

Katarzyna Prędkiewicz

Akademia Ekonomiczna we Wrocławiu

ZARZĄDZANIE ŚRODKAMI PIENIĘŻNYMI W MIKROPRZEDSIĘBIORSTWACH*

1. Wstęp

Literatura z zakresu zarządzania MSP uwagę skupia głównie na źródłach finansowania działalności. Powszechnie znane są problemy małych przedsiębiorstw z pozyskaniem kapitałów na finansowanie fazy założycielskiej i rozwoju ich działalności. Paradoksalnie ograniczenia te prowadzą do utrzymywania przez mikroprzedsiębiorstwa wyższego stanu środków pieniężnych w porównaniu z przedsiębiorstwami średnimi i małymi. Z przeprowadzonych badań wynika, że mikroprzedsiębiorstwa charakteryzują się wyższym udziałem środków pieniężnych w aktywach i wyższymi wskaźnikami płynności natychmiastowej. Jednocześnie te same badania dowodzą, że nadwyżki środków pieniężnych nie są w żaden sposób zagospodarowywane (lokowane) w przedsiębiorstwach zarówno mikro, jak i małych.

Celem artykułu jest identyfikacja przyczyn utrzymywania przez mikroprzedsiębiorstwa wyższego poziomu środków pieniężnych oraz analiza możliwości efektywnego lokowania ich nadwyżek finansowych.

2. Wyniki badań empirycznych

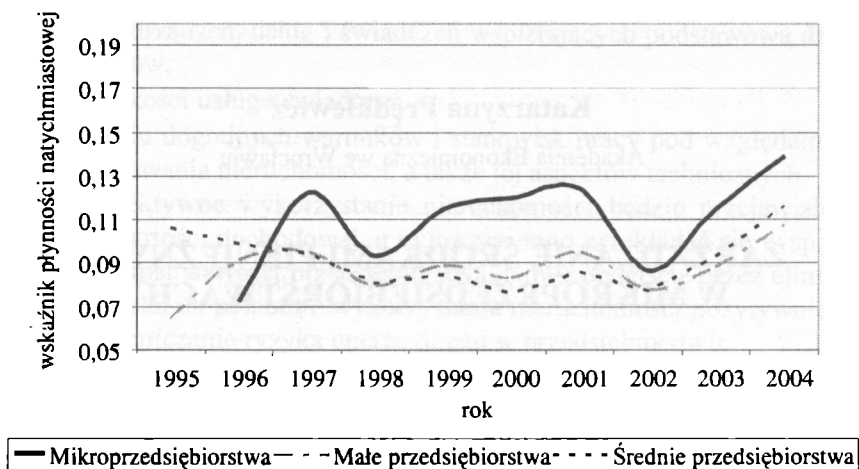
Badania zostały przeprowadzone na podstawie sprawozdań finansowych obejmujących 10 lat (1995-2004) przedsiębiorstw z sektora MSP¹. Liczba badanych firm dla poszczególnych lat kształtowała się następująco: 1995 r. – 863, 1996 r. – 2131, 1997 r. – 3309, 1998 r. – 5109, 1999 r. – 7302, 2000 r. – 8581, 2001 r. – 11 881, 2002 r. – 11 968, 2003 r. – 13 654, 2004 r. – 12 241.

W toku prowadzonych analiz wskaźników płynności finansowej w trzech grupach: mikro, małych i średnich przedsiębiorstw zaobserwowano, że wskaźnik

* Badania naukowe finansowane z grantu promotorskiego.

¹ Baza TEGIEL opracowana przez Wywiadownię Gospodarczą InfoCredit.

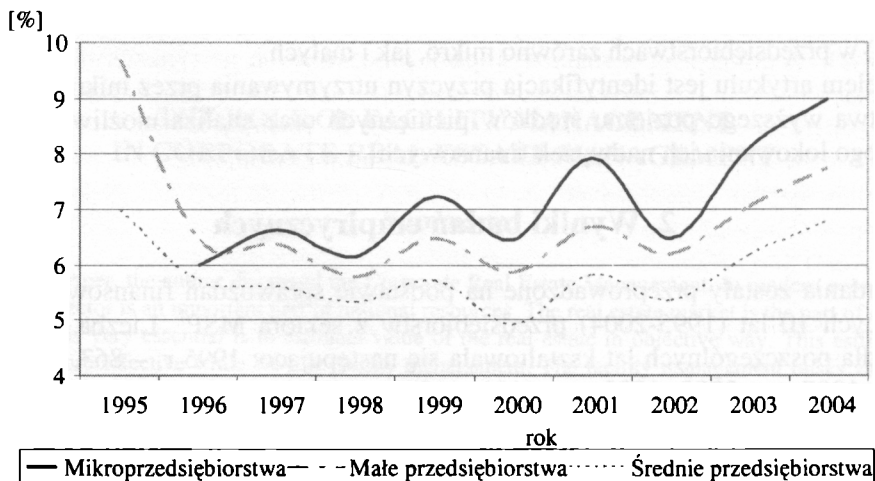
płynności natychmiastowej (zarówno średnia, jak i mediana) jest najwyższy w mikroprzedsiębiorstwach (rys. 1).



Rys. 1. Wskaznik płynności natychmiastowej MSP – mediana

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych InfoCredit.

Sprawdzono również udział środków pieniężnych w aktywach w trzech badanych grupach. Okazało się, że mikroprzedsiębiorstwa nie tylko utrzymują najwyższy poziom środków pieniężnych w stosunku do zobowiązań, ale także do aktywów ogółem (rys. 2).



Rys. 2. Udział środków pieniężnych w aktywach; średnia arytmetyczna

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych InfoCredit.

Równocześnie udział pozostałych krótkoterminowych aktywów finansowych (akcji, innych papierów wartościowych, udzielonych pożyczek itd.) w aktywach, po odrzuceniu obserwacji nietypowych, wyniósł 0%. Oznacza to, że zdecydowana większość przedsiębiorstw z sektora MSP nie lokuje nadwyżek finansowych.

3. Przyczyny powstawania nadwyżek finansowych w mikroprzedsiębiorstwach

Pewien poziom środków pieniężnych na rachunkach bankowych oraz w formie gotówki jest niezbędny do prawidłowego funkcjonowania przedsiębiorstwa. W literaturze przedmiotu wymienia się trzy motywy utrzymywania środków pieniężnych: transakcyjny, ostrożnościowy oraz spekulacyjny [Sierpińska, Wędzki 1999, s. 220]. Motyw transakcyjny wiąże się z finansowaniem potrzeb bieżących. Motyw ostrożnościowy wynika z ryzyka gospodarowania. Nawet najdokładniejsze prognozy przepływów pieniężnych są obciążone ryzykiem. Przyjmuje się, że jeśli podmiot gospodarczy może szybko pozyskać kredyt, to zasób środków pieniężnych może być niższy. Mikroprzedsiębiorstwa, jak już wspomniano, mają utrudniony dostęp do kapitału obcego, jednocześnie często działają na innowacyjnych rynkach, w niszach rynkowych, na których trudno przewidzieć wielkość sprzedaży, a co za tym idzie – dokładnie zaplanować przepływy pieniężne. W związku z tym zmuszone są do utrzymania wyższego poziomu środków pieniężnych.

Wielkość zasobów pieniężnych utrzymywanych w celach spekulacyjnych – w przeciwieństwie od potrzeb transakcyjnych bądź ostrożnościowych – jest zależna od poziomu stopy procentowej. W okresie wysokiego poziomu stopy procentowej duże przedsiębiorstwa starają się minimalizować wielkość posiadanych zasobów pieniądza, przeznaczając określony dochód na zakup krótkoterminowych papierów dłużnych. Natomiast przy niskich stopach procentowych na rynkach finansowych przedsiębiorstwa utrzymują zasoby środków pieniężnych, gdyż koszty utraconych możliwości są relatywnie niskie. Okazuje się, że również w mikroprzedsiębiorstwach występuje pewna relacja pomiędzy średnim poziomem stopy procentowej a udziałem środków pieniężnych w aktywach. Wrażliwość mikroprzedsiębiorstw na poziom stopy procentowej jest nawet silniejsza niż w przedsiębiorstwach małych i średnich (tab. 1).

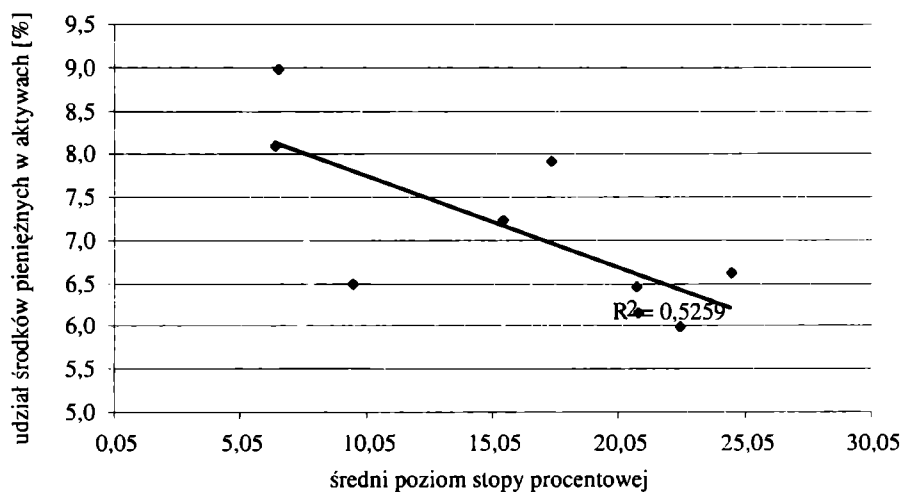
Tabela 1. Współczynnik korelacji pomiędzy udziałem środków pieniężnych w aktywach a średnią stopą procentową

Wielkość przedsiębiorstwa	Mikroprzedsiębiorstwa	Małe przedsiębiorstwa	Średnie przedsiębiorstwa
Współczynnik korelacji	-73%	-67%	-62%

Źródło: opracowanie własne.

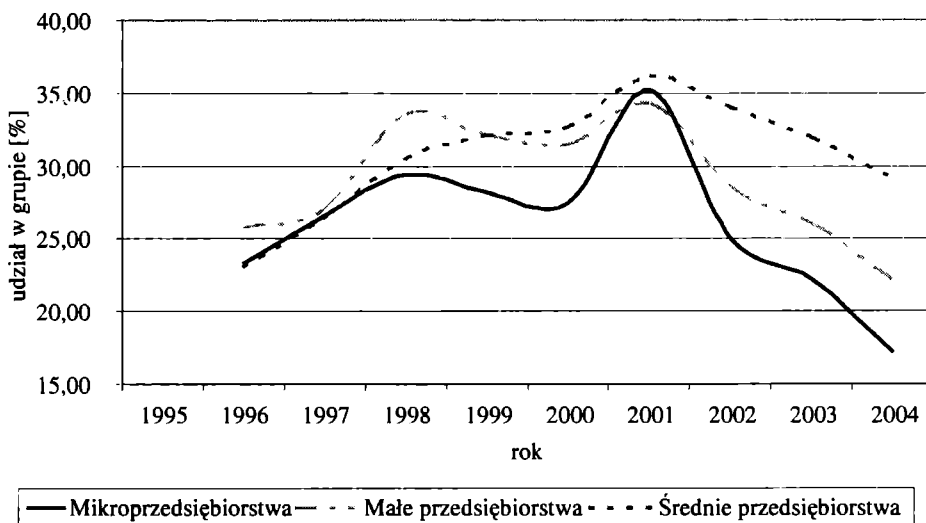
Współczynnik korelacji jest ujemny, co oznacza, że wraz ze wzrostem stopy procentowej maleje udział środków pieniężnych w aktywach. Przez ostatnie 10 lat

stopa procentowa systematycznie obniżała się, a więc następował wzrost środków pieniężnych w aktywach mikroprzedsiębiorstw.



Rys. 3. Korelacja pomiędzy udziałem środków pieniężnych w aktywach a średnim poziomem stopy procentowej (mikroprzedsiębiorstwa)

Źródło: opracowanie własne.



Rys. 4. Odsetek przedsiębiorstw z ujemnym kapitałem obrotowym w badanych grupach

Źródło: opracowanie własne.

Na wielkość nadwyżek finansowych ma również wpływ przyjęta przez mikroprzedsiębiorcę (zwykle nieświadomie) strategia finansowania aktywów bieżących. Z teorii finansów wynika [Brigham, Gapenski 2000, s. 122-127], że wyłącznie przedsiębiorstwa, które prowadzą konserwatywną politykę finansowania aktywów bieżących, mogą osiągnąć nadwyżki finansowe. W koncepcji konserwatywnej kapitał stały wykorzystywany jest do finansowania całości aktywów trwałych, stałego poziomu aktywów bieżących, a także części aktywów bieżących tymczasowych wynikających z cykliczności i sezonowości prowadzonej działalności, i właśnie ta część, która finansuje cykliczne aktywa bieżące, może okazać się zbyt mała w okresach, gdy zapotrzebowanie na kapitał stały zmniejsza się. Przyjęcie konserwatywnej strategii finansowania aktywów oznacza również dodatni poziom kapitału obrotowego. Z prowadzonych badań wynika, że mikroprzedsiębiorstwa są bardziej skłonne do przyjmowania strategii konserwatywnej niż firmy małe i średnie. Najmniejszy odsetek przedsiębiorstw z ujemnym kapitałem obrotowym niemal w każdym z analizowanych lat zaobserwowano w mikroprzedsiębiorstwach (rys. 4).

Wysoki poziom środków pieniężnych w mikroprzedsiębiorstwach wynika z przyjęcia strategii konserwatywnej finansowania aktywów bieżących. Przesłanką strategii konserwatywnej jest chęć zminimalizowania ryzyka utraty płynności finansowej.

Przyczyn wysokiego stanu środków pieniężnych w mikroprzedsiębiorstwach możemy również dopatrywać się w specyfice cyklu inwestycyjnego. W procesie inwestycyjnym małego przedsiębiorstwa występują trzy fazy [Łuczka 2001, s. 64-65]: oszczędzania i gromadzenia kapitału własnego, faza inwestowania i konsolidacji gospodarki finansowej. Najdłużej trwa pierwszy okres: oszczędzania i gromadzenia kapitału własnego. Decyzja o podjęciu inwestycji zapada dopiero wówczas, gdy zasoby kapitału własnego i środków pieniężnych osiągają maksymalny poziom. Kontynuowanie oszczędności staje się niecelowe lub trudne. W tej fazie struktura kapitałowa jest bardzo bezpieczna, gdyż udział kapitału własnego jest duży. Powstałe podczas oszczędzania, gromadzenia kapitału nadwyżki finansowe zostają przeznaczone na inwestycje rzeczowe. W związku z występowaniem długiego cyklu inwestycyjnego w małych i średnich przedsiębiorstwach należy brać pod uwagę dwa rodzaje nadwyżek finansowych: pierwsza jest utrzymywana z motywu transakcyjnego lub spekulacyjnego, druga wynika ze świadomej akumulacji kapitału.

Podsumowując, powodów utrzymywania przez mikroprzedsiębiorstwa wyższego stanu środków pieniężnych można doszukiwać się w kilku obszarach, mianowicie w:

1. Ograniczonym dostępie do kapitału zewnętrznego. Mikroprzedsiębiorstwa nie mogą liczyć na łatwe uruchomienie kredytów, w związku z tym muszą utrzymywać wyższy stan środków pieniężnych niż przedsiębiorstwa większe.

2. Awersji do korzystania z obcych źródeł finansowania właściciela firmy. Niechęć do zadłużania się wynika z tego, że firma jest głównym źródłem utrzymania rodziny oraz z obawy przed utratą niezależności, która jest nadrzędną wartością dla właścicieli najmniejszych przedsiębiorstw.

3. Nieefektywnym zarządzaniu środkami pieniężnymi. Za zarządzanie wszystkimi sferami przedsiębiorstwa (produkcją, sprzedażą, marketingiem, finansami) najczęściej odpowiedzialny jest właściciel, który zwykle nie dysponuje wiedzą na temat zarządzania finansami.

4. Braku odpowiedniej strategii przedsiębiorstwa i wynikającej z niej strategii inwestycyjnej.

5. Specyfiki cyklu inwestycyjnego w małych przedsiębiorstwach. Finansowanie inwestycji pochodzi głównie ze środków własnych, w związku z tym przedsiębiorcy gromadzą środki pieniężne na planowaną inwestycję rzeczową.

6. Minimalizacji ryzyka i przyjmowania konserwatywnej strategii finansowania aktywów bieżących.

Na wielkość nadwyżek finansowych mają natomiast wpływ takie czynniki, jak:

- zmienność przepływów pieniężnych wynikająca z cykliczności sprzedaży – im większe wahania, tym większe zasoby środków pieniężnych i papierów wartościowych,
- branża, w której działa przedsiębiorstwo, a co się z tym wiąże, długość cyklu operacyjnego,
- wielkość pozostałych aktywów obrotowych i ich płynność, co oznacza ich zdolność do szybkiego spieniężenia.

Zarządzanie środkami pieniężnymi w mikroprzedsiębiorstwach powinno polegać głównie na minimalizowaniu ich poziomu i maksymalizowaniu korzyści z nich płynących przy jednoczesnym zapewnieniu płynności finansowej przedsiębiorstwa.

4. Zarządzanie środkami pieniężnymi

Jednym z podstawowych narzędzi zarządzania środkami pieniężnymi jest preliminarz środków pieniężnych (budżet gotówki), którego celem jest ustalenie wielkości nadwyżek i niedoborów środków pieniężnych w nadchodzących okresach. Pozwala to na podjęcie z wyprzedzeniem działań zmierzających do zmniejszenia zapotrzebowania na zewnętrzny kapitał obcy lub rozpoczęcie ubiegania się o kredyt w wysokości odpowiedniej do niedoboru. Informacja o przyszłych nadwyżkach środków pieniężnych pozwala na wcześniejszą analizę rentowności dostępnych dla przedsiębiorstwa instrumentów finansowych.

Podstawą ustalenia przepływów środków pieniężnych jest znajomość prognozowanych wielkości sprzedaży, wzorców spływu należności, spłaty zobowiązań przez przedsiębiorstwo, prognozy wydatków, wymaganej minimalnej oraz optymalnej wielkości środków pieniężnych. Ostatnią wielkość można ustalić arbitralnie na podstawie doświadczenia osób zarządzających przedsiębiorstwem oraz za pomocą modeli Baumola i Millera-Orra [Pluta 2004, s. 164]. Stopień skomplikowania tych modeli i informacje, jakimi należy dysponować przy wyznaczaniu optymalnego poziomu środków pieniężnych, dyskwalifikują je jednak z użycia w mikroprzedsiębiorstwach.

Możliwości lokowania chwilowych oraz długookresowych nadwyżek finansowych jest wiele. Ciągłe pojawiają się nowe produkty, modyfikowane są dotychczas-

sowe, tak aby trafić w oczekiwania przedsiębiorców, również tych najmniejszych. Jeszcze do niedawna banki tworzyły jedną ofertę dla wszystkich przedsiębiorstw, niezależnie od wielkości. Z czasem zaczęto tworzyć odrębne oferty dla małych i średnich przedsiębiorstw, starając się udostępnić produkty odpowiednie do specyfiki ich działalności. Obecnie obok ofert dla sektora MSP powstają specjalne usługi bankowe skierowane wyłącznie do mikroprzedsiębiorstw.

Tabela 2. Porównanie możliwości lokowania nadwyżek finansowych mikro, małych i średnich oraz dużych przedsiębiorstw

Lp.	Instrument	Mikroprzedsiębiorstwa	Przedsiębiorstwa małe i średnie	Przedsiębiorstwa duże
1	Lokaty terminowe-złotowe, walutowe	x	x	x
2	Lokata dwuwalutowa*		x	x
3	Obligacje skarbowe (rynek pierwotny)			x
4	Obligacje skarbowe (rynek wtórny)	x	x	x
5	Bony skarbowe (rynek pierwotny)			x
6	Bony skarbowe (rynek wtórny)	x	x	x
7	Obligacje komunalne (rynek pierwotny)			x
8	Obligacje komunalne (rynek wtórny)	x	x	
9	Krótkoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw (weksel inwestycyjny, obligacja)		x	x
10	Obligacje przedsiębiorstw o terminach wykupu powyżej 1 roku		x	x
11	Akcje spółek notowanych na giełdzie		x	x
12	Fundusze inwestycyjne otwarte	x	x	x
13	Fundusze inwestycyjne zamknięte			x
14	Nabywanie nieruchomości, dzieł sztuki	x	x	x
15	Automatyczny rachunek depozytowy		x	x
16	Pochodne instrumenty, kontrakty terminowe, opcje, warranty.		x	x
17	Inwestowanie na rynkach zagranicznych		x	x
18	Terminowa transakcja stopy procentowej		x	x
19	Listy zastawne			x
20	Długoterminowe papiery dłużne banków (hipoteczne listy zastawne, obligacje)		x	x
21	Udzielenie pożyczki	x	x	x

* W ramach umowy lokaty dwuwalutowej klient składa lokatę w określonej walucie (pierwsza waluta lokaty), a jednocześnie wystawia opcję dającą bankowi prawo do zamiany pierwszej waluty na drugą, wskazaną przez siebie. W zamian za wystawioną przez siebie opcję klient otrzymuje premię, przy czym jest ona przekazywana na jego rachunek rozliczeniowy dopiero w dniu zakończenia lokaty razem z kwotą lokaty i naliczonymi odsetkami.

Źródło: opracowanie własne.

Porównując poszczególne instrumenty lokowania nadwyżek finansowych, należy wziąć pod uwagę m.in.: płynność instrumentu, minimalną wielkość inwestycji, okres

inwestycji, dodatkowe koszty związane z instrumentem, sposób złożenia dyspozycji i realizacji. Wyniki analizy dostępnych na rynku finansowym narzędzi lokowania nadwyżek finansowych zestawiono w tab. 2. Wiele z nich znajduje się poza zasięgiem mikroprzedsiębiorstw. Wynika to głównie z minimalnej (często zbyt wysokiej) kwoty inwestycji, dodatkowych kosztów oraz poziomu ryzyka. Wraz ze wzrostem przedsiębiorstwa zwiększają się możliwości efektywnego inwestowania środków pieniężnych.

Najważniejszymi kryteriami przy wyborze formy lokaty nadwyżki finansowej są płynność instrumentu i rynku, okres inwestycji, minimalna wielkość, jaką można zainwestować, oraz dochodowość. Każdy z przedstawionych instrumentów charakteryzuje się innym stopniem płynności, a co się z tym najczęściej wiąże – innym okresem inwestowania. Przede wszystkim właściciele mikroprzedsiębiorstw powinni uwzględniać okres inwestycji oraz płynność (możliwość ewentualnie szybkiego wycofania się z lokaty). Po zawężeniu instrumentów według powyższych kryteriów przystępuje się do wyboru instrumentu, dla którego oczekuje się określonego poziomu rentowności przy akceptowanym poziomie ryzyka.

Najbezpieczniejszą formą efektywnego lokowania nadwyżek dla małych przedsiębiorców są lokaty bankowe. W ten sposób można zagospodarować niemal każdą, nawet najmniejszą kwotę, a rentowność lokaty jest z góry ustalona. W przypadku lokat terminowych przedsiębiorca musi dysponować dokładną informacją, na jaki czas można założyć lokatę, by nie utracić odsetek, co powinno wynikać z wcześniej sporządzonego preliminarza przepływów pieniężnych. Jeżeli jednak nie sporządza budżetu gotówki², to bezpieczniej jest nabyć obligacje lub bony skarbowe na rynku wtórnym, które dają większą swobodę dysponowania inwestycją oraz możliwość skrócenia horyzontu inwestycji z ewentualną stratą niższą niż sankcje za przedterminowe wycofanie lokaty. Rentowność bonów skarbowych może być wyższa niż niektórych lokat terminowych, a dodatkowo charakteryzuje je niski poziom ryzyka. Ponadto można je wykorzystać jako zabezpieczenie pożyczek i kredytów.

W następnej kolejności małym przedsiębiorcom można polecać otwarte fundusze inwestycyjne. Mają one takie zalety, jak: bezpieczeństwo, ograniczenie ryzyka przez dywersyfikację lokat, możliwość inwestowania stosunkowo niewielkich kwot (minimalna kwota w wielu funduszach to 100 zł), wyższe korzyści w stosunku do lokat bankowych. Wadą jest pobieranie opłat przez fundusz zarządzający, a przede wszystkim brak gwarancji osiągnięcia określonej stopy zwrotu w przyszłości. Wybór funduszu inwestycyjnego powinien być podyktowany horyzontem czasowym, na jaki mają być zainwestowane środki pieniężne, poziomem ryzyka, jaki jest w stanie zaakceptować przedsiębiorca, oraz wynikami danego funduszu. Fundusze inwestycyjne charakteryzują się bardzo wysoką płynnością. W przypadku funduszy inwestycyjnych otwartych uczestnik może zażądać odkupienia jego jednostek praktycznie w każdej chwili po aktualnej cenie, czyli bez utraty bieżących zysków. Najmniejszym ryzykiem inwestycyjnym charakteryzują się fundusze rynku pieniężnego, nieco większym ryzykiem –

² Obecnie przez autorkę prowadzone są badania ankietowe, których celem jest między innymi rozpoznanie, w jakim zakresie przedsiębiorstwa z sektora MSP stosują planowanie finansowe.

fundusze obligacji, znacznie większym zaś – fundusze zrównoważone, a największym – fundusze akcji. W fundusz rynku pieniężnego można inwestować przy chęci osiągnięcia korzyści zarówno w krótkim, średnim, jak i długim okresie. Typową inwestycją długoterminową są fundusze akcji lub obligacji i mogą one być rozważane, jeżeli przedsiębiorca gromadzi środki pieniężne na przyszłą inwestycję rzeczową.

Na funduszach inwestycyjnych właściwie kończą się możliwości efektywnego lokowania nadwyżek finansowych w mikroprzedsiębiorstwach. Pozostają oczywiście inne opcje, np. nabywanie akcji na własny rachunek, nieruchomości, udzielanie pożyczek, wiążą się one jednak z większym ryzykiem i wymagają znacznego zaangażowania mikroprzedsiębiorcy, który zwykle zajmując się działalnością operacyjną, nie ma czasu na śledzenie kursów akcji, cen nieruchomości oraz dopasowywanie terminów zapadalności różnych instrumentów do okresu posiadania nadwyżki finansowej.

5. Podsumowanie

Mikroprzedsiębiorstwa utrzymują wyższy poziom środków pieniężnych w stosunku do zobowiązań i aktywów niż przedsiębiorstwa większe. Przyczyn tego jest wiele i wynikają one przede wszystkim ze specyfiki ich działania. Pojawiające się nadwyżki finansowe, jak wynika z badań, nie są w żaden sposób zagospodarowywane. Mikroprzedsiębiorstwa tracą więc dodatkowe dochody, jakie mogłyby uzyskać z inwestycji finansowych. Co prawda, jest niewiele możliwości inwestycyjnych mikroprzedsiębiorstw, pozwalają one jednak efektywnie zagospodarować zarówno krótkoterminowe, jak i długoterminowe nadwyżki finansowe.

Literatura

- Brigham F.E., Gapenski L.C., *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa 2000.
Pluta W. (red.), *Finanse małych i średnich przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2004.
Łuczka T., *Kapitał obcy w małym i średnim przedsiębiorstwie. Wybrane aspekty mikro- i makroekonomiczne*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa-Poznań 2001.
Sierpińska M., Wędzki D., *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999.

CASH MANAGEMENT IN MICROCOMPANIES

Summary

Research results indicate that microfirms have higher relations of cash to current liabilities and assets than bigger companies. In this paper, the author tries to identify reasons of phenomena mentioned above and analyze available short and long-term instruments of money market for microcompanies. The main reasons of high level of cash in microcompanies are: limited possibility of investing temporary cash surplus, conservative working capital strategy, specificity of investing cycle, and limited access to outside capital.