

## DYLEMATY ZWIĄZANE Z ZAGOSPODAROWYWANIEM NADWYŻEK ŚRODKÓW PIENIĘŻNYCH PRZEZ PRZEDSIĘBIORSTWA W POLSCE

Jacek Grzywacz

Państwowa Wyższa Szkoła Zawodowa w Płocku

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

Mariusz Lipski

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

**Abstrakt.** Celem opracowania jest ocena porównawcza możliwości, jakie w zakresie efektywnego inwestowania nadwyżek gotówkowych mają przedsiębiorstwa w Polsce oraz związanego z tym procesem ryzyka.

Osoby odpowiedzialne w przedsiębiorstwach za zagospodarowywanie nadwyżek gotówkowych mają różnorodne możliwości w zakresie inwestowania wolnych środków oraz zabezpieczenia płynności finansowej. Najczęściej stosowanym przez podmioty gospodarcze rozwiązaniem w dalszym ciągu pozostają lokaty bankowe, cechujące się niskim poziomem ryzyka, brakiem kosztów transakcyjnych, lecz również niskim poziomem rentowności. Należy jednak podkreślić, że depozyty na okres 1 miesiąca i dłuższy były w stanie w latach 2012–2014 przynieść dochód odsetkowy pokrywający poziom inflacji.

Szerokie spektrum możliwości oferują także inne instytucje finansowe, jednak w przypadku instrumentów pieniężnego i kapitałowego rynku należy liczyć się także z większym ryzykiem. Każdorazowo tego typu inwestycja powinna zostać poprzedzona odpowiednią analizą, gdyż jak pokazują przedstawione w opracowaniu doświadczenia ostatnich kilku lat, również inwestycje w instrumenty uchodzące w powszechnej opinii za bezpieczne, np. papiery dłużne uznanych emitentów czy też fundusze rynku pieniężnego, mogą wygenerować straty.

Korzystając z różnych rodzajów instrumentów finansowych, niezbędne jest także dokonanie dokładnej analizy kosztów transakcyjnych, które w przypadku podobnych rozwiązań mogą istotnie się różnić, wpływając tym samym istotnie na poziom rentowności danej inwestycji. Rozwiązaniem może być również

skorzystanie z usług podmiotu specjalizującego się zarządzaniem powierzonych środków, jednak tego typu rozwiązania wiążą się przeważnie z koniecznością posiadania większych kwot.

**Słowa kluczowe:** nadwyżki gotówkowe, przedsiębiorstwo, depozyty, instrumenty finansowe

## WSTĘP

Obserwowane w ostatnich latach zawirowania na rynkach finansowych oraz w sferze realnej sprawiają, że osobom odpowiedzialnym w przedsiębiorstwach za zarządzanie płynnością finansową coraz trudniej jest podejmować decyzje. Z racji spadku stóp procentowych szczególnie problematyczna staje się kwestia zagospodarowywania nadwyżek środków pieniężnych.

Celem niniejszego opracowania jest ocena porównawcza możliwości, jakie w zakresie efektywnego inwestowania nadwyżek gotówkowych mają przedsiębiorstwa w Polsce oraz związanego z tym procesem ryzyka. Odpowiednio prowadzona polityka w tym zakresie może skutkować dodatkowymi dochodami, jednocześnie jednak nieumiejętne postępowanie może wiązać się z zagrożeniem utraty części bądź wręcz całości zainwestowanych środków.

## NADWYŻKI ŚRODKÓW PIENIĘŻNYCH W PRZEDSIĘBIORSTWIE

Podstawową formą przechowywania zgromadzonej gotówki, a jednocześnie zabezpieczenia płynności finansowej przez przedsiębiorstwo są środki pieniężne utrzymywane w kasie bądź na rachunku bieżącym. Jednak fundusze przechowywane w ten sposób nie przynoszą żadnych dochodów bądź generują dochody odsetkowe na symbolicznym poziomie niepokrywającym inflacji, stąd też z punktu widzenia efektywnego zarządzania płynnością finansową ich poziom powinien być ograniczany do niezbędnego minimum. Sytuacji tej nie zmienia także ujemna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych, która pojawiła się w Polsce w drugiej połowie 2014 r. Konieczność aktywnego zarządzania środkami pieniężnymi w przedsiębiorstwie wynika również z faktu, że stanowią one źródło kosztów alternatywnych zarówno z uwagi na stopę zwrotu z inwestycji, jak i koszt pozyskania gotówki [Coyle 2000, Kremers 2015].

Jak zwracają uwagę M. Sierpińska i D. Wędzki, zarządzanie środkami pieniężnymi w przedsiębiorstwie powinno prowadzić do tworzenia innych ich form, tak aby uzyskać jak największe dochody przy jednoczesnym zachowaniu wymaga-



nego poziomu płynności finansowej oraz minimalizacji kosztów zaangażowania gotówki w przedsiębiorstwie [Sierpińska i Wędzki 1997].

Należy jednocześnie zaznaczyć, że optymalny poziom gotówki dla każdego przedsiębiorstwa powinien być wyznaczony indywidualnie i powinien wynikać m.in. z [Head i Watson 2001, Shim i Siegel 2006]:

- prognoz planowanych przepływów gotówkowych przedsiębiorstwa,
- sprawności, z jaką przedsiębiorstwo jest w stanie zarządzać swoimi przepływami gotówkowymi,
- zdolności jednostki do zamiany aktywów na gotówkę,
- zdolności zadłużeniowych przedsiębiorstwa oraz zawartych umów z bankami w zakresie kredytów w rachunku bieżącym,
- poziomu akceptowanego przez przedsiębiorstwo ryzyka,
- ogólnej kondycji finansowej i płynności przedsiębiorstwa.

Powyższe czynniki wskazują na istotność oraz wieloaspektowość procesu zarządzania środkami pieniężnymi przedsiębiorstwa oraz sposobów zagospodarowywania ich nadwyżek. Proces ten powinien być dopasowany do specyfiki danego przedsiębiorstwa.

## LOKATY BANKOWE

Jak dowodzi praktyka, najczęściej stosowaną formą zagospodarowania wolnych środków pieniężnych przez przedsiębiorstwa w Polsce są lokaty bankowe [Sierpińska i Wędzki 2008, Śpiewak 2008]. Potwierdzają to także dane Komisji Nadzoru Finansowego i Głównego Urzędu Statystycznego przedstawione w tabeli 1, gdzie zaprezentowano poziom depozytów przedsiębiorstw oraz wartość pozycji „inwestycje krótkoterminowe” w latach 2010–2014. Wprawdzie porównując obie wartości, należy pamiętać, że w strukturze aktywów przedsiębiorstw nie wszystkie depozyty ujęte są w ramach inwestycji krótkoterminowych, gdyż lokaty długoterminowe są ujmowane w aktywach długoterminowych (z obserwacji autorów wynika, że tego typu sytuacje zdarzają się jednak stosunkowo rzadko), jednak nawet uwzględniając powyższy fakt, można stwierdzić, że między analizowanymi pozycjami nie ma istotnej różnicy w ich wielkościach oraz że inne formy inwestowania środków pieniężnych przez przedsiębiorstwa są stosowane znacznie rzadziej.

Jako jedną z głównych przyczyn tego typu sytuacji należy wskazać kształt polskiego systemu finansowego, który ma charakter zbliżony do modelu kontynentalnego, tj. systemu z dominującą rolą banków jako instytucji pośredniczących w przepływie kapitału. Innym istotnym czynnikiem, który sprawia, że lokaty bankowe są dominującą formą inwestowania wolnych środków pieniężnych przez przedsiębiorstwa, jest fakt prowadzenia przez banki bieżącej obsługi rozliczeń



**TABELA 1.** Depozyty bankowe oraz „inwestycje krótkoterminowe” przedsiębiorstw w latach 2010–2014 [mln PLN]

Wyszczególnienie	2010	2011	2012	2013	2014
Lokaty bankowe przedsiębiorstw	182 781,3	205 964,9	191 260,1	209 732,6	229 404,7
„Inwestycje krótkoterminowe” przedsiębiorstw	211 962,8	227 088,7	208 415,3	223 997,9	246 165,8

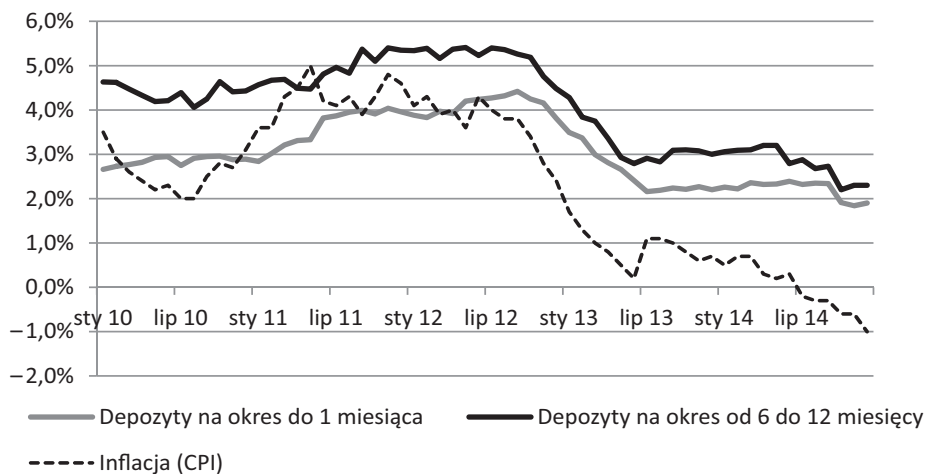
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Komisji Nadzoru Finansowego i Głównego Urzędu Statystycznego dostępnych na portalach internetowych [www.knf.gov.pl](http://www.knf.gov.pl) oraz [www.stat.gov.pl](http://www.stat.gov.pl) (dostęp 01.07.2015).

pieniężnych, co sprawia, że instytucje te są naturalnym partnerem dla podmiotów gospodarczych w prowadzonej przez nie polityce finansowej.

Depozyty bankowe cechuje w praktyce pewny dochód w postaci odsetek oraz bardzo niski poziom ryzyka utraty zdeponowanych środków. Teoretycznie sytuacja taka jest możliwa wyłącznie w przypadku upadłości banku, w którym środki zostały zdeponowane, jednak w praktyce w Polsce w ostatnich latach nie dochodziło do tego typu zdarzeń i mimo zawirowań na międzynarodowych rynkach finansowych kondycja polskiego sektora bankowego jest stabilna [Raport o sytuacji... 2015]. Ponadto środki zdeponowane w bankach podlegają całkowitej bądź częściowej (w zależności od kwoty depozytu) ochronie w Bankowym Funduszu Gwarancyjnym. Istotnym argumentem jest również fakt, że większość banków (w szczególności największe jednostki) posiada oceny ratingowe nadane im przez agencje. W sytuacji pogorszenia się sytuacji danej instytucji tendencje te odzwierciedlane są w jej ocenach. Niemniej jednak do wyboru banku, szczególnie w obliczu niestabilnego otoczenia, należy podchodzić z należytą starannością i uwagą.

Poziom oprocentowania lokat uzależniony jest od licznych czynników. Zazwyczaj wzrasta on wraz z kwotą depozytu, jak również z okresem jego trwania [Bień 2011]. Założenie depozytu terminowego wymaga jednak rezygnacji z dysponowania środkami przez określony z góry termin. W przypadku zaistnienia nieprzewidzianej uprzednio potrzeby zadysponowania gotówką przed upływem terminu lokaty możliwe jest wcześniejsze wycofanie zdeponowanych środków, jednak z reguły wówczas traci się prawo do odsetek całkowicie bądź częściowo.

Jak ilustruje rysunek w latach 2010–2014 zdarzały się okresy, gdy poziom oprocentowania środków deponowanych przez przedsiębiorstwa na okres do 1 miesiąca nie przekraczał poziomu inflacji. Tym samym zakładając tego typu lokaty, przedsiębiorstwo jedynie minimalizowało wielkość utraty realnej wartości zgromadzonych środków. Sytuacja wygląda nieco lepiej w przypadku środków deponowanych na okres przynajmniej półroczny, gdzie praktycznie w prawie całym analizowanym okresie oferowane przez banki oprocentowanie przekraczało poziom inflacji. Jako korzystną można scharakteryzować także sytuację od pierwszej połowy 2012 r., kiedy to oprocentowanie dla nowych depozytów w ramach



**RYSUNEK** Oprocentowanie nowych depozytów złotych dla przedsiębiorstw zakładanych na okres do 1 miesiąca, depozytów zakładanych na okres od 6 do 12 miesięcy oraz inflacji

Źródło: Opracowanie własne na podstawie informacji zawartych na portalu internetowym Narodowego Banku Polskiego [www.nbp.pl](http://www.nbp.pl) (dostęp 01.07.2015).

obu analizowanych grup kształtowało się na wyższym poziomie niż inflacja. Wynikało to w głównej mierze z szybkiego tempa spadku inflacji przy jednocześnie wolniejszym obniżaniu poziomu oprocentowania dla nowych depozytów przez banki (w obawie przed utratą klientów banki zmniejszały poziom oprocentowania depozytów w wolniejszym tempie niż postępował spadek inflacji).

Ciekawą propozycją dla przedsiębiorstw jest lokata *overnight* (O/N), która jest otwierana na koniec dnia i trwa do następnego dnia roboczego. Zastosowanie tego instrumentu umożliwia poprawę efektywności zarządzania wolnymi środkami pieniężnymi przedsiębiorstwa bez szkody dla jego płynności finansowej. Środki przesuwane są na koniec dnia na lokatę, a w godzinach porannych następnego dnia roboczego ponownie są księgowane na rachunku bieżącym klienta [Folga 2009].

Oprocentowanie lokat *overnight* jest wyższe niż rachunku bieżącego, jednocześnie jednak z racji bardzo krótkiego okresu trwania depozytu jest ono znacząco niższe niż w przypadku instrumentów wymagających zdeponowania środków na dłuższy okres. Poziom oprocentowania depozytów O/N zazwyczaj nie osiąga więc poziomu inflacji, przez co depozyty tego typu jak wspomniano wcześniej nie są w stanie zneutralizować negatywnych skutków utraty wartości przez pieniądź w czasie, a jedynie je minimalizować.

Jeżeli chodzi o lokaty na dłuższe terminy, to do ich zalet należy zaliczyć brak kosztów transakcyjnych, gdyż jeśli lokata zakładana jest w banku, w którym



prowadzony jest rachunek bieżący przedsiębiorstwa, nie są ponoszone żadne dodatkowe koszty. Ponadto jak przedstawiono wcześniej, po upływie terminu lokaty przedsiębiorstwo ma natychmiastowy dostęp do środków pieniężnych. Dostęp ten jest także możliwy w dowolnym momencie trwania lokaty, przy czym utracie podlegają korzyści odsetkowe. Wśród wad tego rodzaju inwestycji nadwyżek gotówkowych należy wymienić narażanie się na dwa rodzaje kosztów. Pierwszy z nich dotyczy znaczącego ograniczenia stopy zwrotu w przypadku wcześniejszego zerwania lokaty, co może spowodować zwiększenie zapotrzebowania na środki pieniężne w okresie kapitalizacji. Drugi jest efektem pominięcia w procesie wyboru przedmiotu inwestycji alternatywnych możliwości dla lokat bankowych sposobów lokowania środków pieniężnych, do których zaliczane są instrumenty rynku pieniężnego bądź kapitałowego [Śpiewak 2008].

## **INSTRUMENTY RYNKU PIENIĘŻNEGO I KAPITAŁOWEGO JAKO FORMA ZAGOSPODAROWANIA NADWYŻEK GOTÓWKOWYCH**

Jak pokazała analiza oprocentowania depozytów zakładanych przez przedsiębiorstwa w bankach, poziom otrzymywanych odsetek w ostatnich dwóch latach uległ obniżeniu. Sytuacja ta coraz częściej skłania osoby odpowiedzialne za zagospodarowywanie wolnych środków pieniężnych do poszukiwania innych rozwiązań. Alternatywną formą inwestowania nadwyżek gotówkowych jest wykorzystanie instrumentów pieniężnego i kapitałowego rynku.

Sytuacja ta może jednak wzbudzać pokusę, aby „poprawić” generowane wyniki na działalności operacyjnej poprzez aktywność na poziomie działalności finansowej, inwestując środki w instrumenty umożliwiające wyższą stopę zwrotu, jednak cechujące się również wyższym poziomem ryzyka. Tego typu działania można uznać za akceptowalne pod warunkiem bardzo dobrej znajomości specyfiki poszczególnych instrumentów finansowych ze strony osób odpowiedzialnych za dokonywanie transakcji, jak również świadomości odnośnie skali wiążącego się z nimi ryzyka, tym bardziej, że ostatnie lata (a w szczególności lat 2008 i 2009) pokazują, że możliwe są również straty w przypadku inwestycji w instrumenty uchodzące w powszechnej opinii za bezpieczne.

Informacje odnośnie sposobu inwestowania nadwyżek gotówkowych są istotne również dla interesariuszy przedsiębiorstwa (właścicieli, banków, obligatariuszy).

Do kluczowych czynników, jakie powinny być uwzględnione przy alokowaniu wolnych środków pieniężnych w instrumenty pieniężnego i kapitałowego rynku, należy zaliczyć:

- płynność (zbywalność) instrumentu,



- ryzyko niewykupienia (ryzyko kredytowe wynikające z kondycji drugiej strony kontraktu),
- oczekiwaną rentowność inwestycji,
- ryzyko utraty początkowej kwoty zainwestowanych środków.

Różnorodność oferowanych przez sektor finansowy rozwiązań powoduje, że przedsiębiorstwa mają możliwość doboru instrumentów dopasowanych do swoich potrzeb i oczekiwań, zarówno w przypadku inwestycji na bardzo krótkie terminy, np. kilka dni, jak i na dłuższe okresy. Warto jednak podkreślić, że tego typu decyzja powinna być zawsze poprzedzona odpowiednią analizą, gdyż nawet inwestycje w instrumenty uchodzące w powszechnej opinii jako bezpieczne, mogą nie przynieść oczekiwanej stopy zwrotu.

Ciekawą propozycję w omawianym kontekście stanowią instrumenty dłużne, których zaletą w stosunku do lokat bankowych jest fakt, że wyjście z inwestycji przed terminem wykupu danego papieru nie musi oznaczać jednoczesnej utraty całości naliczonych odsetek.

W tej grupie instrumentów, obok papierów skarbowych cechujących się bardzo niskim poziomem ryzyka – jednak również niski poziom rentowności, zbliżonym do lokat bankowych – warto zwrócić uwagę na instrumenty nieskarbowe. Ten segment polskiego systemu finansowego dynamicznie rozwija się w ostatnich latach, do czego w istotny sposób przyczyniło się m.in. utworzenie 30 września 2009 r. rynku instrumentów dłużnych o nazwie Catalyst.

Na koniec 2014 r. wartość rynku nieskarbowych instrumentów dłużnych kształtowała się na poziomie ok. 120 mld PLN. Dla porównania na koniec 2008 r. był to poziom wynoszący zaledwie 45 mld PLN [Rating & Rynek...2014]. Jednak mimo tak dynamicznego wzrostu wartości, segment nieskarbowych instrumentów dłużnych w dalszym ciągu jest kilkukrotnie mniejszy niż segment dłużnych instrumentów skarbowych.

W tabeli 2 przedstawiono poziom oprocentowania wybranych emisji obligacji notowanych na Catalyst.

Jak dowodzą dane zawarte w tabeli 2, poziomy odsetek, jakie oferują emitenci, są istotnie wyższe niż w przypadku depozytów. Ich skala zależy w głównej mierze od standingu finansowego emitenta oraz tenoru danego instrumentu.

Mimo że w powszechnej opinii nieskarbowe instrumenty dłużne są instrumentami o dosyć niskim poziomie ryzyka, dynamiczny rozwój tego segmentu rynku w ostatnich latach spowodował, że wśród emitentów można znaleźć także podmioty o słabszej kondycji ekonomiczno-finansowej. W efekcie można wskazać sytuacje, kiedy to emitenci nie zdołali wypełnić na czas swoich obowiązków (wykupić obligacji bądź zapłacić kuponu odsetkowego). W przypadku rynku Catalyst pierwszym tego typu zdarzeniem był problem wykupu obligacji w czerwcu 2011 r. przez spółkę Anti. Wprawdzie wartość wyemitowanych obligacji wynosiła



**TABELA 2.** Oprocentowanie wybranych obligacji notowanych na Catalystr

Wybrane obligacje o stałym oprocentowaniu	
Emitent	Oprocentowanie w skali roku
EkoPaliwa Chełm Sp. z o.o.	15,00%
Nordic Development S.A.	12,00%
ZM Mysław S.A.	11,00%
Eurocent S.A.	10,00%
OT Logistics S.A.	6,50%
PCC Rokita S.A.	5,50%
Miasto Stołeczne Warszawa	5,35%
Getin Noble Bank S.A.	4,00%
Wybrane obligacje o zmiennym oprocentowaniu	
Emitent	Oprocentowanie nominalne
Uniserv-Piecbud Sp. z o.o.	WIBOR 6M + 6,50%
Uboat Line S.A.	WIBOR 3M + 6,00%
BEST S.A.	WIBOR 6M + 4,70%
Atal S.A.	WIBOR 6M + 5,00%
ROBYG S.A.	WIBOR 6M + 4,00%
Połączyn Zdrój	WIBOR 6M + 3,00%
BS Ostrów Mazowiecka	WIBOR 6M + (3,50 – 4,00%)
PKN Orlen S.A.	WIBOR 6M + 1,50%
Elbląg	WIBOR 6M + 1,30%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie informacji zawartych na portalu internetowym Catalystr [www.gpwcatalystr.com.pl](http://www.gpwcatalystr.com.pl) (dostęp 08.07.2015).

zaledwie 2840 tys. PLN, jednak zdarzenie to odbiło się negatywnie na sposobie postrzegania instrumentów dłużnych. Kolejne przykłady niewywiązania się emitentów z zobowiązań wynikających z tytułu obsługi wyemitowanych przez nich papierów to: Zakłady Produkcji Spożywczej Krzętle Sp. z o.o., Polsport Group Sp. z o.o., Budostal-5 S.A., Religa Development S.A., Dolnośląskie Surowce Skalne S.A. czy też Fojud S.A. [Pawłowski 2013].

Należy także zaznaczyć, że problemy z obsługą wyemitowanego zadłużenia zdarzają się również dużym podmiotom. Jako przykład w powyższym zakresie może posłużyć spółka PBG S.A. oraz jej podmiot zależny Hydrobudowa Polska S.A., tworzące wraz z innymi podmiotami jedną z największych w Polsce grup budowlanych ([www.pbg-sa.com.pl](http://www.pbg-sa.com.pl)). To zdarzenie, jak również ujawnienie podobnych problemów u innych podmiotów z tej branży (np. Polimex-Mostostal S.A.), spowodowało wiele negatywnych reperkusji na rynku. Po tym fakcie potencjalni inwestorzy zaczęli prezentować większą awersję do ryzyka związanego z tego typu instrumentami, w efekcie czego oczekiwali znacznie większej rentowności [Bednarek i Sudak 2012].



Innym zdarzeniem, które negatywnie odbiło się na postrzeganiu tego typu instrumentów i rynku, było postępowanie upadłościowe w przypadku jednego z największych w Polsce deweloperów, tj. spółki Gant Development S.A. [Gwóźdź 2015].

Omawiając kwestię jakości emitowanych instrumentów, należy podkreślić rolę instytucji finansowych odpowiedzialnych za organizację i przeprowadzenie emisji, bowiem to także na nich spoczywa odpowiedzialność za jakość oferowanych instrumentów. Im lepszy będzie dobór emitentów i rzadziej będą zdarzały się sytuacje, gdy nie będą wypełniane zobowiązania wobec obligatariuszy, tym większym zainteresowaniem inwestorów będą cieszyły się nieskarbowe instrumenty dłużne.

Wsparcie w zakresie oceny ryzyka związanego z inwestycją w instrumenty danego emitenta stanowią ratingi nadawane przez agencje ratingowe. Wprowadzenie instytucja ratingu nie jest w Polsce tak popularna jak w Europie Zachodniej czy Stanach Zjednoczonych, a jej wiarygodność poddawana jest ostatnio pod wątpliwość, mimo tego w ostatnich latach coraz większa grupa emitentów decyduje się na zamówienie oceny.

Kolejną grupą instrumentów, jakie mogą być wykorzystane w omawianym procesie, są akcje spółek notowanych na GPW. Z racji swojego udziałowego charakteru oraz wynikającej z tego dużej zmienności notowań inwestycje w te instrumenty mogą przynieść straty, a przez to mieć negatywny wpływ na wyniki generowane przez przedsiębiorstwo w zakresie jego podstawowej działalności operacyjnej i tym samym spowodować negatywne postrzeżenie przez dawców kapitału, np. banki, obligatariuszy, którzy z racji dodatkowego ryzyka z tytułu większej nieprzewidywalności osiągniętych wyników będą oczekiwali wyższej stopy zwrotu z tytułu pożyczania przedsiębiorstwu środków. Z tego powodu te instrumenty są rzadko stosowane jako rezerwa płynności finansowej. Nie oznacza to jednak, że te instrumenty nie mogą być wykorzystywane w procesie zarządzania płynnością finansową przedsiębiorstwa. Mogą one być stosowane jako jeden z elementów zagospodarowywania nadwyżek gotówkowych przez przedsiębiorstwa (niedominujący) przy inwestycjach o dłuższym tenorze oraz sformułowanej przez przedsiębiorstwo strategii inwestycyjnej, jak również akceptowalnej skali inwestycji w stosunku do skali działalności danego podmiotu. Istotną korzyścią dla przedsiębiorstwa w omawianym zakresie mogą być również otrzymywane dywidendy.

Interesującą formą inwestycji wolnych środków pieniężnych przedsiębiorstwa mogą być fundusze inwestycyjne. Wartość aktywów netto tej grupy instrumentów na koniec 2014 r. wynosiła 208,9 mld PLN (189,3 mld PLN na koniec 2013 r.), (www.izfa.pl). Wśród licznych ich zalet, do których należy zaliczyć m.in.: profesjonalne zarządzanie, dywersyfikację portfela inwestycji, możliwość zainwe-



stowania dowolnej sumy w dowolnym czasie, możliwość częściowego spieniężenia inwestycji [Madura 2008, Pastusiak 2010]. Szczególnie istotnym czynnikiem w przypadku otwartych funduszy inwestycyjnych, w kontekście niniejszej analizy, jest brak konieczności definiowania okresu, na jaki inwestowane są środki, i możliwość wyjścia z inwestycji w dowolnym momencie.

**TABELA 3.** Stopy zwrotu pięciu najzyskowniejszych oraz pięciu najslabszych funduszy inwestycyjnych w 2014 r.

Pięć najzyskowniejszych funduszy w 2014 r.	Stopa zwrotu [%]
UniAkcje Turcja	34,50
Arka BZ WBK Akcji Tureckich	34,30
Inwestor Turcja	31,80
Caspar Akcji Tureckich	10,80
Pioneer Akcji Amerykańskich	28,50
Pięć funduszy, które w 2014 r. przyniosły największe straty	
Quercus Rosja	-43,50
Arka Prestiż Akcji Rosyjskich	-31,20
Investor Rosja	-29,20
Pioneer Akcji Europy Wschodniej	-25,70
Eques Aktywnej Alokacji	-22,00

Źródło: Expander Advisors, opracowanie pobrane z portalu internetowego [www.finance.egospodarka.pl](http://www.finance.egospodarka.pl) (dostęp 02.07.2015).

Zaprezentowane w tabeli 3 dane dowodzą, że inwestycje w fundusze inwestycyjne mogą okazać się inwestycją z wysokim poziomem rentowności, jak również przynoszącą straty. Kluczowym czynnikiem jest rodzaj funduszu (np.: rynku pieniężnego, gotówkowe, obligacyjne, mieszane, akcyjne).

Szczególnie interesujące z punktu widzenia przedsiębiorstw są fundusze rynku pieniężnego, określane również jako gotówkowe. Ich cechą charakterystyczną jest fakt, iż inwestują kapitały swoich uczestników w instrumenty dłużne o terminie zapadalności nie przekraczającym 12 miesięcy. Fundusze te, podobnie jak instrumenty, które znajdują się w ich portfelach, cechują się bardzo dużą płynnością oraz małym lub zerowym ryzykiem inwestycyjnym, a tym samym stabilnym dochodem o umiarkowanej wielkości [Gabryelczyk 2006]. Warty podkreślenia jest także fakt, że w przypadku tej grupy funduszy, niektóre z nich oferują stosunkowo szybki przelew środków na rachunek klienta w sytuacji umorzenia jednostek uczestnictwa, co może być szczególnie istotne dla przedsiębiorstwa inwestującego swoje wolne środki pieniężne na bardzo krótkie okresy.

Tym samym fundusze gotówkowe i rynku pieniężnego wyodrębniają grupę funduszy o zbliżonej polityce inwestycyjnej, cechujących się bardzo dużym bez-

pieczeństwem zainwestowanych środków, stąd nazwy te często stosowane są zamiennie. Cieniem na tak sformułowany profil instrumentów kładą się jednak zdarzenia z ostatnich lat, kiedy to fundusze musiały przeliczyć wartość instrumentów wyemitowanych przez spółki, które ogłosiły upadłość, np. z Grupy Kapitałowej PBG. Zdarzenie to spowodowało, że wyceny niektórych z funduszy gotówkowych jednego dnia zmniejszyły się o kilka procent, niwelując tym samym zysk wypracowany wcześniej przez kilka bądź nawet kilkanaście miesięcy [Morbiato 2012b].

Wartym przytoczenia jest także przykład funduszu Idea Premium utworzonego i zarządzanego przez Idea TFI. Fundusz ten z założenia o charakterze gotówkowym, przedstawiany był jako alternatywa dla przedsiębiorstw w zakresie zarządzania płynnością finansową. Z uwagi jednak na nietrafione inwestycje, m.in. w papiery przedsiębiorstw z branży budowlanej, i w efekcie dużą liczbę zleceń odkupienia jednostek uczestnictwa, w czerwcu 2012 r. zmuszony był zawiesić wycenę oraz rozłożyć wypłatę środków z tytułu umarzanych jednostek na raty [Morbiato 2012a, Fryc 2013]. Sytuacja ta była efektem kumulacji kilku czynników: wspomnianej wcześniej niedojrzałości rynku nieskarbowych instrumentów dłużnych, błędów poczynionych przez zarządzających oraz skumulowanych wypłat uczestników.

Zdarzenie to pokazuje, że dokonując inwestycji w fundusze inwestycyjne, mniej należy kierować się dotychczasowymi wynikami, a bardziej profilem danego funduszu. Dokładna wiedza w zakresie możliwych inwestycji danego funduszu jest w tym przypadku niezbędna, po to aby ograniczyć ryzyko nietrafionych inwestycji.

Pozostałe rodzaje otwartych funduszy inwestycyjnych mogą zaoferować wyższą stopę zwrotu przy jednocześnie wyższym poziomie ryzyka. Ich dobór uzależniony jest od preferencji danego przedsiębiorstwa. W przypadku certyfikatów inwestycyjnych funduszy zamkniętych należy zwrócić uwagę, że fundusze te są powoływane na określony okres czasu, a możliwość wyjścia przed tym terminem jest często ograniczona. Alternatywą w tym zakresie może być sprzedaż nabytych certyfikatów na GPW.

Wśród wartych rozważenia rozwiązań w zakresie zarządzania wewnętrzną rezerwą płynności przedsiębiorstwa można wskazać także powierzenie wolnych środków (w przypadku trwałych nadwyżek przedsiębiorstwa) w zarządzanie wyspecjalizowanemu podmiotowi, np. przedsiębiorstwu świadczącemu usługi maklerskie bądź towarzystwu funduszy inwestycyjnych. Powyższe rozwiązanie powoduje jednak wzrost kosztów w zakresie zarządzania tym procesem, a także utratę bezpośredniej kontroli nad dokonywanymi inwestycjami. Usługi tego typu są w rzeczywistości zarezerwowane głównie dla największych podmiotów gospodarczych.



## WNIOSKI

Jak wskazuje przeprowadzona analiza, osoby odpowiedzialne w przedsiębiorstwach za zagospodarowywanie nadwyżek gotówkowych mają różnorodne możliwości w zakresie inwestowania wolnych środków oraz zabezpieczenia płynności finansowej. Najczęściej stosowanym przez podmioty gospodarcze rozwiązaniem w dalszym ciągu pozostają lokaty bankowe cechujące się niskim poziomem ryzyka, brakiem kosztów transakcyjnych, lecz również małą rentownością. Należy jednak podkreślić, że depozyty na okres 1 miesiąca i dłuższy były w stanie w latach 2012–2014 przynieść dochód odsetkowy pokrywający poziom inflacji. Szerokie spektrum możliwości oferują także inne instytucje finansowe, jednak w przypadku instrumentów pieniężnego i kapitałowego rynku należy liczyć się także z większym ryzykiem. Każdorazowo tego typu inwestycja powinna zostać poprzedzona odpowiednią analizą, gdyż jak pokazują przedstawione w opracowaniu przykłady, również inwestycje w instrumenty uchodzące w powszechnej opinii za bezpieczne, np. papiery dłużne uznanych emitentów czy też fundusze rynku pieniężnego, mogą wygenerować straty. Korzystając z różnych rodzajów instrumentów finansowych, niezbędne jest także dokonanie dokładnej analizy kosztów transakcyjnych, które w przypadku podobnych rozwiązań mogą istotnie się różnić, wpływając tym samym istotnie na poziom rentowności danej inwestycji. Rozwiązaniem wartym rozważenia w omawianym kontekście może być również skorzystanie z usług podmiotu specjalizującego się w zarządzaniu powierzonymi środkami, jednak tego typu rozwiązania wiążą się przeważnie z koniecznością posiadania większych kwot.

## Spis literatury

- BEDNAREK M., SUDAK I. 2012: Budowlanka zatrzęsa rynkiem obligacji, „Gazeta Wyborcza”, 18.07.2012.
- BIEŃ W. 2011: Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa, Difin, Warszawa.
- COYLE B. 2000: Cash Flow Forecasting and Liquidity, CIB Publishing. Chartered Institute of Bankers, Kent.
- FOLGA J. 2009: Zarządzanie majątkiem obrotowym [w:] Nowoczesne zarządzanie finansami przedsiębiorstwa (red.) A. Bielawska, Wydawnictwo C.H.Beck, Warszawa.
- FRYC J. 2013: Idea Premium zaczyna od nowa, „Puls Biznesu”, 18.03.2013.
- GABRYELCZYK K. 2006: Fundusze inwestycyjne: rodzaje, zasady funkcjonowania, efektywność, Oficyna Ekonomiczna, Kraków.
- GWÓŹDŹ A. 2015: Upadłość Gant Development – ciąg dalszy historii, [www.obligacje.pl](http://www.obligacje.pl), 01.07.2015.



- HEAD A., WATSON D. 2001: Corporate Finance: principles and practice, Pearson Education Limited, London.
- KREMERS K. 2015: Focus on Liquidity Management: Maximising Growth Opportunities, www.gtnews.com, 16.10.2015.
- MADURA J. 2008: Financial Institutions and Markets, Thomson Learning, Mason.
- MORBIATO J. 2012a: 14 procent straty w jeden dzień, „Parkiet” 17.09.2012.
- MORBIATO J. 2012b: Fundusze walczą o odzyskanie pieniędzy inwestorów, „Parkiet” 19.06.2012.
- PASTUSIAK R. 2010: Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym: operacje giełdowe rynku publicznego i niepublicznego, CeDeWu, Warszawa.
- PAWŁOWSKI J. 2013: Rynek obligacji oraz ryzyko inwestycji w jego instrumenty na przykładzie rynku Catalyst [w:] Banki, przedsiębiorstwa i społeczeństwo w warunkach niepewności (red.) J. Grzywacz, S. Kowalski, Wydawnictwo PWSZ w Płocku, Płock.
- Raport o sytuacji banków w 2014 r. Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa 2015.
- Rating & Rynek, Fitch Polska 12/2014, 31.12.2014.
- SHIM J.K., SIEGEL J.G. 2006: Dyrektor finansowy, Oficyna Ekonomiczna, Kraków.
- 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 Uniwersytetu Rzeszowskiego, Rzeszów.

### **DILEMMAS RELATED TO INVESTMENTS OF CASH SURPLUSES BY COMPANIES IN POLAND**

**Abstract.** The aim of the article is a comparative assessment of the possibilities related to effective investments of cash surpluses by companies in Poland and the risk connected with this process.

Heads responsible in companies for investments of cash surpluses have a wide range of possibilities to invest in different financial instruments and to secure financial liquidity. The most popular solution among business entities all the time are banking deposits which are distinguished by low risk profile, lack of transaction costs but also offering low return on investment. Nevertheless, deposits for one month and longer were able in the years 2012–2014 to generate interests exceeding inflation.

Wide range of possibilities is offered by other financial institutions than banks but in case of the money market and capital market instruments higher risk should be taken into account. Each time such an investment should be previously analyzed, because as it is described in the article, also investments in commonly perceived as low risk profile instruments, i.e. debt securities of blue chips or money market funds, can generate losses.



A developed analysis of transaction costs in such instruments is also necessary. Even in the case of similar instruments the costs can be different, changing this way significantly level of profitability of the investment. Also services of asset management companies should be taken into consideration but the solution needs significant amounts of cash.

**Key words:** cash surpluses, company, deposits, financial instruments

