

Józefa Monika Gryko\*

## Znaczenie elastyczności finansowej przedsiębiorstwa w czasie globalnego kryzysu

### Wstęp

Artykuł stanowi nawiązanie do znaczenia elastyczności finansowej dla wyników osiąganych przez przedsiębiorstwo w dobie globalnego kryzysu finansowego. Artykuł prezentuje wyniki badań przeprowadzonych w przedsiębiorstwach branż niefinansowych, notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w zakresie znaczenia elastyczności finansowej dla możliwości generowania zysku w czasie spowolnienia gospodarczego. Opracowanie zawiera fragmenty badań wykonanych w ramach projektu sfinansowanego ze środków Narodowego Centrum Nauki, przyznanych na podstawie decyzji DEC – 2011/03/B/HS4/01175.

### 1. Wykorzystanie elastyczności finansowej w przedsiębiorstwie

Elastyczność finansową można zdefiniować jako zdolność firmy do realizacji projektów inwestycyjnych w przyszłości i możliwość pozyskania zewnętrznych źródeł finansowania w sytuacjach kryzysowych. Przyjmuje się, że przejawem elastyczności finansowej jest utrzymywanie relatywnie wysokich stanów płynnych aktywów (środków pieniężnych i ich ekwiwalentów) lub utrzymywanie rezerwy pojemności zadłużeniowej [Damodaran, 2007, s. 852].

Przedsiębiorstwa chcąc zapewnić sobie częściowe uniezależnienie od rynków finansowych mogą utrzymywać stany środków pieniężnych i ich ekwiwalentów większe niż wynikałoby to z potrzeb operacyjnych. W sytuacjach trudności finansowych rezerwa ta jest wykorzystywana, dając czas na dostosowanie się do warunków rynkowych, restrukturyzacji lub zakończenia planowanych inwestycji.

Pojemność zadłużeniową należy rozumieć jako maksymalny poziom zadłużenia możliwy do uzyskania przez przedsiębiorstwo. Z punktu wi-

---

\* Dr, Katedra Finansów Przedsiębiorstw, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Monika.gryko@ue.poznan.pl, ul. Al. Niepodległości 10, 61-875 Poznań

dzenia kształtowania struktury kapitału przedsiębiorstwa wykorzystanie dźwigni finansowej pozwala na zwiększenie zyskowności kapitału własnego, o ile przedsiębiorstwo osiąga odpowiednio wysoki zysk operacyjny. Analizując wykorzystanie długu z punktu widzenia elastyczności finansowej, korzystne jest utrzymanie rezerwy, tj. poziomu zadłużenia poniżej maksymalnego możliwego do uzyskania, bowiem zapewnia to większe prawdopodobieństwo uzyskania w czasie kryzysu dostępu do odsetkowych źródeł finansowania. Z punktu widzenia teorii sygnalizacji daje to opcję wygenerowania pozytywnego sygnału, wynikającego z potwierdzenia zdolności kredytowej, nawet w czasach utrudnionego dostępu do źródeł finansowania.

Koncepcja kreowania elastyczności finansowej jest szczególnie cenna w czasach poszukiwania metod na radzenie sobie z kryzysem. Zakłada ona bowiem, że w czasach stabilnego funkcjonowania przedsiębiorstwo podporządkowuje swoje decyzje o wyborze źródeł finansowania, tworzeniu możliwości zapewnienia sobie częściowej, krótkookresowej niezależności od rynków finansowych i ochrony przed wzrostem kosztu kapitału w sytuacjach kryzysowych. Z kolei w okresach kryzysu przedsiębiorstwo wykorzystuje zbudowaną elastyczność finansową, co zapewnia ochronę wartości przedsiębiorstwa dla właścicieli [DeAngelo, DeAngelo, 2007].

Globalny kryzys z 2009 r. stwarza okazję do zweryfikowania, w jakim stopniu dotknął on grupy przedsiębiorstw, które zapewniły sobie elastyczność finansową. Wnioski z badania dotyczącego przedsiębiorstw amerykańskich wskazują, że reakcją firm na spodziewane pogorszenie warunków gospodarczych jest zapewnienie sobie elastyczności finansowej. Badanie dało przesłanki do stwierdzenia, że firmy zdolne do zapewnienia sobie elastyczności finansowej są w stanie przygotować się do spodziewanej recesji [Ang, Smedema, 2011].

## **2. Założenia badania. Charakterystyka próby badawczej**

Badaniu poddano spółki publiczne z branż niefinansowych, których akcje notowane były na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Horyzont badania obejmował lata 2008-2011. Dane finansowe pochodziły z bazy Amadeus, dokonano wyłączeń spółek, dla których dane w badanym okresie były niekompletne.

W pierwszej kolejności dokonano podziału spółek na podstawie danych z 2008 r. Rok ten został uznany, na potrzeby badania, za okres

względnie stabilnego funkcjonowania przedsiębiorstw. Rok kolejny to czas globalnego kryzysu finansowego oraz spowolnienia gospodarczego w Polsce, w którym należało oczekiwać realizacji korzyści z posiadanej elastyczności finansowej. Analizie poddano odrębnie każdy z przejawów elastyczności finansowej tj. poziom środków pieniężnych oraz rezerwową pojemność zadłużeniową.

Dla każdej spółki wyliczono dwa wskaźniki obrazujące poziom zadłużenia (LEV) oraz gotówki i jej ekwiwalentów (LIQ). Wskaźniki prezentują wzory (1) i (2)

$$LEV = \frac{D}{A} \quad (1)$$

$$LIQ = \frac{G}{A - G} \quad (2)$$

gdzie:

D – poziom zadłużenia, tj. suma kredytów i pożyczek

A – wartość aktywów ogółem

G – poziom środków pieniężnych i ich ekwiwalentów

Wartość obu wskaźników jest silnie zdeterminowana branżowo. Dowody empiryczne potwierdzają, że przedsiębiorstwa dążą do utrzymania struktury finansowania, która nie odbiega od średniej branżowej [Damodaran, 2007, s. 871]. Podobnie można założyć, że przeciętny poziom środków pieniężnych potrzebnych do prowadzenia działalności operacyjnej jest uzależniony od specyfiki branży, tj. rodzaju działalności, warunków płatności oraz zasad rozrachunków z kontrahentami. W celu wyłonienia spółek posiadających rezerwową pojemność zadłużeniową oraz relatywnie wysoki poziom płynnych aktywów odniesiono analizowane wskaźniki przedsiębiorstw do wartości charakteryzujących daną branżę. Aby zapewnić możliwie dużą homogeniczność grup przedsiębiorstw, podziału na branże dokonano według numeracji wynikającej ze Statystycznej Klasyfikacji Działalności Gospodarczej we Wspólnocie Europejskiej (NACE Rev. 2). Równocześnie próbę badawczą zawężono do branż reprezentowanych przez przynajmniej 10 przedsiębiorstw. Z uwagi na relatywnie niewielkie grupy przyjęto medianę branżową jako odzwierciedlenie optymalnego dla branży poziomu płynnych aktywów oraz poziomu zadłużenia.

Zastosowany został zatem najprostszy sposób podziału populacji na dwie grupy, tj. poprzez porównanie do mediany branżowej. Tym samym przedsiębiorstwa, których wskaźnik LEV był w 2008 r. niższy od mediany branżowej, zostały uznane za posiadające rezerwę pojemności zadłużeniowej. Podobnie – spółki, których wskaźnik LIQ był powyżej mediany branżowej zostały uznane za posiadające nadwyżkę środków pieniężnych i ich ekwiwalentów.

Analizowane branże, liczebność próby oraz kształtowanie się median w poszczególnych branżach przedstawiają tablice 1 i 2.

**Tablica 1. Mediana poziomu zadłużenia (LEV) według branż w latach 2008-2011**

Branża	Liczebność	2008	2009	2010	2011
Handel hurtowy (bez handlu pojazdami samochodowymi i motocyklami)	46	0,224	0,400	0,398	0,322
Działalność profesjonalna, naukowa i techniczna	36	0,116	0,194	0,198	0,203
Roboty budowlane związane ze wznoszeniem budynków	20	0,150	0,228	0,176	0,157
Działalność związana z oprogramowaniem, doradztwem w zakresie informatyki	17	0,148	0,161	0,212	0,197
Handel detaliczny (bez handlu pojazdami samochodowymi i motocyklami)	16	0,323	0,384	0,359	0,317
Produkcja artykułów spożywczych	15	0,188	0,337	0,235	0,264
Produkcja metalowych wyrobów gotowych (bez maszyn i urządzeń)	15	0,142	0,200	0,177	0,239
Produkcja wyrobów z gumy i tworzyw sztucznych	13	0,178	0,190	0,207	0,237
Roboty budowlane specjalistyczne	13	0,046	0,225	0,260	0,280
Telekomunikacja	13	0,130	0,240	0,341	0,220
Produkcja chemikaliów i wyr. chemicznych, Przetwarzanie koksu i prod. rafinacji ropy naftowej	12	0,156	0,267	0,294	0,216
Produkcja maszyn i urządzeń gdzie indziej niesklasyfikowana	11	0,023	0,136	0,170	0,137
Produkcja wyrobów z drewna i korka (bez mebli), papieru i wyrobów z papieru	10	0,108	0,096	0,118	0,151

Źródło: Opracowanie własne. Dane finansowe na podstawie bazy Amadeus.

**Tablica 2. Mediana poziomu środków pieniężnych (LIQ) według branż w latach 2008-2011**

Branża	Liczebność	2008	2009	2010	2011
Handel hurtowy (bez handlu pojazdami samochodowymi i motocyklami)	47	0,034	0,035	0,035	0,035
Działalność profesjonalna, naukowa i techniczna	40	0,080	0,070	0,076	0,075
Roboty budowlane związane ze wznoszeniem budynków	21	0,082	0,052	0,079	0,031
Działalność związana z oprogramowaniem, doradztwem w zakresie informatyki	21	0,079	0,087	0,073	0,103
Handel detaliczny (bez handlu pojazdami samochodowymi i motocyklami)	18	0,048	0,062	0,084	0,053
Produkcja artykułów spożywczych	15	0,016	0,024	0,021	0,009
Produkcja metalowych wyrobów gotowych (bez maszyn i urządzeń)	15	0,071	0,037	0,027	0,045
Telekomunikacja	15	0,052	0,017	0,030	0,024
Produkcja wyrobów z gumy i tworzyw sztucznych,	13	0,029	0,019	0,028	0,032
Roboty budowlane specjalistyczne	13	0,142	0,092	0,097	0,052
Produkcja chemikaliów i wyr. chemicznych, Przetwarzanie koksu i prod. rafinacji ropy naftowej	12	0,031	0,034	0,039	0,030
Produkcja maszyn i urządzeń gdzie indziej niesklasyfikowana	11	0,067	0,040	0,037	0,048
Produkcja wyrobów z drewna i korka (bez mebli), papieru i wyrobów z papieru	10	0,010	0,012	0,052	0,024
Działalność w zakresie usług administrowania i działalność wspierająca	10	0,135	0,121	0,080	0,050

Źródło: Opracowanie własne. Dane finansowe na podstawie bazy Amadeus.

Analizując mediany branżowe, można potwierdzić zróżnicowanie branżowe zarówno poziomu zadłużenia, jak i zasobu płynnych aktywów. Do branż o najwyższym poziomie zadłużenia należą handel detaliczny i hurtowy oraz produkcja artykułów spożywczych. Z kolei najniższe zadłużenie charakteryzuje produkcję pozostałych maszyn i urządzeń, budowlane prace specjalistyczne oraz przemysł drzewno-papierniczy. W okresie globalnego kryzysu, przypadającego na lata 2009-2011, można zauważyć zwiększanie przeciętnego zadłużenia. Obserwowany w większości branż wzrost poziomu zadłużenia może wynikać z uszczuplenia kapitałów własnych w rezultacie poniesienia straty netto lub też wskazywać na wykorzystanie rezerw pojemności zadłużeniowej w celu skorzystania z efektu dźwigni finansowej w okresie spowolnienia gospodarczego.

Do branż o najwyższym poziomie środków pieniężnych i ich ekwiwalentów należały w 2008 roku roboty budowlane oraz szeroko rozumiana branża usługowa. Najmniejszym poziomem płynnych aktywów charakteryzowały się natomiast produkcja drzewno-papiernicza, artykułów spożywczych, a także wyrobów z gumy i tworzyw sztucznych. W 2009 r. w stosunku do roku poprzedniego zaobserwowano zdecydowany spadek poziomu płynnych aktywów, zwłaszcza w branżach wykazujących relatywnie dużo płynnych aktywów, co może sugerować wykorzystanie zbudowanej wcześniej rezerwy płynnych aktywów, czyli wykorzystanie elastyczności finansowej w momencie kryzysu.

W zakresie wyboru sposobu zapewnienia elastyczności finansowej trudno zaobserwować bezpośrednią relację pomiędzy poziomem zadłużenia a poziomem płynnych aktywów. Wybór metody zapewnienia przedsiębiorstwu elastyczności finansowej, a także ewentualna ich substytucyjność zależą od innych czynników, przypuszczalnie takich jak struktura i wartość majątku przedsiębiorstwa lub poziom generowanych przepływów pieniężnych. Współczynnik korelacji pomiędzy poziomem rezerwowej pojemności zadłużeniowej a nadwyżką gotówki i jej ekwiwalentów w 2008 r. wyniósł  $-0,045$  i nie był istotny statystycznie.

Kolejnym etapem badania było porównanie zdolności do generowania zysku w obu grupach przedsiębiorstw tj. tych, które cechowała elastyczność finansowa oraz brak elastyczności. Jako miarę zdolności do generowania zysku wykorzystano zyskowność sprzedaży (ROS) mierzoną jako relacja wyniku brutto do przychodów ze sprzedaży. Wskaźnik ten został wybrany z uwagi na brak bezpośredniego powiązania z bilansem,

czyli sprawozdaniem finansowym, z którego pochodziły dane do wyliczenia wskaźników LEV i LIQ. Równocześnie z uwagi na memoriałowy sposób obliczenia zarówno wyniku brutto, jak i przychodów ze sprzedaży wydaje się on w najlepszy sposób oddawać zdolność do generowania wyniku w danym roku, jest w najmniejszym stopniu obciążony ciężarem decyzji podejmowanych w poprzednich latach.

Aby uniknąć zniekształcenia wyniku badania przez uwzględnienie przedsiębiorstw, które nie prowadzą typowej dla branży działalności operacyjnej, lub błędów zawartych w bazie danych, dokonano dalszych wyłączeń. Nie uwzględniono spółek, które w analizowanym okresie osiągnęły wskaźnik rentowności sprzedaży powyżej 1, bowiem takie kształtowanie wskaźnika wskazuje duży wpływ na wynik finansowy działalności innej niż operacyjna, zatem błędne byłoby przyjęcie, że poziom płynnych aktywów lub zadłużenia w takich spółkach jest uzależniony od specyfiki branży. Podobnie wykluczono spółki, których zyskowność sprzedaży była mniejsza od -1, aby wyeliminować spółki, które nie prowadzą efektywnej działalności operacyjnej, zatem ich swoboda w kształtowaniu struktury zadłużenia oraz poziomu płynnych aktywów może być znacznie ograniczona.

### 3. Pojemność zadłużeniowa a zyskowność przedsiębiorstw

Podział przedsiębiorstw na dwie grupy poprzez porównanie poziomu zadłużenia do mediany branżowej pozwolił ocenić, jak przedsiębiorstwa kształtowały poziom zadłużenia w okresie spowolnienia przypadającego na lata 2009-2011. Porównanie średnich przedstawiono w tabelicy 3.

**Tablica 3. Średni poziom zadłużenia w podziale na grupy przedsiębiorstw w latach 2008-2011**

Grupa przedsiębiorstw	2008	2009	2010	2011
Rezerwa pojemności zadłużeniowej	0,053	0,202	0,205	0,192
Brak rezerwy pojemności zadłużeniowej	0,396	0,373	0,356	0,345

Źródło: Opracowanie własne. Dane finansowe na podstawie bazy Amadeus.

Porównanie poziomu zadłużenia spółek publicznych pozwala zaobserwować reakcję na kryzys. Przedsiębiorstwa, które w 2008 r. charakteryzowały się relatywnie niskim poziomem zadłużenia, w kolejnych latach wykorzystały posiadaną elastyczność finansową, zwiększając udział

kreduytów i pożyczek w pasywach średnio o 15 punktów procentowych. Tymczasem przedsiębiorstwa, które posiadały relatywnie wysoki poziom zadłużenia w okresie kryzysu, wykazują tendencję do ograniczenia finansowania źródłami dłużnymi. Obserwowana tendencja jest zgodna z założeniami dotyczącymi kreowania elastyczności finansowej oraz jej wykorzystania w okresie kryzysu.

Porównanie struktury według poziomu wyniku finansowego oraz zyskowności obu badanych grup przedsiębiorstw przedstawiono w tablicy 4.

**Tablica 4. Struktura wyniku finansowego brutto oraz rentowność sprzedaży (mediana) w podziale na grupy według poziomu zadłużenia w latach 2008-2011**

Grupa przedsiębiorstw		2008	2009	2010	2011
Rezerwa pojemności zadłużeniowej	Zysk (%)	74%	75%	81%	81%
	Strata (%)	26%	25%	19%	19%
	ROS	0,040	0,034	0,041	0,049
Brak rezerwy pojemności zadłużeniowej	Zysk (%)	70%	75%	83%	81%
	Strata (%)	30%	25%	17%	19%
	ROS	0,024	0,027	0,026	0,028

Źródło: Opracowanie własne. Dane finansowe na podstawie bazy Amadeus.

Porównując wynik brutto wyodrębnionych grupy przedsiębiorstw, można zauważyć, że struktura spółek w obu grupach jest podobna. W 2008 r. dodatni wynik brutto wykazało 74% spółek o niskim zadłużeniu oraz 70% spółek o wysokim poziomie zadłużenia. W kolejnych latach w obu grupach wzrósł udział przedsiębiorstw wykazujących zysk. Przedsiębiorstwa te wskazują jednak zdecydowaną różnicę w poziomie rentowności sprzedaży. W badanym okresie średnia rentowność sprzedaży przedsiębiorstw niewykazujących rezerwy pojemności zadłużeniowej wyniosła 1,97%, zaś przedsiębiorstw o niższym zadłużeniu 3,53%. Wyjaśnieniem otrzymanych różnic może być poziom kosztów finansowych, wynikających z obsługi zadłużenia – w spółkach z większym poziomem zadłużenia będzie on większy, zatem będą wykazywać niższy zysk brutto. Test nieparametryczny pozwolił na poziomie istotności 0,05 odrzucić hipotezy o równości median oraz równości rozkładów ROS dla obu badanych grup przedsiębiorstw.



#### 4. Poziom płynnych aktywów a zyskowność przedsiębiorstw

Podział przedsiębiorstw na dwie grupy poprzez porównanie relacji środków pieniężnych i ich ekwiwalentów do pozostałych aktywów do mediany branżowej pozwolił ocenić, jak przedsiębiorstwa kształtowały płynne aktywa w okresie spowolnienia przypadającego na lata 2009-2011. Porównanie średnich przedstawiono w tabelicy 5.

**Tablica 5. Średni poziom środków pieniężnych i ich ekwiwalentów w podziale na grupy przedsiębiorstw w latach 2008 -2011**

Grupa przedsiębiorstw	2008	2009	2010	2011
Rezerwa środków pieniężnych	0,176	0,138	0,142	0,112
Brak rezerwy środków pieniężnych	0,025	0,043	0,048	0,043

Źródło: Opracowanie własne. Dane finansowe na podstawie bazy Amadeus.

Analiza danych zawartych w tabelicy 5 pozwala potwierdzić spodziewaną reakcję na trudności na rynku finansowym. Przedsiębiorstwa dysponujące nadwyżką środków pieniężnych w 2008 r., skorzystały z niej w roku kolejnym – obniżając poziom płynnych aktywów. Z kolei spółki wykazujące w 2008 r. niski poziom płynnych aktywów, w kolejnych latach zwiększyły rezerwy posiadanych środków pieniężnych.

Porównanie poziomu wyniku finansowego oraz rentowności sprzedaży spółek publicznych podzielonych na grupy według zasobów środków pieniężnych przedstawiono w tabelicy 6.

**Tablica 6. Struktura wyniku finansowego brutto oraz rentowność sprzedaży (mediana) w podziale na grupy według poziomu płynnych aktywów w latach 2008-2011**

Grupa przedsiębiorstw		2008	2009	2010	2011
Rezerwa środków pieniężnych	Zysk (%)	82%	77%	84%	83%
	Strata (%)	18%	23%	16%	17%
	ROS	0,054	0,044	0,042	0,042
Brak rezerwy środków pieniężnych	Zysk (%)	65%	75%	79%	78%
	Strata (%)	35%	25%	21%	22%
	ROS	0,022	0,025	0,033	0,034

Źródło: Opracowanie własne. Dane finansowe na podstawie bazy Amadeus.

Biorąc pod uwagę poziom wyniku finansowego spółek podzielo-nych według zasobów płynnych aktywów, widać większą dysproporcję niż w przypadku podziału dokonanego według poziomu zadłużenia. W 2008 r. wśród spółek utrzymujących relatywnie wysoki poziom płynnych aktywów, aż 82% wykazało zysk brutto, podczas gdy wśród spółek wykazujących niski na tle branży poziom rezerwy środków pieniężnych zysk wykazało tylko 65%. Wskazuje to na możliwość dalszej analizy zagadnienia elastyczności finansowej przejawiającej się utrzymywaniem nadwyżki środków pieniężnych w kontekście zdolności przedsiębiorstw do kreowania takiej nadwyżki.

Należy sądzić, że rezerwę gotówkową mogą stworzyć jedynie przedsiębiorstwa zyskowe, z relatywnie wysoką rentownością. W grupie przedsiębiorstw cechujących się brakiem rezerwy gotówki spory udział mają przedsiębiorstwa generujące stratę, które nie są w stanie wypracować nadwyżki pozwalającej na zapewnienie elastyczności finansowej. Równocześnie można zaobserwować różnicę w poziomie rentowności sprzedaży w obu grupach — średnia zyskowność sprzedaży w analizowanym okresie w grupie spółek wykazujących rezerwę płynnych aktywów wyniosła 4,68%, zaś wśród spółek nie wykazujących takiej rezerwy 1,7%. Test nieparametryczny pozwolił na poziomie istotności 0,05 odrzucić hipotezy o równości median oraz równości rozkładów ROS dla obu badanych grup przedsiębiorstw. Podejmując zatem problematykę elastyczności finansowej, należy ustalić, czy jest ona wynikiem decyzji zarządu przedsiębiorstwa, czy też konsekwencją wielkości wyniku finansowego.

Porównując poziom zyskowności sprzedaży badanych grup przedsiębiorstw, można zauważyć zróżnicowaną reakcję na spowolnienie gospodarcze. W 2009 roku w spółkach wykazujących rok wcześniej rezerwę środków pieniężnych, rentowność zmalała oraz zwiększył się udział spółek generujących stratę. Tymczasem w przedsiębiorstwach nie wykazujących nadmiaru gotówki i jej ekwiwalentów rentowność sprzedaży poprawiła się, zaś udział zyskowych firm zwiększył. Obserwacja ta może stanowić przesłankę potwierdzającą teorię Jensena [Jensen,1986], wiążącą nadwyżkę środków pieniężnych z kosztami agencji.

## Zakończenie

Zawarte w opracowaniu wyniki badań empirycznych pozwalają stwierdzić, że oznaki elastyczności finansowej występują w spółkach

o wyższej zyskowności sprzedaży. Reakcja na kryzys w takich przedsiębiorstwach jest zgodna z oczekiwaniami teorii finansów przedsiębiorstwa, tj. następuje zwiększenie zadłużenia oraz wykorzystanie rezerwy płynnych aktywów. Otrzymane wyniki wskazują na potrzebę dalszych badań zmierzających do wyodrębnienia grupy przedsiębiorstw, w których zapewnienie elastyczności finansowej jest efektem realizacji strategii kształtowania struktury finansowania i wykorzystania zewnętrznych źródeł finansowania oraz takich, które mimo możliwości zapewnienia elastyczności finansowej celowo z niej rezygnują.

## Literatura

1. Ang J., Smedema A. (2011), *Financial flexibility: Do firms prepare for recession?*, „Journal of Corporate Finance”, no. 17.
2. Damodaran A. (2007), *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, Wydawnictwo Onepress, Gliwice.
3. DeAngelo H., DeAngelo L. (2007), *Capital structure, payout policy and financial flexibility*, USC Marshall School of Business Working Paper.
4. Jensen M.C. (1986), *Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers*, American Economic Review.

## Streszczenie

W artykule przedstawiono wyniki badań przeprowadzonych na niefinansowych spółkach publicznych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie związanych ze znaczeniem elastyczności finansowej przedsiębiorstw w czasie kryzysu. Porównywano dwie grupy przedsiębiorstw podzielone według przejawów elastyczności finansowej tj. rezerwy pojemności zadłużeniowej oraz nadwyżki środków pieniężnych i ich ekwiwalentów. Otrzymane wyniki wskazują, że reakcja na kryzys jest zgodna z oczekiwaniami teorii, tj. powoduje zwiększenie zadłużenia oraz wykorzystanie rezerwy środków pieniężnych. Przedsiębiorstwa posiadające elastyczność finansową cechuje też wyższa rentowność sprzedaży w czasach spowolnienia gospodarczego. Analiza kształtowania zyskowności sprzedaży w latach 2009-2011 może stanowić przesłankę do potwierdzenia teorii Jensena, wiążącej nadwyżkę środków pieniężnych z kosztami agencji.

## Słowa kluczowe

elastyczność finansowa, zyskowność, pojemność zadłużeniowa, płynność

**The role of the company's financial flexibility at a time of global crisis  
(Summary)**

This paper investigates the importance of financial flexibility of companies during the crisis on the base of non-public companies traded on the Warsaw Stock Exchange between 2008 and 2011. Two groups of companies had been compared, divided by proxies of financial flexibility - the reserve of debt capacity and high level of cash holdings. The results confirm the theory of corporate finance about using financial flexibility in "abnormal" time such as global crisis. The response to the crisis for firms with financial flexibility is to increase the debt and the use of reserves of cash. Enterprises with financial flexibility have higher return on sales in times of economic slowdown. The analysis of return on sales in the period 2009-2011 could be affirmation of the theory that high level of the cash holdings should be combined with costs of the agency.

**Keywords**

financial flexibility, return on sales, debt capacity, cash holdings