

Małgorzata Porada-Rochóń

Uniwersytet Szczeciński

**WPLYW KRYZYSU GLOBALNEGO
NA KSZTAŁTOWANIE SIĘ PŁYNNOSCI BIEŻĄCEJ
PRZEDSIĘBIORSTW USŁUGOWYCH**

Streszczenie: Kryzys finansowy doprowadził do fundamentalnych zmian w strategiach zachowań przedsiębiorstw i instytucji finansowych na świecie. Szczególne znaczenie zostało przypisane polityce płynności finansowej, kreacji zasobów gotówkowych oraz ich roli w odpowiedzi na globalny kryzys. Zasadne wydało się zbadanie, jak globalny kryzys (a zatem szereg czynników makroekonomicznych go kreujących) wpłynął na płynność finansową przedsiębiorstw na podstawie przedsiębiorstw usługowych w latach 2006-2009 oraz jakie były determinanty kształtowania się płynności.

Słowa kluczowe: kryzys, przedsiębiorstwo, płynność, finanse.

1. Kryzys globalny – specyfika i konsekwencje

Kryzys finansowy, którego początek datuje się na rok 2007, określa się mianem niezwykle złożonego, na którego rozwój wpłynęło wiele czynników. Jego korzeni upatruje się w amerykańskim rynku kredytów hipotecznych¹, choć jego skutki stały się odczuwalne na rynkach finansowych całego świata.

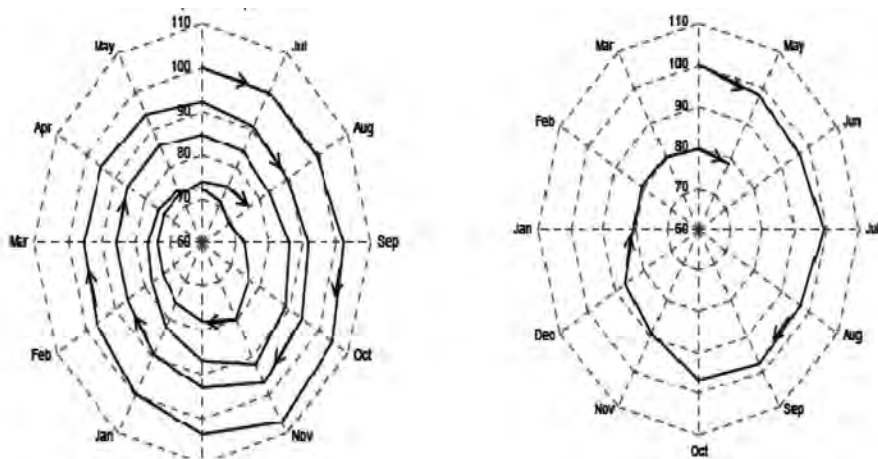
Najważniejszym aspektem obecnego kryzysu, który stanowczo odróżnia go od poprzednich, jest szybkość i stopień, w jakim zarówno płynność i jakość zadłużenia z kilku klas aktywów uległy pogorszeniu. Jakkolwiek historia ekonomii na świecie jest stosunkowo bogata w kryzysy², to właściwie poza kryzysem z lat 1929-1933 charakteryzowały się one regionalnym bądź krajowym, a nie globalnym zasięgiem. Należy jednak zaznaczyć, że kryzysy w latach 1907-1908, 1929-1933 oraz obecny

¹ Suma kredytów hipotecznych subprime, wynosząca 35 bln \$ (5%) w 1994 r., zwiększyła się fenomenalnie do 600 bln \$ (20%) w 2006 roku. Jednocześnie należy podkreślić, że w stosunku do globalnego systemu finansowego rynek kredytów subprime był stosunkowo niewielki, stanowił mniej niż 1% światowych aktywów finansowych [Bernanke 2010].

² W XX wieku zaczęło się od finansowej paniki w 1907 r., przez światowy kryzys 1929-1933, do kryzysu w Japonii w 1990 r., kryzysu azjatyckiego w 1997 r., kryzysu argentyńskiego czy też kryzysu w Turcji.

kryzys charakteryzuje kilka wspólnych cech: następowały po koniunkturze gospodarczej, wzroście cen aktywów, wysokim poziomie zaufania inwestorów oraz zbyt optymistycznym poziomie podejmowania ryzyka. W trzech przypadkach niepokoje w sektorach finansowych przeradzały się w światowe recesje.

Spadek obrotów światowego handlu podczas kryzysów w latach 1929-1933 oraz 2007-2008 (dane przedstawiają okres realnego wpływu kryzysu 2008-2009) prezentuje rys. 1.



Rys. 1. Spadek obrotów światowego handlu podczas kryzysów: 1929-1933, Jun 1929=100 (po lewej); 2008-2009, April 2008=100 (po prawej)

Źródło: League of Nations Monthly Bulletin of Statistic from Bchengreen and O/Rourke 2009 [*Economic Crisis...* 2009].

Kryzys finansowy wywarł wszechobecny wpływ na realną gospodarkę krajów na całym świecie, a to z kolei doprowadziło do niekorzystnych skutków w zakresie wyceny aktywów i podaży kredytów. Jakkolwiek spadek cen nieruchomości w Stanach Zjednoczonych, powszechnie uznawany za fundamentalną przyczynę globalnego kryzysu (w znacznym uproszczeniu), był przewidywalny, to jednak nie przewidziano, jakie skutki przyniesie instytucjom i rynkom finansowym. Jako skutek odnotowano znaczne zakłócenia i niestabilności na światowych rynkach finansowych.

W efekcie kryzysu światowego również przedsiębiorstwa identyfikowały, a część z nich ciągle identyfikuje szereg dysfunkcji w gospodarce finansowej, prowadzących do wzrostu niewypłacalności oraz upadłości. Te zmiany sytuacji makroekonomicznej miały, mają i przewiduje się, że częściowo będą miały negatywny wpływ na wyniki operacyjne i kondycję finansową przedsiębiorstw.

Sektor małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP), który stanowi istotną część wszystkich gospodarek, wymaga silnych fundamentów warunkujących ich zrówno-

ważony rozwój, co implikuje potrzebę stosowania nowych mechanizmów i regulacji na rzecz zwiększania ich konkurencyjności, jak również stworzenia warunków prowadzenia działalności wspierających tworzenie miejsc pracy. Według Raportu Doing Business 2010, na przełomie lat 2008 i 2009 w 131 krajach, w odpowiedzi na kryzys, wprowadzono 289 reform, kreujących korzystne rozwiązania dla prowadzenia działalności gospodarczej. Praktyka gospodarcza dostarcza dowodów, że w wyniku kryzysu finansowego istnieje zwiększony problem niewystarczającego kapitału obrotowego, co zagraża funkcjonowaniu MŚP. Zauważono, że sytuacja w zakresie kapitału obrotowego pogorszyła się gwałtownie pod koniec 2008 r., jak również w pierwszych kwartale 2009 roku. Na podstawie powyższego interesujące wydaje się zbadanie relacji pomiędzy płynnością a obecnym kryzysem finansowym. Z perspektywy przedsiębiorstw, które na całym świecie odczuwają skutki kryzysu, m.in. w pogorszeniu się kondycji finansowej przedsiębiorstw, rola płynności finansowej wydaje się być niekwestionowana.

2. Związek pomiędzy kryzysem finansowym a płynnością finansową – przegląd literatury

Ze względu na krótki czas, jaki minął od ujawnienia się kryzysu, literatura odnosząca się do szczegółowych aspektów kryzysu i jego powiązań jest jeszcze uboga. Ostatnia dekada przyniosła rozwój literatury odnoszącej się do płynności przedsiębiorstw czy zasobów gotówkowych. Opler [1999] jako jeden z pierwszych opublikował wpływ determinant na zasoby gotówkowe przedsiębiorstw w USA. Z wcześniejszych na uwagę zasługują trzy teorie opisujące płynność przedsiębiorstw: teoria *trade-off* [Keynes 1936], teoria hierarchii³ [Myers, Majluf 1984; Shyam-Sunder, Myers 1999] oraz teoria agencji [Jensen 1986].

Literatura przedmiotu prezentuje stosunkowo bogaty wachlarz badań nad determinantami kształtującymi lub teoriami wyjaśniającymi płynność finansową przedsiębiorstw. Jednakże badań nad wpływem zjawisk kryzysowych na płynność finansową przedsiębiorstw jest stosunkowo niewiele, a traktujących o wpływie obecnego kryzysu odpowiednio mniej. Literatura akademicka traktująca o roli płynności w kryzysie finansowym ewoluuje, jakkolwiek występuje luka w obszarze wpływu konkretnych czynników makroekonomicznych na płynność finansową przedsiębiorstw.

Chen i Mahajan [2010] podjęli się zbadania wpływu czynników makroekonomicznych na płynność finansową przedsiębiorstw. Wyniki badań wskazały, że jeśli uwzględnić w modelu jedynie pojedynczy czynnik makroekonomiczny, nie wykazuje on znaczącego wpływu na płynność. Uwzględniając natomiast w panelu kilka zmiennych makroekonomicznych jednocześnie, wskazano m.in., że PKB wykazuje dodatni wpływ, co oznacza że przedsiębiorstwa zwiększają zasoby gotówkowe w odpowiedzi na wzrost ekonomiczny, co jest zgodne z prognozą dochodów w teorii

³ W aspekcie płynności: nie istnieje optymalna płynność w przedsiębiorstwie.

popytu na pieniądź. Inflacja wykazuje negatywny wpływ na płynność, co sugeruje, że firmy posiadają mniej gotówki w odpowiedzi na wyższą inflację w wyniku erozji siły nabywczej. Deficyt budżetowy wykazuje również negatywny efekt, co można interpretować jako mniejszy poziom środków pieniężnych z tytułu przychodów. Jednocześnie można zauważyć, że występuje związek przyczynowo-skutkowy pomiędzy czynnikami makroekonomicznymi, które przy odpowiedniej konfiguracji przyczyniają się do bezpośrednio lub pośrednio do powstania kryzysu.

Częściowo odmienne efekty badań nad wpływem kondycji makroekonomicznej gospodarki na płynność przedsiębiorstw zaprezentował Kim [Kim, Mauer, Sherman 1998]. Na bazie amerykańskich przedsiębiorstw przemysłowych dowiódł, że przedsiębiorstwa gromadzą większe zasoby gotówki w oczekiwaniu na korzystne warunki gospodarcze, uwzględniając motywy spekulacyjne. Podobnie Baum i współautorzy [Baum i in. 2008] stwierdzają, że amerykańskie przedsiębiorstwa niefinansowe wykazują wyższy poziom gotówki, gdy niepewność gospodarcza wzrasta. Baum, Caglayan, Stephan i Talavera dowiedli, że w przypadku, gdy otoczenie makroekonomiczne jest mniej przewidywalne lub gdy idiosynkratyczne ryzyko jest wyższe, przedsiębiorstwa stają się bardziej ostrożne i zwiększają zasoby gotówkowe.

Z drugiej jednak strony, czego nie doprecyzowano w powyższych wynikach badań, nie określono, jaki standing finansowy charakteryzowały badane przedsiębiorstwa oraz na ile nieprzewidywalne jest otoczenie makroekonomiczne. Trudno bowiem zgodzić się ze stwierdzeniem, że przedsiębiorstwa wykazujące dysfunkcje w gospodarce finansowej, spowodowane np. nadmierną strukturą zadłużenia oraz/lub nadmiernymi zapasami czy należnościami, w obliczu spowolnienia gospodarczego zwiększają rezerwy gotówkowe, których *de facto* nie posiadają.

Według Almeidy, Campella i Weisbacha [2004] wśród przedsiębiorstw, które charakteryzuje niestabilna kondycja finansowa, podczas recesji zwiększa się wrażliwość przepływów pieniężnych, podczas gdy wśród przedsiębiorstw nie wykazujących dysfunkcji w gospodarce finansowej cykl koniunkturalny nie ma wpływu na przepływy pieniężne.

Badania Campella, Grahama i Harveya [2010], przeprowadzone wśród 1050 zarządów przedsiębiorstw w Stanach Zjednoczonych, Europie i Azji, wskazują na wpływ kryzysu na finansowe ograniczenia działalności przedsiębiorstw. Według Campella wpływ kryzysu finansowego był wyraźnie odczuwalny wśród przedsiębiorstw charakteryzujących się zachwianą kondycją finansową, co doprowadziło do konieczności implementacji bezpośrednich instrumentów i działań restrukturyzacji finansowej, w tym restrukturyzacji kosztów (w odniesieniu do inwestycji, zatrudnienia *etc.*). W szczególności, przedsiębiorstwa z wysokim poziomem zobowiązań krótkoterminowych odczuły problemy z kapitałem obrotowym netto oraz z płynnością.

Wyniki badań prowadzonych przez zespół pod kierownictwem Hameeda [Hameed, Kang, Viswanathan 2010] potwierdzają, że poziom płynności finansowej przedsiębiorstw maleje podczas spowolnienia gospodarczego.

Według wyników badań, które przeprowadzili Bancel i Mitto [2010], blisko 77% menedżerów finansowych najwyższych szczebli potwierdziło problemy z kapitałem pracującym. 69% badanych zwróciło uwagę istotną na kwestię zasobów gotówkowych. Bardzo silny wpływ kryzysu globalnego na płynność finansową przedsiębiorstw potwierdziło 78% badanych.

3. Metodyka badań

Celem opracowania jest zbadanie wpływu kryzysu globalnego na poziom płynności finansowej w odniesieniu do wskaźnika płynności bieżącej⁴, mikro, małych i średnich przedsiębiorstw usługowych w latach 2008-2009 i porównanie ich z wynikami sprzed kryzysu w latach 2006-2007, z uwzględnieniem podziału na R – rentowne (wykazujące w okresie 2006-2007 dodatni wynik finansowy netto) oraz D – deficytowe (wykazujące przynajmniej w jednym roku, w latach 2006-2007 ujemny wynik finansowy netto).

Ponadto celem opracowania było wyspecyfikowanie determinant kształtujących płynność finansową, z uwzględnieniem wpływu kryzysu globalnego.

Aby zrealizować cel, sformułowano następującą hipotezę badawczą: Kryzys finansowy, na który składa się pogorszenie szeregu czynników makroekonomicznych, wpływa negatywnie na kształtowanie się płynności finansowej przedsiębiorstw. Aby ustalić determinanty płynności finansowej, przeprowadzono analizy modelowe na danych panelowych. Przeprowadzono jedną grupę modelowań, w której za zmienną objaśnianą przyjęto wskaźnik płynności bieżącej. Jednocześnie wykorzystano 89 zmiennych objaśniających⁵ i przeprowadzono estymację danych panelowych (panel niezbilansowany). Przeprowadzono estymację klasyczną metodą najmniejszych kwadratów oraz analizy panelowe o stałych efektach.

Estymacja klasyczną metodą najmniejszych kwadratów (KMNK) modelu panelowego realizowana jest z wykorzystaniem formuły:

$$y_{it} = x_{it}\beta + v_{it},$$

gdzie: y_{it} – zmienna objaśniana, x_{it} – zmienna objaśniająca (w ogólności wektor zmienny objaśniających), β – wektor o wymiarze N parametrów strukturalnych modelu, v_{it} – łączny błąd losowy, składający się z części czysto losowej ε_{it} oraz efektu indywidualnego u_i odnoszącego się do konkretnej i -tej jednostki panelu ($v_{it} = \varepsilon_{it} + u_i$) [Kufel 2007].

⁴ Badania Wędzkiego wskazują, że wskaźniki płynności decydują o około 80-procentowej bezbłądności wskazania modelu prognostycznego. Artykuł prezentuje jedynie fragment przeprowadzonych badań (nie ujmuje pozostałych wskaźników płynności).

⁵ Ze względu na typ danych zmienną objaśnianą oraz zmienne objaśniające poddano logarytmowaniu.

W estymacji KMNK modelu panelowego przyjmuje się założenie, że indeksem $i = 1, \dots, N$ oznacza się kolejne obiekty, natomiast indeksem $t = 1, \dots, T$ jednostki czasu. Estymacja za pomocą KMNK jest dopuszczalna, gdy efekt indywidualny nie występuje i panel traktowany jest jako zbiór danych przekrojowych [Kufel 2007].

4. Wyniki badań

W tabeli 1 zaprezentowano liczby charakteryzujące badane przedsiębiorstwa. Ich liczba była stała i wynosiła 72 jednostki w badanych latach.

Tabela 1. Dane charakteryzujące badane przedsiębiorstwa

| Wyszczególnienie | Lata | | | |
|--------------------------------|------|------|------|------|
| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
| Liczba przedsiębiorstw | 72 | 72 | 72 | 72 |
| Liczba przedsiębiorstw – panel | 288 | | | |

Źródło: badania własne.

Badane przedsiębiorstwa cechowały się dużą zmiennością wartości aktywów (znaczne dysproporcje w udziale aktywów trwałych i obrotowych), w szczególności jednak znaczną dynamiką wyników finansowych w latach 2008-2009. Dominowały przedsiębiorstwa, których wyniki finansowe, z uwagi na wpływ kryzysu finansowego, ulegały pogorszeniu.

W tabeli 2 zawarto wskaźnik płynności bieżącej charakteryzujący badane jednostki.

Tabela 2. Wskaźnik płynności bieżącej

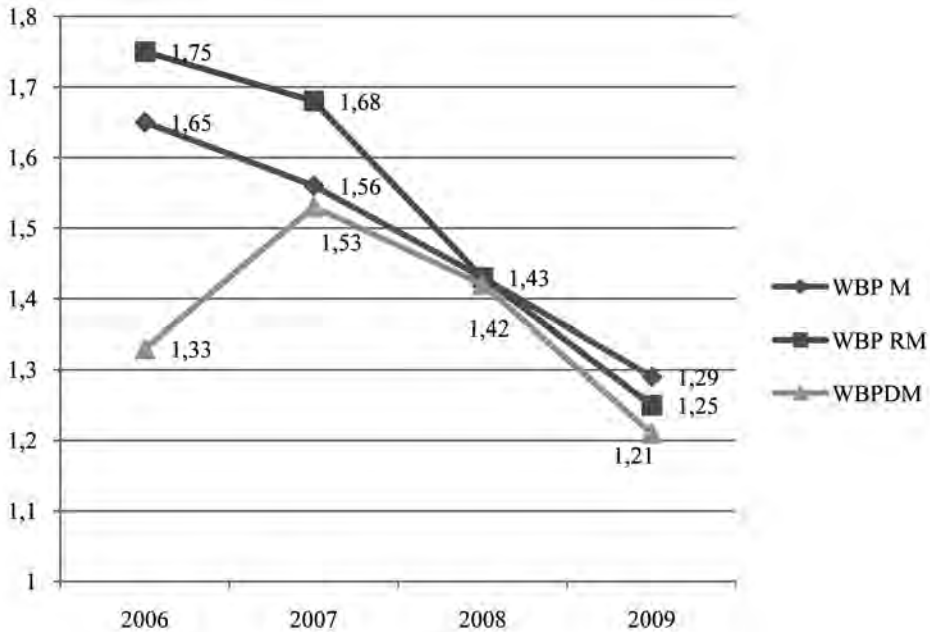
| Wskaźnik płynności bieżącej (WBP) | Lata | | | |
|-----------------------------------|-------|-------|------|------|
| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
| WBP Ś | 5,14 | 8,20 | 3,74 | 3,54 |
| WBP M | 1,65 | 1,56 | 1,43 | 1,29 |
| WBP RŚ | 3,47 | 7,80 | 3,41 | 3,28 |
| WBP RM | 1,75 | 1,68 | 1,43 | 1,25 |
| WBP DŚ | 10,07 | 12,23 | 4,83 | 4,57 |
| WBP DM | 1,33 | 1,53 | 1,42 | 1,21 |

R – przedsiębiorstwo rentowne, D – deficytowe, Ś – średnia, M – mediana

Źródło: opracowanie własne.

Średnie wartości wskaźników dla całej próby okazały się stosunkowo wysokie, a biorąc pod uwagę przedziały wartości oparte na teoretycznych podstawach,

znacznie przewyższały górną granicę przedziału wartości postulowanych. Wynika to głównie ze specyfiki reprezentowanej przez badane przedsiębiorstwa branży usługowej, w której w strukturze aktywów dominują (w tym przypadku znacznie) aktywa obrotowe, co przełożyło się na tak wysokie wartości średnie wskaźnika.



Rys. 2. Kształtowanie się mediany dla wskaźnika bieżącej płynności w latach 2006-2009

Źródło: opracowanie własne.

Na uwagę zasługuje kształtowanie się mediany badanego wskaźnika w odniesieniu zarówno do badanego okresu, jak i do zaprezentowanego podziału przedsiębiorstw. Identyfikuje się heterogeniczność uzyskanych wyników (rys. 2), co pozwala jednak na wskazanie prawidłowości.

Wartości mediany przedsiębiorstw rentownych wykazywały wyższe poziomy niż przedsiębiorstw deficytowych. Porównanie wyników *ex post* oraz w trakcie trwania kryzysu wskazuje na znaczne różnice w wartościach mediany, co implikuje stwierdzenie, że kryzys miał negatywny wpływ na kształtowanie się płynności bieżącej badanych przedsiębiorstw, skutkując jego pogorszeniem. W szczególności jest to widoczne w ostatnim badanym roku, w przypadku przedsiębiorstw o problematycznej kondycji finansowej (deficytowych), gdyż aż połowa badanych przedsiębiorstw wykazuje poziom płynności bieżącej na granicy akceptowalności oraz poniżej. Dla pełniejszego zobrazowania kształtowania się płynności finansowej w kryzysie wartość mediany dla wskaźnika natychmiastowej płynności dla przedsiębiorstw deficy-

towych wyniósł 0,01, co jeszcze dobitniej uwypukla oddziaływanie kryzysu i jego efekty.

W świetle zaprezentowanych wyników interesujące się wydaje zbadanie determinant kształtujących płynność bieżącą.

W tabeli 3 zaprezentowano wyniki estymacji panelowych dla zmiennej objaśnianej – wskaźnika płynności bieżącej.

Tabela 3. Wyniki estymacji panelowych – model panelowy metodą najmniejszych kwadratów dla zmiennej zależnej bieżącej płynności

| Model 1: Estymacja MNK Zmienna zależna: l_WBP Odporne błędy standardowe (robust HAC) | | | | |
|--|--------------|------------------|-----------|---------|
| Zmienne | współczynnik | błąd standardowy | t-Student | p-value |
| Const | -11,68 | 3,34477 | -3,4105 | 0,02702 |
| l_Zobowiązania krótkoterminowe | 0,309596 | 0,110574 | 2,7999 | 0,04882 |
| l_Przychody finansowe | -0,0524748 | 0,0148601 | -3,5313 | 0,02420 |
| l_Koszty finansowe | 0,374714 | 0,138596 | 2,7036 | 0,05389 |
| l_Zysk, starta z działalności gospodarczej | 0,138009 | 0,0456115 | 3,0257 | 0,03894 |
| Błąd standardowy reszt 0,159342 | | | | |
| Wsp. Determinacji $R^2 = 0,97049$ | | | | |
| Skorygowany $R^2 = 0,87458$ | | | | |
| Statystyka F (13, 4) = 10,1187 (wartość p = 0,019) | | | | |

Źródło: badania własne.

Z przeprowadzonych analiz wynika, że do czynników kształtujących poziom wskaźnika bieżącej płynności można zaliczyć dwie grupy: stymulanty i destymulanty. Wśród determinant wpływających dodatnio na poziom wskaźnika bieżącej płynności znajdują się: zobowiązania krótkoterminowe wobec jednostek powiązanych, koszty finansowe oraz zysk lub strata z działalności gospodarczej. Są to trzy zmienne, z których dwie pierwsze w sposób umiarkowany wpływają na ostateczny wskaźnik, natomiast zysk, strata z działalności gospodarczej wykazują słabą zależność.

W przypadku zobowiązań krótkoterminowych jest to cecha charakterystyczna dla kryzysu w przedsiębiorstwie, wymaga bowiem szybszego wzrostu czynników kształtujących aktywa obrotowe (np. należności krótkoterminowych, których poziom w sytuacji kryzysu może znacznie wzrastać⁶), w stosunku do zobowiązań krótkoterminowych.

⁶ Zależność będzie przedmiotem badania w dalszej kolejności prac nad wpływem kryzysu globalnego na kondycję finansową przedsiębiorstw usługowych.

5. Wnioski i rekomendacje

W obliczu zmian warunków makroekonomicznych, turbulentnego otoczenia biznesu, przedsiębiorstwa na całym świecie zostały zobligowane do implementacji nowych i/lub redefinicji dotychczasowych działań, nie tylko stwarzających fundamenty do rozwoju, ale przede wszystkim warunkujących przetrwanie na rynku. Szczególne znaczenie zostało przypisane polityce płynności finansowej, kreacji zasobów gotówkowych oraz ich roli w odpowiedzi na globalny kryzys.

Wyniki badań pozwoliły pozytywnie zweryfikować postawioną hipotezę:

Kryzys finansowy, na który składa się pogorszenie szeregu czynników makroekonomicznych, wpływa negatywnie na kształtowanie się płynności finansowej przedsiębiorstw.

W przypadku badanych przedsiębiorstw usługowych w Polsce dowiedziono:

- Wartości mediany wskaźnika płynności bieżącej dla przedsiębiorstw rentownych wykazywały wyższy poziom – w stosunku do przedsiębiorstw deficytowych w badanych okresie.
- W całej próbie w odniesieniu do mediany z roku na rok dostrzega się stopniowe pogarszanie się płynności bieżącej.
- Komparatystryka wyników *ex post* oraz w trakcie trwania kryzysu wskazuje na znaczne różnice, tj. regres w wartościach mediany, co implikuje stwierdzenie, że kryzys miał negatywny wpływ na kształtowanie się płynności bieżącej badanych przedsiębiorstw. W szczególności jest to widoczne w ostatnim badanym roku, w przypadku przedsiębiorstw o problematycznej kondycji finansowej, gdyż aż połowa badanych przedsiębiorstw wykazuje poziom płynności bieżącej na granicy akceptowalności oraz poniżej.
- Kryzys finansowy wykazał destrukcyjny wpływ na kształtowanie się płynności bieżącej przedsiębiorstw deficytowych (można w tym wypadku dokonać unifikacji wyników, wskazując na znaczne zachwianie się kondycji finansowej jako całości), w przypadku części badanych przedsiębiorstw można dodatkowo przypuszczać, że przedsiębiorstwa zetkną się ze spiralą upadku, a w konsekwencji dosięgną bankructwa.
- Wyniki badań potwierdzają ogólny trend wpływu kryzysu globalnego na negatywne kształtowanie się kondycji finansowej przedsiębiorstw.
- Wyniki badań, biorąc pod uwagę fakt, że czynniki makroekonomiczne w odpowiedniej konfiguracji tworzą kryzys, są zbieżne z wynikami wcześniejszych badań [Chen, Mahajan 2008].

Rekomenduje się szczególnie w okresie koniunktury gospodarczej zintensyfikowanie działań w zakresie kształtowania rezerw finansowych, mogących stanowić solidny filar na wypadek nieoczekiwanych zmian koniunkturalnych. Istotne wydaje się przy tym ukierunkowanie na wzrost dostępności finansowania w długim okresie, dzięki czemu sektorowi MŚP potrzeba będzie nie tyle naprawy, co zmiany sposobu kreacji kapitału, zarządzania finansami, ale także silnych impulsów rozwojowych, by kryzys mógł stanowić szansę na rozwój.

Literatura

- Almeida H., Campello M., Weisbach M., *The cash flow sensitivity of cash*, „Journal of Finance” 2004, no. 59.
- Bancel F., Mitto U.R., *Financial flexibility and the impact of global financial crisis: Evidence from France 2010*, <http://ssrn.com/abstract=1587302>.
- Baum C.F. i in., *Uncertainty determinants of corporate liquidity*, „Economic Modeling” 2008, no. 25.
- Bernanke B.S., *Economic challenges: past, present and future*, www.federalreserve.gov, 7.04.2010.
- Campello M., Graham J.R., Harvey C.R., *The real effects of financial constraints: Evidence from a financial crisis*, „Journal of Financial Economics” 2010, no. 97.
- Chen N., Mahajan A., *Effects of macroeconomic conditions on corporate liquidity – international evidence*, „International Research Journal of Finance and Economics” 2010.
- Doing Business Report 2010, Reforming through difficult times*, The International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank, 2009.
- Economic Crisis in Europe. Causes, Consequences and Responses*, European Commission, „European Economy” 2009, vol. 7.
- Hameed A., Kang W., Viswanathan S., *Stock Market Declines and Liquidity*, „The Journal of Finance” 2010, vol. 65, issue 1.
- Jensen M., *Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers*, „American Economic Review” 1986, no. 76.
- Keynes J.M., *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Harcourt Brace and World, New York 1936.
- Kim C.-S., Mauer D.C. and Sherman A.E., *The determinants of corporate liquidity: theory and evidence*, „Journal of Financial & Quantitative Analysis” 1998, no. 33.
- Kufel T., *Ekonometria. Rozwiązywanie problemów z wykorzystaniem programu GRETL*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- Myers S.C., Majluf N., *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*, „Journal of Financial Economics” 1984, no. 13.
- Opler T. i in., *The determinants and implications of corporate cash holdings*, „Journal of Financial Economics” 1999, no. 52.
- Shyam-Sunder L., Myers S.C., *Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure*, „Journal of Financial Economics” 1999, no. 51.

THE IMPACT OF GLOBAL CRISIS ON THE CURRENT LIQUIDITY IN BUSINESS SERVICE

Summary: The financial crisis has led to a fundamental change in the strategic behaviour of enterprises and financial institutions worldwide. Special importance has been attributed to liquidity policy, the creation of cash holdings and their role in response to the global crisis. It seems reasonable to examine how the global crisis (and thus the number of macroeconomic factors that created it) affected the liquidity of service companies in the years 2006-2009 and what determinants influenced the shaping of their liquidity – especially when taking into consideration that this aspect has been very poorly discussed in contemporary literature.