Open-Access-Publikationsserver der ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft  
*The Open Access Publication Server of the ZBW – Leibniz Information Centre for Economics*

Bolek, Monika; Kacprzyk, Marta; Wolski, Rafał

## Article

# The relationship between economic value added and cash conversion cycle in companies listed on the WSE

e-Finanse: Financial Internet Quarterly

## Provided in Cooperation with:

University of Information Technology and Management, Rzeszów

Suggested Citation: Bolek, Monika; Kacprzyk, Marta; Wolski, Rafał (2012) : The relationship between economic value added and cash conversion cycle in companies listed on the WSE, e-Finanse: Financial Internet Quarterly, ISSN 1734-039X, Vol. 8, Iss. 2, pp. 1-10

This Version is available at:

<http://hdl.handle.net/10419/66761>

### Nutzungsbedingungen:

Die ZBW räumt Ihnen als Nutzerin/Nutzer das unentgeltliche, räumlich unbeschränkte und zeitlich auf die Dauer des Schutzrechts beschränkte einfache Recht ein, das ausgewählte Werk im Rahmen der unter

→ <http://www.econstor.eu/dspace/Nutzungsbedingungen> nachzulesenden vollständigen Nutzungsbedingungen zu vervielfältigen, mit denen die Nutzerin/der Nutzer sich durch die erste Nutzung einverstanden erklärt.

### Terms of use:

The ZBW grants you, the user, the non-exclusive right to use the selected work free of charge, territorially unrestricted and within the time limit of the term of the property rights according to the terms specified at

→ <http://www.econstor.eu/dspace/Nutzungsbedingungen>  
By the first use of the selected work the user agrees and declares to comply with these terms of use.

**Monika Bolek, Rafał Wolski**

Uniwersytet Łódzki

---

## ZWIĄZEK CYKLU KONWERSJI GOTÓWKI ZE WSKAŹNIKAMI PŁYNNOŚCI PRZEDSIĘBIORSTW NOTOWANYCH NA GPW W WARSZAWIE

---

**Streszczenie:** Badanie wykonano w celu określenia, czy przedsiębiorstwa polskie prowadzą aktywną politykę zarządzania finansami. Jeśli tak, to autorzy spodziewają się zidentyfikować związek pomiędzy długością cyklu konwersji gotówki i płynnością przedsiębiorstwa. Autorzy postawili hipotezę badawczą: w przedsiębiorstwie prowadzącym aktywną politykę zarządzania płynności spadek długości cyklu konwersji gotówki wpłynie na polepszenie wskaźników płynności. Interpretując uzyskane wyniki, należy podkreślić, że jakość uzyskanych modeli nie pozwala na jakiegokolwiek wiarygodne wnioskowanie. Według autorów uzyskane wyniki wskazują na brak polityki zarządzania kapitałem obrotowym w przedsiębiorstwach.

**Słowa kluczowe:** cykl konwersji gotówki, kapitał obrotowy.

### 1. Wstęp

Badanie wykonano w celu określenia, czy przedsiębiorstwa polskie prowadzą aktywną politykę zarządzania finansami. Jeśli tak, to autorzy spodziewają się zidentyfikować związek pomiędzy długością cyklu konwersji gotówki i płynnością przedsiębiorstwa. Podobne badania są prowadzone na świecie i pokazują różne wyniki. Analiza problemu rozpoczęła się od artykułów Largaya i Stickneya [1980] i Aziza i Lawsona [1989], którzy przedstawili statyczność wskaźników płynności, poprzez analizy Hager [1976], Richardsa i Laughlina [1980], którzy wykazali konieczność stosowania cyklu konwersji gotówki w dynamicznym modelu zarządzania kapitałem obrotowym przedsiębiorstwa.

W przykładowym badaniu przeprowadzonym przez Lyroudi i McCarty'ego [1993] związek pomiędzy cyklem konwersji gotówki a wskaźnikiem bieżącym był negatywny, natomiast korelacja ze wskaźnikiem szybkim była dodatnia. Analizując badania, można założyć, że im bardziej rozwinięta gospodarka, tym związek pomiędzy wskaźnikami płynności a cyklem konwersji gotówki jest większy. Może to być skutkiem stosowania zintegrowanego modelu zarządzania płynnością przedsiębiorstwa lub innych, takich jak EVA strategii. Innym wytłumaczeniem może być posiadanie przez kraje rozwinięte rozwiniętego rynku pracy dla kadry menedżerskiej.

*Marta Kacprzyk\**, *Monika Rychter\*\**, *Rafał Wolski\*\**

## WPLYW EKONOMICZNEJ WARTOŚCI DODANEJ (*EVA*) NA RYNKOWĄ WARTOŚĆ DODANĄ (*MVA*)

### I. WPROWADZENIE

Celem niniejszego artykułu jest dokonanie obliczeń ekonomicznej wartości dodanej (*EVA*) i rynkowej wartości dodanej (*MVA*) dla spółek technologicznych notowanych na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie oraz próba odnalezienia istotnych zależności między tymi miarami. Jednocześnie autorzy zweryfikują hipotezę o wpływie *EVA* na *MVA*.

### 2. EKONOMICZNA WARTOŚĆ DODANA (*EVA*)

Koncepcja ekonomicznej wartości dodanej została stworzona przez firmę konsultingową Stern Stewart & Company w latach 90., a wywodzi się z pojęcia zysku rezydualnego zdefiniowanego w końcu XIX w. przez A. Marshalla. Według niego wypracowany przez spółkę wynik finansowy musi być wystarczający na pokrycie, oprócz kosztów operacyjnych, kosztu całego kapitału, w tym także kosztu kapitału własnego. Kategorię zysku rezydualnego od kategorii *EVA* odróżnia konieczność dopasowania jednej z kategorii zysku operacyjnego będącej podstawą dla wyliczania *EVA*<sup>1</sup>, wartości zainwestowanego kapitału i jego kosztu. Korekt tych dokonuje się w celu uzyskania większej przydatności wskaźnika *EVA* i lepszego odzwierciedlenia rzeczywistości ekonomicznej, m. in. dla potrzeb systemów motywacyjnych. Nie pojawiają się one natomiast w koncepcji Marshalla.

System ekonomicznej wartości dodanej opiera się na trzech wzajemnie powiązanych filarach: wycena spółki, pomiar wygenerowanej wartości dodanej i system motywacyjny dyrektorów i pracowników. Dopiero uwzględnienie

---

\* Mgr, absolwentka Wydziału Ekonomiczno-Socjologicznego, Uniwersytet Łódzki.

\*\* Dr, adiunkt w Katedrze Ekonomii Przemysłu i Rynku Kapitałowego, Uniwersytet Łódzki.

<sup>1</sup> *NOPAT* – ang. Net Operating Profit After Taxes, czyli zysk operacyjny po opodatkowaniu.

*Rafał Wolski\*, Monika Rychter\**

## **EFEKT KAPITALIZACJI NA GIELDZIE PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W WARSZAWIE**

### **1. WPROWADZENIE**

Celem niniejszego artykułu jest analiza stopy zwrotu z akcji notowanych na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie pod kątem występowania anomalii polegającej na możliwości osiągnięcia ponadprzeciętnych zysków z inwestycji w papiery wyemitowane przez spółki o małej kapitalizacji w stosunku do inwestycji w spółki duże. Na podstawie przeprowadzonej analizy autorzy stwierdzili, że anomalia rynkowa polegająca na osiąganiu ponadprzeciętnych stóp zwrotu w inwestycje w małe spółki nie miała miejsca na polskim rynku w latach 1996 do 2006, choć zaobserwowano taką zależność w latach 1996 do 2001.

### **1. PODEJMOWANIE DECYZJI INWESTYCYJNYCH**

Inwestor stoi przed dylematem związanym z podjęciem decyzji, w jakie instrumenty zaangażować kapitał, aby inwestycja ta przyniosła wymaganą stopę zwrotu przy danym poziomie ryzyka. Istnieje wiele możliwości wykorzystania posiadanych środków w celu osiągnięcia oczekiwanego poziomu użyteczności. Możliwe są: jednorazowa konsumpcja, nabycie dóbr zużywających się w dłuższym okresie, inwestycja środków w papiery wartościowe albo inne instrumenty rynku finansowego lub niewykorzystanie pieniędzy do wygenerowania jakiegokolwiek stopy zwrotu.

Stopa zwrotu z inwestycji może być postrzegana jako alternatywa dla zadowolenia płynącego z posiadania aktywów rzeczowych. Nabywając dobro materialne oczekujemy tego, że przyniesie ono określone zadowolenie (niejednokrotnie można odczuwać rozczarowanie po nabyciu nowej rzeczy). Szukając analogii można zauważyć, iż inwestycja kapitału w papiery wartościowe może przynieść zysk, ale nie musi.

---

\* Dr, adiunkt w Katedrze Ekonomii Przemysłu i Rynku Kapitałowego, Uniwersytet Łódzki.

*Monika Bolek\**  
*Rafał Wolski\*\**

## WPLYW PLYNNOŚCI NA RENTOWNOŚĆ PRZEDSIĘBIORSTWA

### 1. Wstęp

Wskaźniki płynności – bieżącej i szybki – uznawane są za zbyt statyczne (Largay i Stickney 1980) i (Aziz i Lawson 1989), aby można na ich podstawie jednoznacznie stwierdzić, czy spadek lub wzrost ich wartości wpływa pozytywnie lub też negatywnie na rentowność przedsiębiorstwa. W niniejszym artykule zostanie zweryfikowana teza mówiąca, że spadek poziomu płynności przedsiębiorstw powoduje wzrost ich rentowności. Badanie zostanie przeprowadzone na grupie przedsiębiorstw notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. W artykule zostaną również rozważone zależności pomiędzy tradycyjnymi wskaźnikami płynności (bieżącym i szybkim) oraz cyklem konwersji gotówki a miarami rentowności.

W modelu, zaproponowanym przez Richards-Laughlin (1980), cykl konwersji jest zdefiniowany jako suma okresu konwersji należności i okresu konwersji zapasów minus okres odroczonej spłaty zobowiązań:

$$CCC = RCP + ICP - PDP \quad (1)$$

gdzie: RCP = cykl rotacji należności = 360/wskaźnik obrotu należnościami

\* Dr, Zakład Rynku Kapitałowego, Uniwersytet Łódzki.

\*\* Dr, Zakład Rynku Kapitałowego, Uniwersytet Łódzki.

## Mierniki płynności a rentowność przedsiębiorstwa

Monika Bolek\*  
Rafał Wołski\*\*

### ■ 1. Wprowadzenie

W niniejszym artykule zostaną poddane analizie związki mierników płynności przedsiębiorstwa z jego rentownością. Zarówno wskaźniki płynności jak i rentowności są ważnymi elementami zarządzania przedsiębiorstwem jak i podejmowania decyzji inwestycyjnych. Badając niniejszą zależność, autorzy mają nadzieję na udzielenie odpowiedzi na pytania o związki miar płynności z miarami rentowności tak, aby analiza ich poziomów prowadziła do poprawnych decyzji w przedsiębiorstwach.

Autorzy stawiają dwie hipotezy badawcze, pierwszą, że wraz z ograniczeniem płynności finansowej przedsiębiorstwa wzrasta rentowność kapitału własnego, oraz drugą, iż wraz z ograniczeniem płynności wzrasta rentowność aktywów przedsiębiorstwa. Badanie zostanie przeprowadzone na grupie przedsiębiorstw notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

Płynność odgrywa dwie ważne funkcje w przedsiębiorstwie. Po pierwsze, jej wysoki poziom pozwala na obronę przed konkurentami (dlatego funkcja ta nazywana jest pasywną) poprzez tworzenie barier wejścia na rynek. Wysoki poziom płynności pozwala przedsiębiorstwu na jej obniżenie w celu podniesienia barier związanych z szybkością dostawy (mogą one szybciej dostarczyć towar niż konkurencja) lub zezwolenie na opóźnienie zapłaty faktury. Druga funkcja jest związana z ofensywną polityką przedsiębiorstwa, a więc zdobywaniem nowych rynków. Tutaj wysoki poziom płynności też może ulec obniżeniu, a gorsze warunki, które akceptują przedsiębiorstwa, pozwalają im na wejście na rynek przy jednoczesnym zachowaniu płynności na akceptowalnym w sektorze poziomie [Baskin, 1987].

Płynność finansową definiuje się jako zdolność przedsiębiorstwa do wywiązywania się z krótkoterminowych zobowiązań. Środki na ich regulowanie są zaliczane do aktywów bieżących, które ze swojej natury mogą być szybko zamienione na gotówkę. Normą jest to, że wartość aktywów bieżących jest większa od wartości zobowiązań krótkoterminowych, a wskaźnik płynności bieżącej przyjmuje wartości optymalne w przedziale (1,2 – 2,0) [Tarczyński, Łuniewska, 2005]. Wartości poniżej 1,2 świadczą o zbyt dużym poziomie zobowiązań bieżących – m.in. wobec dostawców lub kredytów krótkoterminowych, natomiast wartości powyżej 2,0 są związane ze zbyt wysokim poziomem gotówki, zapasów, inwestycji krótkoterminowych czy też należności, a to ma związek ze zbyt rozluźnioną polityką zarządzania kapitałem obroto-

\* Monika Bolek, adiunkt, Uniwersytet Łódzki

\*\* Rafał Wołski, adiunkt, Uniwersytet Łódzki