

*dr Tomasz Śpiewak*<sup>1</sup>

Katedra Finansów  
Uniwersytet Rzeszowski

## **Analiza struktury oraz instrumentów alokacji okresowych nadwyżek środków pieniężnych przedsiębiorstw w świetle przemian gospodarczych w Polsce**

### WSTĘP

Jednym z efektów transformacji polskiej gospodarki była zmiana warunków funkcjonowania przedsiębiorstw. Dotyczyła ona praktycznie wszystkich aspektów funkcjonowania przedsiębiorstwa oraz jego otoczenia. Zmiana znaczenia podstawowych, z punktu widzenia funkcjonowania podmiotów gospodarczych, kategorii ekonomicznych, do których można zaliczyć m.in. zysk oraz płynność, sprawiła, że jednym z kluczowych obszarów zarządzania przedsiębiorstwem stało się zarządzanie finansami.

Warunkiem zapewnienia optymalnych warunków realizacji podstawowego celu funkcjonowania podmiotów gospodarczych, którym jest wzrost wartości firmy, jest realizacja właściwej strategii zarządzania płynnością finansową przedsiębiorstwa. Podstawowym celem konstrukcji takiej strategii jest m.in. określenie stanu środków pieniężnych, który z jednej strony zapewniłby utrzymanie płynności, zaś z drugiej strony uwzględniłby kryterium maksymalizacji wartości kapitałów własnych przedsiębiorstwa. Z punktu widzenia maksymalizacji wartości bardzo ważna jest właściwa organizacja gospodarki pieniężnej pod kątem optymalizacji kosztów utrzymania płynności, ponieważ fundusze zamrożone w bieżącej gotówce nie generują właściwie żadnych dochodów, natomiast przedsiębiorstwo ponosi koszty utrzymania źródeł ich finansowania. W efekcie powstają koszty alternatywne utrzymywania środków pieniężnych. Zarządzanie gotówką powinno prowadzić do osiągnięcia swoistego punktu

---

<sup>1</sup> Adres korespondencyjny: Uniwersytet Rzeszowski, Wydział Ekonomii, Katedra Finansów, ul. Ćwiklińskiej 2, 35-601 Rzeszów, tel. +48 17 872 17 03, e-mail: tspiewak@op.pl.

optimum relacji płynność – rentowność środków pieniężnych przedsiębiorstwa, zgodnie z założeniami strategii zarządzania płynnością w ujęciu dochód – ryzyko [Wędzki, 2002, s. 120]. Celem niniejszego artykułu jest wskazanie zmian w zakresie struktury aktywów obrotowych przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce oraz wskazanie wybranych aspektów konstrukcji strategii alokacji okresowych nadwyżek środków pieniężnych stosowanych w ramach zarządzania płynnością.

W świetle analizy dostępnej literatury przedmiotu można stwierdzić, że istotą zarządzania środkami pieniężnymi jest określenie takiego ich poziomu, który zapewni utrzymanie odpowiedniej płynności przedsiębiorstwa oraz stworzenie strategii inwestycyjnej wolnych zasobów gotówki, której realizacja ograniczałaby koszty alternatywne utrzymywania środków pieniężnych, przy zachowaniu akceptowalnego poziomu ryzyka. W praktyce, konieczność utrzymywania określonego poziomu zasobów pieniężnych w przedsiębiorstwie jest efektem oddziaływania wielu czynników zarówno o charakterze wewnętrznym, jak i zewnętrznym.

W 1999 r. T. Opler, L. Pinkowitz, R. Stulz oraz R. Williamson przeprowadzili badania, których przedmiotem była między innymi identyfikacja wyznaczników zapotrzebowania przedsiębiorstw na środki pieniężne [Opler, Pinkowitz, Stulz, Williamson, 1999, s. 3].

Wśród najważniejszych czynników wpływających na poziom utrzymywanych w przedsiębiorstwie rezerw środków pieniężnych należy wskazać:

- zapewnienie terminowej spłaty zobowiązań w przypadku wystąpienia opóźnień w spłacie należności – krótkoterminowe źródła finansowania majątku przedsiębiorstw charakteryzują się niską stabilnością, stąd konieczność utrzymywania rezerw gotówkowych o charakterze ostrożnościowym;
- uniknięcie wysokich kosztów pozyskiwania dodatkowych źródeł finansowania w warunkach zagrożenia płynności – przedsiębiorstwa o ograniczonej zdolności kredytowej wykazują tendencję do utrzymywania wyższego salda gotówki;
- minimalizowanie ewentualnych strat wynikających ze sprzedaży składników majątku w celu pokrycia niespodziewanych wydatków – problem płynności aktywów przedsiębiorstwa;
- realizację przyjętej strategii zarządzania kapitałem obrotowym w sytuacji wystąpienia zmian w wysokości osiągniętych przychodów – reakcja na zmiany w zapotrzebowaniu na dodatkowy kapitał obrotowy;
- konieczność utrzymywania wyższego salda środków pieniężnych w celu zapewnienia płynności inwestycji oraz wypełnienia wymogów sfinansowania wkładu własnego w sytuacji finansowania wydatków za pośrednictwem zewnętrznych źródeł finansowania lub korzystania na przykład z dotacji unijnych.

W efekcie analizy sytuacji finansowej podmiotów gospodarczych można również zauważyć, że powodem kumulacji utrzymywanych środków pienięż-

nych przez przedsiębiorstwa jest trudność identyfikacji strategii inwestycyjnej o charakterze długookresowym. W licznych przypadkach osoby odpowiedzialne za zarządzanie, szczególnie w warunkach dekonunktury gospodarczej, nie potrafią wskazać optymalnych dla przedsiębiorstwa kierunków realizowanych inwestycji rzeczowych. Pojawia się zatem kluczowe z punktu widzenia rozwoju firmy pytanie: w co i kiedy inwestować? Problem staje się poważniejszy w warunkach niepewności co do kierunków rozwoju gospodarczego oraz występowania zmiennych warunków w sferze regulacyjnej i polityce gospodarczej państwa, zwłaszcza w sferze polityki podatkowej.

### ZMIANY W STRUKTURZE AKTYWÓW OBROTOWYCH PRZEDSIĘBIORSTW

Zmiany warunków społeczno-gospodarczych w latach 90. ubiegłego stulecia dotyczyły właściwie wszystkich aspektów funkcjonowania podmiotów gospodarczych, ale w szczególności sposób dotknęły obszaru zarządzania finansami. W efekcie o przetrwaniu przedsiębiorstwa w krótkim okresie decyduje utrzymanie płynności finansowej na poziomie, który z jednej strony zapewni utrzymanie zdolności podmiotu do regulowania bieżących zobowiązań, zaś z drugiej strony pozwoli na maksymalizację wartości kapitałów własnych. Na podstawie obserwacji zmian zachodzących w strukturze aktywów obrotowych przedsiębiorstw można zauważyć wzrost znaczenia zarządzania środkami pieniężnymi z punktu widzenia maksymalizacji wartości kapitału własnego. Zmiany w zakresie struktury składników aktywów przedsiębiorstw o najwyższej płynności zostały przedstawione w tabelach 1, 2, 3.

Wzrost znaczenia zarządzania środkami pieniężnymi w przedsiębiorstwach na przestrzeni ostatnich 20 lat widoczny jest w efekcie zestawienia danych publikowanych przez Główny Urząd Statystyczny. Zmiany w zakresie struktury aktywów obrotowych przedstawia tabela 1. Od 1995 r. widoczny jest wzrost udziału inwestycji krótkoterminowych, które obejmują najbardziej płynne składniki majątku w strukturze aktywów obrotowych przedsiębiorstw. Udział aktywów obrotowych o najwyższej płynności wynosił w 1995 r. 14,6%, natomiast w 2010 r. wzrósł do najwyższego poziomu 27%. Należy również zauważyć, że w 2009 r. po raz pierwszy udział inwestycji krótkoterminowych w strukturze aktywów obrotowych był wyższy od udziału zapasów. Pomimo powyższych zależności w literaturze przedmiotu większy nacisk kładzie się na techniki zarządzania zapasami, natomiast zagadnienia związane z zarządzaniem środkami pieniężnymi bardzo często ograniczają się do kilku tradycyjnych metod zarządzania gotówką, bez wskazania sposobu ich adaptacji w systemie zarządzania finansami przedsiębiorstw.

**Tabela 1. Zmiany w strukturze aktywów obrotowych**

Aktywa obrotowe (mln zł)									
Rok	Ogółem	Zapasy		Należności krótko-term.		Inwestycje krótko-term.		Krótkoterm. rozliczenia międzyokresowe	
1995	112 546,0	37 172,0	33,0%	55 027,0	48,9%	16 404,0	14,6%	3 943,0	3,5%
2000	292 251,0	81 028,0	27,7%	149 898,0	51,3%	39 531,0	13,5%	21 794,0	7,5%
2005	394 340,0	103 238,0	26,2%	188 769,0	47,9%	92 055,0	23,3%	10 278,0	2,6%
2010	663 259,0	169 468,0	25,6%	296 866,0	44,8%	178 974,0	27,0%	17 951,0	2,7%
2011	739 065,0	197 894,0	26,8%	324 391,0	43,9%	191 182,0	25,9%	25 598,0	3,5%
2012	717 571,0	203 896,0	28,4%	317 338,0	44,2%	170 921,0	23,8%	25 416,0	3,5%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Głównego Urzędu Statystycznego, *Mały Rocznik Statystyczny Polski*, Warszawa 2013, s. 415.

Wyniki analizy danych statystycznych potwierdzają również najwyższą dynamikę wzrostu udziału środków pieniężnych w strukturze aktywów w porównaniu z zapasami, należnościami krótkoterminowymi oraz krótkoterminowymi rozliczeniami międzyokresowymi.

**Tabela 2. Analiza dynamiki zmian w strukturze aktywów obrotowych**

Wyszczególnienie	1995	2000	2005	2010	2000/1995	2005/2000	2010/2005	2010/1995
Zapasy	37 172,0	81 028,0	103 238,0	169 468,0	118,0%	27,41%	64,15%	355,90%
Należności krótkoterminowe	55 027,0	149 898,0	188 769,0	296 866,0	172,4%	25,93%	57,26%	439,49%
Inwestycje krótkoterminowe	16 404,0	39 531,0	92 055,0	178 974,0	141,0%	132,87%	94,42%	991,04%
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	3 943,0	21 794,0	10 278,0	17 951,0	452,7%	-52,84%	74,65%	355,26%
Aktywa obrotowe ogółem	112 546,0	292 251,0	394 340,0	663 259,0	159,7%	34,93%	68,19%	489,32%

Źródło: jak przy tabeli 1.

Wzrost poziomu środków pieniężnych utrzymywanych w przedsiębiorstwach znajduje również potwierdzenie w danych publikowanych przez Narodowy Bank Polski. Przedstawione w tabeli 3 zmiany w poziomie depozytów utrzymywanych przez przedsiębiorstwa niefinansowe na rachunkach bankowych potwierdzają systematyczny wzrost zaangażowania kapitałów przedsiębiorstw w najbardziej płynne składniki aktywów.

**Tabela 3. Zmiany w poziomie depozytów przedsiębiorstw (w mln zł)**

	Gotówka	Depozyty	Ogółem	Zmiana
2003	3 915	71 615	75 530	
2004	5 262	91 840	97 102	28,56%
2005	6 143	109 016	115 159	18,60%
2006	5 816	134 617	140 433	21,95%
2007	6 846	152 493	159 339	13,46%
2008	6 655	166 106	172 761	8,42%
2009	6 060	187 067	193 127	11,79%
2010	5 434	200 070	205 504	6,41%
2011	5 311	218 938	224 249	9,12%
2012	4 356	205 245	209 601	-6,53%

Źródło: dane statystyczne NBP, [www.nbp.pl](http://www.nbp.pl).

Na podstawie analizy przedstawionych powyżej danych statystycznych można potwierdzić występowanie zjawiska wzrostu udziału składników aktywów o najwyższej płynności w ich strukturze. Wskazanie najważniejszego powodu wzrostu poziomu środków pieniężnych w przedsiębiorstwach nie jest możliwe. Przyczyny kumulacji gotówki są uzależnione od wielu czynników, m.in. od wielkości podmiotu, branży w jakiej działa lub formy organizacyjnej.

Należy jednak zauważyć, że uwzględnienie zróżnicowanych motywów utrzymania środków pieniężnych, przy wyznaczaniu ich pożądanego poziomu, może przyczynić się do zwiększenia efektywności funkcjonowania przedsiębiorstwa [Śpiewak, 2008, s. 207]. Jednak należy pamiętać, że część majątku utrzymana w formie gotówki nie generuje właściwie przychodów, których źródłem mogą być inne pozycje aktywów. Ponadto środki pieniężne będące w dyspozycji przedsiębiorstwa muszą być finansowane określonymi pozycjami pasywów, co powoduje zwiększenie kosztów alternatywnych. W związku z powyższym, do podstawowych zadań operacyjnego zarządzania środkami pieniężnymi można zaliczyć wyznaczenie ich optymalnego poziomu z punktu widzenia ponoszonych kosztów oraz generowanych przychodów. Nie jest to możliwe bez konstrukcji strategii inwestycyjnej okresowych nadwyżek środków pieniężnych.

#### CZYNNIKI WPLYWAJĄCE NA WYBÓR STRATEGII ALOKACJI ŚRODKÓW PIENIĘŻNYCH

Jednym z podstawowych wyznaczników strategii zarządzania środkami pieniężnymi jest alokacja okresowych nadwyżek środków pieniężnych. Podstawą podjęcia decyzji wyboru przedmiotu krótkoterminowych inwestycji są planowane przepływy pieniężne, ponieważ przedmiotem krótkookresowych inwestycji są środki pieniężne, które można wyłączyć z działalności operacyjnej przedsiębiorstwa [Rutkowski, 2003, s. 368].

W teorii finansów funkcjonuje wiele definicji pojęcia inwestycji określanej najkrócej jako każdy przepływ kapitału, którego celem jest jego powiększenie. Pojęcie inwestycji wprowadzono także do ustawy o rachunkowości w 2002 r. w ramach tzw. dużej nowelizacji. Inwestycje, według art. 3 ust. 1 pkt 17 ustawy o rachunkowości, są to „aktywa nabyte w celu osiągnięcia korzyści ekonomicznych wynikających z przyrostu wartości tych aktywów, uzyskania z nich przychodów w postaci odsetek, dywidend (udziałów w zyskach) lub innych pożytków, w tym również z transakcji handlowej, a w szczególności aktywa finansowe oraz te nieruchomości i wartości niematerialne i prawne, które nie są użytkowane przez jednostkę, lecz zostały nabyte w celu osiągnięcia tych korzyści”.

Jednym z podstawowych czynników wpływających na konstrukcję krótkookresowych strategii inwestycyjnych jest dostępność instrumentów finansowych występujących na rynku. Zasadniczą grupę inwestycji przedsiębiorstwa stanowią aktywa finansowe, które zgodnie z art. 3 ust.1 pkt 24 określane są jako „aktywa pieniężne, instrumenty kapitałowe wyemitowane przez inne jednostki, a także wynikające z kontraktu prawo do otrzymania aktywów pieniężnych lub prawo do wymiany instrumentów finansowych z inną jednostką na korzystnych warunkach”.

Dostępność dla przedsiębiorstwa możliwych sposobów inwestycji o charakterze finansowym zależy od wielu czynników, które można podzielić na zewnętrzne i wewnętrzne, przy czym kryterium przyporządkowania stanowi możliwość wpływu inwestora na dany czynnik.

Do wewnętrznych czynników wyboru sposobu inwestycji można zaliczyć:

- okres zapadalności;
- kwota inwestycji;
- charakter działalności przedsiębiorstwa (sezonowy, cykliczny, równomierny);
- prognoza przepływów środków pieniężnych.

Do zewnętrznych determinantów wyboru przedmiotu inwestycji należą:

- ryzyko niewypłacalności (niewykupienia);
- płynność;
- opodatkowanie;
- stopa zwrotu.

#### DETERMINANTY WEWNĘTRZNE STRATEGII ALOKACJI OKRESOWYCH NADWYŻEK ŚRODKÓW PIENIĘŻNYCH

Termin zapadalności jest okresem, w którym następuje rozliczenie realizowanej inwestycji, której przedmiotem są instrumenty finansowe. Wybór horyzontu czasowego alokacji wolnych środków pieniężnych jest uzależniony od wewnętrznych preferencji przedsiębiorstwa. Z definicji okres zapadalności krótkoterminowych instrumentów finansowych jest krótszy od jednego roku [Bień, 1999, s. 24]. Natomiast dostęp do instrumentu o wymaganym przez przedsiębiorstwo okresie zapadalności jest uzależniony od poziomu rozwoju rynku finansowego i w warunkach pol-

skich jest praktycznie nieograniczony. Długość okresu zapadalności ma wpływ na rentowność inwestycji – z reguły im dłuższy jest ten okres tym wyższa rentowność. Jest to związane z poziomem ryzyka, który jest uzależniony od horyzontu czasowego. Przy określonej zmienności stóp procentowych stopa zwrotu z papierów wartościowych zmienia się w większym stopniu w przypadku papierów o dłuższym okresie zapadalności od papierów o okresie krótszym. W efekcie instrumenty charakteryzujące się niższym poziomem ryzyka inwestycyjnego oferują niższą stopę zwrotu. W przypadku alokacji nadwyżki salda środków pieniężnych, na wybór instrumentu o określonym terminie zapadalności ma wpływ nie tylko poziom rentowności i ryzyka, ale przede wszystkim wymagany przez przedsiębiorstwo termin udostępnienia tych środków wynikający z potrzeb działalności operacyjnej.

Kwota inwestycji jest pochodną nadwyżki salda środków pieniężnych w danym okresie oraz prognozy wpływów i wydatków. Kombinacja kwoty, horyzontu czasowego oraz przedmiotu inwestycji jest uzależniona od przyjętej strategii zarządzania środkami pieniężnymi oraz preferencji przedsiębiorstwa, co do wielkości podejmowanego ryzyka: inwestycji oraz płynności. Alokacja okresowych nadwyżek środków pieniężnych w postaci krótkoterminowych instrumentów finansowych jest często sposobem na kumulację przez przedsiębiorstwo niezbędnych środków do sfinansowania zaplanowanej inwestycji lub pokrycia prawdopodobnych wydatków.

Charakter działalności przedsiębiorstwa ma olbrzymi wpływ na budowę strategii zarządzania środkami pieniężnymi. Jeśli działalność przedsiębiorstwa ma charakter cykliczny (sezonowy), wówczas struktura jego przepływów pieniężnych ma w dużym stopniu przewidywalny charakter – przez część roku może występować nadwyżka gotówki, natomiast w drugiej niedobór. Przykładem może być firma posiadająca wyciągi narciarskie – w sezonie zimowym nastąpi znaczny napływ gotówki, która może być wykorzystana do zakupu papierów wartościowych, natomiast w okresie letnim do sfinansowania ponoszonych kosztów stałych.

Prognoza przepływów środków pieniężnych ma decydujący wpływ na wybór sposobu alokacji krótkookresowych nadwyżek środków pieniężnych. Istotne jest ograniczanie ryzyka prognozy sporządzanych planów wpływów i wydatków gotówkowych w celu optymalizacji wyznaczników przyjętej strategii: okresu zapadalności, formy oraz kwoty inwestycji.

#### DETERMINANTY ZEWNĘTRZNE STRATEGII ALOKACJI OKRESOWYCH NADWYŻEK ŚRODKÓW PIENIĘŻNYCH

Ryzyko niewypłacalności stanowi niebezpieczeństwo niewykupienia papierów wartościowych przez emitenta lub niespłacenia związanych z nimi zobowiązań odsetkowych oraz rat kapitałowych. Poziom ryzyka niewypłacalności zależy przede wszystkim od kondycji finansowej emitenta. Na rozwiniętych rynkach finansowych funkcjonują wyspecjalizowane agencje publikujące rankingi papierów wartościowych znajdujących się w obrocie publicznym, takie jak

Moody's Investors Sernice oraz Standard and Poor's [Ross, Westerfield, Jordan, 1999, s. 659]. Ich zadaniem jest określenie prawdopodobieństwa, że określone papiery wartościowe nie zostaną wykupione. W Polsce działalność agencji ratingowych ma wciąż charakter marginalny i na przedsiębiorstwo spada obowiązek oceny ryzyka związanego z daną inwestycją. Podmioty gospodarcze poszukując sposobu alokacji wolnych nadwyżek środków pieniężnych przeważnie unikają instrumentów finansowych o ponadprzeciętnym ryzyku niewykupienia, mimo że oferują one równie wysokie stopy zwrotu. Do najbardziej bezpiecznych sposobów alokacji środków pieniężnych należą papiery wartościowe, których emitentem jest państwo oraz instrumenty oferowane przez sektor bankowy.

Płynność instrumentów finansowych oznacza zdolność ich natychmiastowej zamiany na środki pieniężne bez utraty możliwej do osiągnięcia stopy zwrotu. Do najatrakcyjniejszych instrumentów z punktu widzenia minimalizacji ryzyka płynności należą instrumenty, dla których istnieje rynek wtórny. Należą do nich na przykład obligacje notowane na rynku giełdowym.

Zasady opodatkowania mają istotny wpływ na wybór sposobu alokacji wolnych środków pieniężnych, ze względu na poziom obciążeń podatkowych oraz ryzyko interpretacji przepisów podatkowych dotyczących danej inwestycji. Z punktu widzenia na przykład spółki akcyjnej jej wpływ na poziom obciążeń fiskalnych poprzez wybór instrumentu finansowego jest bardzo ograniczony, ponieważ zyski z inwestycji finansowych stanowią przychód finansowy i podlegają opodatkowaniu na zasadach ogólnych. Natomiast istotny z punktu widzenia funkcjonowania przedsiębiorstwa jest fakt jasnej interpretacji urzędów skarbowych o konieczności opodatkowania zysków z posiadanych pozycji finansowych. Takie rozbieżności dotyczyły na przykład inwestycji w finansowe instrumenty pochodne, z których zyski stanowiły podstawę opodatkowania jeśli inwestycja miała charakter spekulacyjny, natomiast nie podlegały opodatkowaniu, jeśli pozycja miała charakter transakcji zabezpieczającej. W przypadku podatku dochodowego od osób prawnych istotną rolę odgrywa zakwalifikowanie transakcji jako zabezpieczającej lub spekulacyjnej – pojawia się więc ryzyko podatkowe.

Wielkość stopy zwrotu z instrumentu finansowego uzależniona jest od wielu czynników, jednak najczęściej istnieje dodatnia korelacja między zyskiem oraz ryzykiem danej inwestycji. Wybór danego instrumentu zależy od preferencji danego przedsiębiorstwa oraz akceptowalnego przez podmiot poziomu ryzyka.

#### ANALIZA EFEKTYWNOŚCI WYBRANYCH METOD ALOKACJI OKRESOWYCH NADWYŻEK ŚRODKÓW PIENIĘŻNYCH

Przedsiębiorstwo podejmując decyzję o sposobie alokacji wolnych środków pieniężnych, przy założeniu finansowego charakteru inwestycji, ma do dyspozycji wiele instrumentów oferowanych przez rynek finansowy. Z obser-



wacji praktyki gospodarczej wynika, że dokonywany przez podmioty wybór sposobu alokacji nadwyżek środków pieniężnych ogranicza się przede wszystkim do produktów bankowych, wśród których dominują krótkoterminowe lokaty [Sierpińska, Wędzki, 1997, s. 240]. Za takim wyborem przemawia przede wszystkim brak kosztów transakcyjnych w przypadku, gdy lokata zakładana jest w banku, w którym prowadzony jest rachunek bieżący podmiotu oraz natychmiastowy dostęp do środków pieniężnych w dowolnym momencie trwania lokaty. Przedsiębiorstwa, decydując się na taki sposób alokacji wolnych środków pieniężnych, nieświadomie narażają się na dwa rodzaje kosztów. Pierwszy z nich dotyczy znaczącego ograniczenia stopy zwrotu w przypadku wcześniejszego zerwania umowy lokaty, co może być spowodowane zwiększeniem zapotrzebowania na środki pieniężne w okresie kapitalizacji. Drugi jest efektem pominięcia w procesie wyboru przedmiotu inwestycji alternatywnych dla lokat bankowych sposobów alokacji gotówki, do których należą przede wszystkim krótkoterminowe papiery dłużne oraz pozostałe instrumenty rynku finansowego.

Alokacja nadwyżki środków pieniężnych w formie instrumentów rynku finansowego posiada następujące zalety:

- wyższa oczekiwana stopa zwrotu w porównaniu z lokatami bankowymi;
- płynność obrotu wystarczająca, z reguły, do swobodnego dysponowania posiadanymi walorami;
- możliwość wyboru instrumentu dostosowanego do przyjętej strategii inwestycyjnej pod kątem relacji dochód – ryzyko.

Wady instrumentów finansowych, jako formy inwestycji krótkookresowych:

- relatywnie wysokie koszty transakcji;
- ryzyko inwestycyjne, związane m.in. z niebezpieczeństwem utraty części lub całości zainwestowanej kwoty w związku z niewywiązaniem się emitenta z przyjętych zobowiązań;
- opóźniony dostęp do środków pieniężnych wynikający z technicznego rozliczenia transakcji.

W tabeli 4 przedstawione zostały wyniki analizy opłacalności alokacji okresowych nadwyżek środków pieniężnych na rynku pieniężnym (papiery dłużne emitowane przez Skarb Państwa) oraz na rynku bankowym (krótkoterminowa lokata).

Na podstawie przeprowadzonej analizy można stwierdzić, że mimo wyższego oprocentowania, alokacja nadwyżki środków pieniężnych w formie zakupu notowanych na rynku regulowanym instrumentów dłużnych nie zawsze jest opłacalna. W krótkim okresie poniesione koszty zakupu i sprzedaży papierów wartościowych nie są rekompensowane osiągniętą wyższą stopą zwrotu, wynikającą z wyższego oprocentowania bonów skarbowych w porównaniu z lokatami bankowymi.

**Tabela 4. Porównanie rentowności lokaty bankowej oraz bonów skarbowych, jako formy inwestycji krótkoterminowej (dane w zł)**

	lokata		obligacje		próg rentowności
	cały okres	zerwanie	cały okres	zerwanie	
Kwota inwestycji	100 000,00				
czas trwania	90	30	90	30	68,351
kapitał + odsetki	100 739,73	100 008,22	100 936,99	100 312,33	100 711,60
stopa zwrotu*	3,00%	0,10%	3,80%	3,80%	3,80%
Koszty:	0,00	0,00	715,28	705,09	711,60
w tym:					
miesięczna opłata za prowadzenie rachunku**			4,00	4,00	4,00
kupno/sprzedaż obligacji:***					
kupno			350,00	350,00	350,00
sprzedaż			353,28	351,09	352,49
efekt netto	739,73	8,22	221,71	-392,76	0,00
stopa zwrotu z inw.	3,00%	0,10%	0,90%	-4,78%	0,00%
inflacja****	1,20%	1,20%	1,20%	1,20%	1,20%
realna stopa zwrotu	1,78%	-1,09%	-0,30%	-5,91%	-1,19%

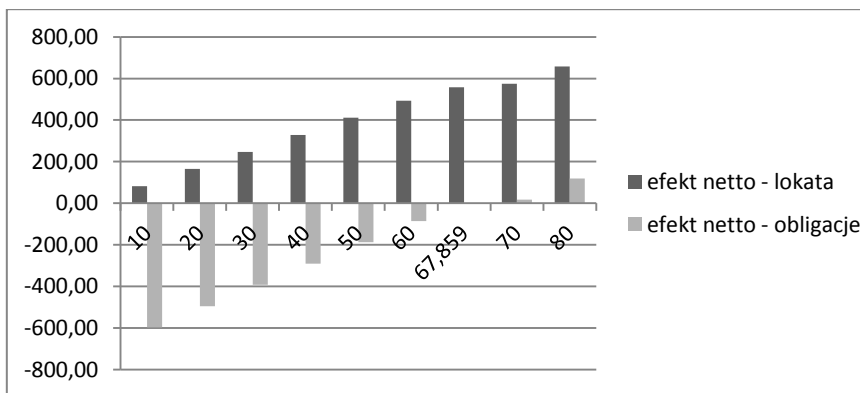
\* przykładowe oprocentowanie w skali roku

\*\* miesięczna opłata za prowadzenie rachunku wynosi 4,00 PLN

\*\*\* kupno/sprzedaż obligacji emitowanych przez Skarb Państwa notowanych na GPW lub CeTO: 0,35% wartości transakcji, min: 5,00 PLN

\*\*\*\* w przykładzie inflacja na poziomie 1,2% w skali roku

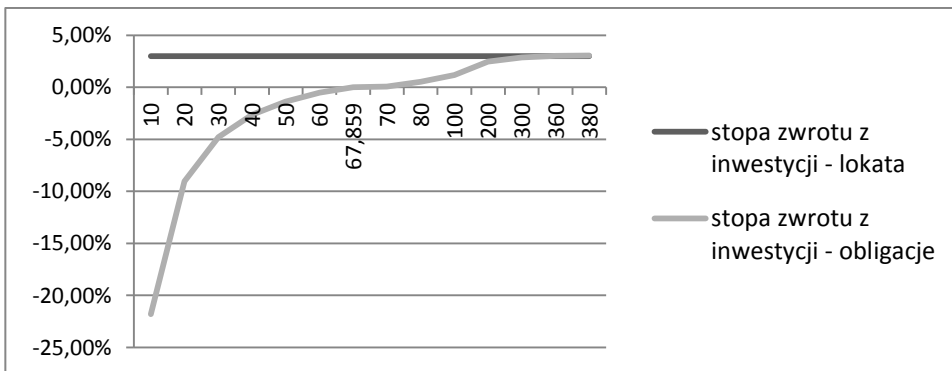
Źródło: opracowanie własne na podstawie analizy efektywności alokacji okresowych nadwyżek środków pieniężnych na przykładzie wybranych instrumentów.



**Rysunek 1. Efekt netto inwestycji środków pieniężnych w formie lokaty oraz obligacji w zależności od horyzontu czasowego inwestycji**

Źródło: opracowanie własne na podstawie analizy efektywności alokacji okresowych nadwyżek środków pieniężnych na przykładzie wybranych instrumentów.

Koszty transakcyjne sprawiają, że zarządzający środkami pieniężnymi powinien dokonać rachunku opłacalności inwestycji w bony skarbowe pod kątem przewidywanego horyzontu czasowego. W analizowanym przypadku minimalny okres utrzymywania bonów skarbowych na rachunku inwestycyjnym przedsiębiorstwa wynosi 67,859 dni. Teoretycznie, naliczone odsetki uzyskane w wyniku utrzymania otwartej pozycji na rynku pieniężnym (zakup papierów skarbowych) po 68 dniach pokrywają koszty transakcyjne oraz koszty utrzymania rachunku maklerskiego. Należy więc zauważyć, że opłacalność inwestycji okresowych nadwyżek środków pieniężnych na rynku krótkoterminowych papierów dłużnych jest bardzo ograniczana przez towarzyszące operacjom koszty. Na podstawie analizy wykresu przedstawiającego kształtowanie się stopy zwrotu w czasie można zauważyć, że zrównanie stopy zwrotu z lokaty oraz obligacji w przykładzie następuje po około 360 dniach. W praktyce zarządzania przedsiębiorstwem nie jest to akceptowany horyzont czasowy inwestycji okresowych nadwyżek środków pieniężnych.



**Rysunek 2. Stopa zwrotu z inwestycji środków pieniężnych w formie lokaty oraz obligacji w zależności od horyzontu czasowego inwestycji**

Źródło: opracowanie własne na podstawie analizy efektywności alokacji okresowych nadwyżek środków pieniężnych na przykładzie wybranych instrumentów.

W prezentowanych w literaturze metodach optymalizacyjnych zarządzania środkami pieniężnymi, do których można zaliczyć m.in. metodę Baumola, Millera-Orra lub Stone'a, jako koszt alternatywny utrzymywania gotówki w przedsiębiorstwie wskazywane jest oprocentowanie krótkoterminowych papierów wartościowych. Praktyka pokazuje, że nie zawsze jest to właściwe rozwiązanie. Koszt alternatywny winien uwzględniać przede wszystkim kierunki alokacji okresowych nadwyżek finansowych w przedsiębiorstwie i powinien być ustalany indywidualnie dla każdego podmiotu.

Kształtowanie parametrów strategii inwestycyjnych stanowi ważną grupę narzędzi decyzyjnych wykorzystywanych do bieżącego zarządzania środkami

pieniężnymi w przedsiębiorstwie, wpływając na kształt gospodarki pieniężnej. Na sposób doboru tych narzędzi wpływa między innymi przyjęta w przedsiębiorstwie polityka zarządzania płynnością, której wyznacznikiem jest realizowana strategia w zakresie kapitału obrotowego netto.

## ZAKOŃCZENIE

Odpowiedni wybór instrumentów inwestycyjnych alokacji krótkookresowych nadwyżek środków pieniężnych zwiększa rentowność przedsiębiorstwa, istnieje jednak konieczność zestawienia potencjalnych kosztów oraz przychodów wynikających z przeprowadzonych operacji. Strategia inwestycyjna winna uwzględniać specyficzny charakter zarządzania środkami pieniężnymi, którego konsekwencją jest na przykład ograniczony horyzont czasowy przeprowadzanych inwestycji nadwyżek środków pieniężnych. Postulowana powszechnie możliwość wykorzystania bonów pieniężnych, jako narzędzi alokacji okresowych nadwyżek gotówki ma charakter iluzoryczny, ze względu na zestawienie kosztów transakcyjnych zakupu i sprzedaży tych instrumentów oraz rzeczywistej stopy zwrotu w danym okresie. Symulacja przepływów pieniężnych w rzeczywistych warunkach wykazała, że w przypadku stosunkowo słabo rozwiniętego rynku finansowego, z punktu widzenia oferowanych instrumentów inwestycyjnych, a także wysokie koszty towarzyszące realizowanym transakcjom, możliwości inwestycyjne dla krótkookresowych horyzontów czasowych ograniczają się w praktyce do lokat bankowych. Poprawa zarządzania środkami pieniężnymi stanowi istotny element budowy przewagi konkurencyjnej jednostki poprzez wzrost jej dochodów, przy istniejącym wyniku na podstawowej działalności operacyjnej. Polityka zarządzania środkami pieniężnymi w przedsiębiorstwie powinna być powiązana ze strategią funkcjonowania przedsiębiorstwa w sposób zapewniający realizację jej podstawowych założeń oraz winna być integralną częścią systemu finansowego jednostki. Optymalizacja procesów zarządzana zasobami przedsiębiorstwa stanowi źródło wewnętrzne budowy jego wartości oraz przewagi konkurencyjnej.

## LITERATURA

- Bień W., 1999, *Rynek papierów wartościowych*, Difin, Warszawa.
- Opler T., Pinkowitz L., Stulz R., Williamson R., 1999, *The determinants and implications of corporate cash holdings*, "Journal of Financial Economics", No. 52.
- Pietrzak B., Polański Z., Woźniak B. (red.), 2003, *System finansowy w Polsce*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Ross S.A., Westerfield R.W., Jordan B.D., 1999, *Finanse przedsiębiorstw*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa.

- Rutkowski A., 2003, *Zarządzanie finansami*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Sierpińska M., Wędzki D., 1997, *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Śpiewak T., 2008, *Zarządzanie środkami pieniężnymi w przedsiębiorstwie. Teoria i praktyka*, Wydawnictwo UR, Rzeszów.
- Ustawa z dn. 29 września 1994 r. o rachunkowości (DzU z 1994 r. nr 121, poz. 591 z późn. zm.).
- Wędzki D., 2002, *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków.

### *Streszczenie*

Warunkiem zapewnienia optymalnych warunków realizacji podstawowego celu funkcjonowania podmiotów gospodarczych, którym jest wzrost wartości firmy, jest realizacja odpowiedniej strategii zarządzania płynnością finansową przedsiębiorstwa. Podstawowym celem konstrukcji takiej strategii jest m.in. określenie stanu środków pieniężnych, który z jednej strony zapewniłby utrzymanie płynności, zaś z drugiej strony uwzględniłby kryterium maksymalizacji wartości kapitałów własnych przedsiębiorstwa. Poprawa zarządzania środkami pieniężnymi stanowi istotny element budowy przewagi konkurencyjnej jednostki poprzez wzrost jej dochodów, przy istniejącym wyniku na podstawowej działalności operacyjnej. Polityka zarządzania środkami pieniężnymi w przedsiębiorstwie powinna być powiązana ze strategią funkcjonowania przedsiębiorstwa w sposób zapewniający realizację jej podstawowych założeń oraz winna być integralną częścią systemu finansowego jednostki. Optymalizacja procesów zarządzana zasobami przedsiębiorstwa stanowi źródło wewnętrzne budowy jego wartości oraz przewagi konkurencyjnej. Odpowiedni wybór instrumentów inwestycyjnych alokacji krótkookresowych nadwyżek środków pieniężnych zwiększa rentowność przedsiębiorstwa, istnieje jednak konieczność zestawienia potencjalnych kosztów oraz przychodów wynikających z przeprowadzonych operacji. Strategia inwestycyjna winna uwzględniać specyficzny charakter zarządzania środkami pieniężnymi, którego konsekwencją jest na przykład ograniczony horyzont czasowy przeprowadzanych inwestycji nadwyżek środków pieniężnych. Zarządzanie gotówką powinno prowadzić do tworzenia innych jej form, by osiągnięte zostało swoiste optimum relacji płynność – rentowność środków pieniężnych przedsiębiorstwa, zgodnie z założeniami strategii zarządzania płynnością w ujęciu dochód – ryzyko. Celem niniejszego artykułu jest wskazanie wybranych aspektów konstrukcji strategii alokacji okresowych nadwyżek środków pieniężnych oraz analiza opłacalności najpopularniejszych inwestycji krótkookresowych.

*Słowa kluczowe:* finanse przedsiębiorstw, zarządzanie środkami pieniężnymi, model zarządzania środkami pieniężnymi, inwestycje przedsiębiorstw

## **Analysis of the Structure and Instruments of the Allocation of Surplus Funds of Enterprises in the Light of the Economic Transformation in Poland**

### *Summary*

The fundamental importance in business activity, especially in time of recession or stagnation, has liquidity management. Subject of the article is connected with the cash management. Cash management refers to a broad area of finance involving the collection, concentration, and disbursement of cash including measuring the level of liquidity, managing the cash balance and

short-term investments. The goal of cash management is to maintain the minimum cash balance that will provide the firm with sufficient liquidity and to enhance its profitability without exposing it to undue risk. Some models may be applied to the management of cash. The decisions covered by the models deal with the size and timing of transfers between the cash and marketable securities. The most important cash management problem concerns in which financial market instruments should the temporary excess funds be placed. This short-term investment decision necessitates the analysis of liquidity and rate of return. Only short-term investments meet the liquidity test, as long-duration instruments expose the investor to too much interest rate risk. The cash management should lead to creating other of cash forms so that a specific optimum of the relation liquidity-profitability of enterprise cash is reached. The purpose of this article is to point out some aspects of designing allocation strategy of periodic cash surpluses and the analysis of the profitability of the most popular short-term investment.

*Keywords:* company finance, corporate finance, corporate governance, corporate investment, financial statistics, firm, firm level.

JEL: G32