Współczesna Gospodarka

Contemporary Economy
Electronic Scientific Journal
Współczesna Gospodarka (ug.edu.pl)

Vol. 17 Issue 2 (2023) 1-13
*ISSN*2082-677X
DOI 10.26881/wg.2023.2.01

CASH POOLING JAKO INSTRUMENT ZARZĄDZANIA PŁYNNOŚCIĄ FINANSOWĄ W GRUPIE KAPITAŁOWEJ

Andrzej Kuciński

Streszczenie

Cel. W artykule podjęto tematykę dotyczącą zarządzania płynnością finansową w grupie kapitałowej. Potrzeba zarządzania płynnością finansową w przedsiębiorstwie wynika z tego, że posiadanie płynność finansowej jest niezbędne dla zapewnienia ciągłości działania jednostki gospodarczej. Jednocześnie utrzymanie określonego poziomu płynności finansowej w przedsiębiorstwie wiąże się z koniecznością posiadania pewnego poziomu środków pieniężnych, aby bezproblemowo móc regulować bieżące zobowiązania finansowe. Kwestia zapewnienia płynności finansowej dotyczy zarówno dużych jak i małych przedsiębiorstw, gdzie w przypadku złożonych struktur organizacyjnych, których przykładem są grupy kapitałowe, zarządzanie płynnością finansową jest znacznie trudniejsze. Tym samym problem badawczy przedstawiony w artykule odnosi się do przedsiębiorstw funkcjonujących jako grupy kapitałowe, zaś cel opracowania obejmuje analizę i ocenę wykorzystania struktury *cash poolingu* w zarządzaniu płynnością finansową na przykładzie grup kapitałowych - spółek niefinansowych notowanych w indeksie WIG20 na GPW w Warszawie.
Metoda. W opracowaniu zastosowano jako metody badawcze analizę literatury przedmiotu, jej krytyczną analizę, a także metodę deskryptywną oraz wnioskowania logicznego.
Wyniki. Na podstawie uzyskanych wyników badań można zauważyć, że spółki niefinansowe wchodzące w zakres WIG20 notowane na GPW w Warszawie będące grupami kapitałowymi często wykorzystują strukturę *cash pooling* w zarządzaniu płynnością finansową, która pozwala przede wszystkim ograniczyć zapotrzebowanie na zewnętrze środki finansowe, ograniczyć koszty finansowe oraz optymalizować środki pieniężne będące w dyspozycji przedsiębiorstwa.

Słowa kluczowe: *cash pooling*, grupa kapitałowa, płynność finansowa, zarządzanie płynnością finansową.

Klasyfikacja JEL: G20, G30, G32.

Wstęp

Sprawne funkcjonowanie przedsiębiorstwa uwarunkowane jest wieloma czynnikami. Jednym z nich jest płynność finansowa, która jest bardzo ważna dla każdej jednostki prowadzącej działalność gospodarczą, i to niezależnie od jej rodzaju, rozmiaru i formy zorganizowania. Płynność finansowa tworzy filar, na którym opiera się bieżące funkcjonowanie oraz rozwój przedsiębiorstwa, albowiem utrata płynności finansowej jest źródłem problemów finansowych, które prowadzić mogą do upadłości jednostki gospodarczej. O płynność finansową należy nieustannie zabiegać, podlega ona ciągłej kontroli i monitorowaniu. Współcześnie płynności finansowej nadaje się priorytetowe znaczenie, przez co można zauważyć, że głównym obszarem zarządzania finansami przedsiębiorstwa jest zarządzanie płynnością finansową.

Problem płynności finansowej dotyczy przedsiębiorstw o różnej formie organizacyjno-prawnej, m.in. jednoosobowej działalności gospodarczej, spółek cywilnych, spółek osobowych czy spółek kapitałowych. Nieodłącznym elementem systemów gospodarczych są również struktury powiązanych przedsiębiorstw, które tworzą grupy kapitałowe. Podstawą ich funkcjonowania jest zależność kapitałowa, która określa powiązania wewnątrz grupowe, co pozwala wyróżnić jednostkę dominującą i jednostki zależne. Wśród najczęstszych powodów tworzenia grup kapitałowych wymienia się możliwość osiągnięcia efektów skali, efektów synergii, wzrost pozycji rynkowej, pozycji konkurencyjnej, rozwój przedsiębiorstwa. Złożoność grup kapitałowych oraz towarzyszące im powiązania sprawiają, że zarządzanie finansami tego rodzaju podmiotów jest niezmiernie trudne, w tym zarządzanie płynnością finansową. Tym samym zarządzanie płynnością finansową należy do najważniejszych zadań stawianych przed menedżerami jednostki.

Zarządzanie płynnością finansową w grupie kapitałowej staje się koniecznością, aby zapewnić płynność finansową wszystkim podmiotom wchodzącym w skład tej samej grupy kapitałowej. Według M Siepińskiej i D. Wędzkiego zapewnienie płynności finansowej w przedsiębiorstwie narzuca obowiązek utrzymania pewnego poziomu środków pieniężnych, przy jednoczesnym założeniu minimalizacji bieżącej gotówki i maksymalizacji korzyści z jej posiadania (Siepińska, Wędzki, 2002, s. 222). Tym samym częstym stosowanym rozwiązaniem mającym na celu zapewnienie efektywne zarządzanie płynnością finansową w grupie kapitałowej jest usługa *cash pooling*.

Celem artykułu jest analiza i ocena wykorzystania struktury *cash poolingu* w zarządzaniu płynnością finansową grupy kapitałowej, którą przeprowadzono na przykładzie spółek niefinansowych notowanych na GPW w Warszawie należących do WIG20. Analizie towarzyszy stwierdzenie, że grupy kapitałowe wykorzystują usługę *cash poling* w celu minimalizowania ryzyka utraty płynności finansowej, a przy wyborze instrumentów zarządzania płynnością finansową kierują się kryterium minimalizacji kosztów transakcyjnych towarzyszących zarządzaniu finansami przedsiębiorstwa oraz maksymalizacją korzyści wynikających z pozytywnych efektów utrzymywania płynności finansowej. W opracowaniu zastosowano jako metody badawcze analizę literatury przedmiotu, jej krytyczną analizę, a także metodę deskryptywną oraz wnioskowania logicznego, analizę skonsolidowanych sprawozdań finansowych spółek niefinansowych.

1. Przegląd literatury

Zarządzanie gotówką, w tym płynnością finansową leży u podstaw zarządzania finansami każdego przedsiębiorstwa (Faque, 2020, s. 36). Zarządzanie środkami pieniężnymi w przedsiębiorstwie jest niezbędne, ze względu na występujące niedopasowanie terminów płatności w stosunku do posiadanej gotówki, co może zakłócać funkcjonowanie jednostki (Niwemutoni, Mulyungi, Shukla, 2018, s. 942). Odnosząc problem do grupy kapitałowej zarządzanie gotówką

(*cash management*) obejmuje obszar współdziałania spółek wchodzących w skład grupy, które mają na celu zapewnić przedsiębiorstwu płynność i bezpieczeństwo finansowe oraz osiągnięcie zakładanej rentowności przy minimalizacji związanych z tym kosztów i ryzyk (Szumielewicz, 2009, s. 62).

W literaturze problem zarządzania środkami pieniężnymi w grupie kapitałowej rozważany jest na gruncie dwóch odmiennych od siebie koncepcji, a mianowicie koncepcji zdecentralizowanego zarządzania oraz koncepcji scentralizowanego zarządzania (Madura, 2016, s. 7). Kwestia wyboru modelu zarządzania środkami pieniężnymi w jednostce gospodarczej budzi kontrowersje zarówno wśród praktyków, jak i teoretyków. W przypadku zdecentralizowanego modelu zarządzania środkami pieniężnymi funkcjonuje system, który zakłada, że poszczególne spółki wchodzące w zakres grupy kapitałowej zachowują swoją autonomię w zakresie zarządzania środkami pieniężnymi, która przebiega w ramach funkcjonującej struktury organizacyjnej spółki. W praktyce oznacza to, że przedsiębiorstwo wchodzące w skład grupy samodzielnie przyjmuje rozwiązania w zakresie realizacji płatności, lokowania nadwyżek finansowych, pozyskiwania finansowania oraz współpracy z instytucjami finansowymi. Tym samym główną zaletą zdecentralizowanego systemu jest występujący związek zarządzania środków pieniężnych z prowadzoną działalnością operacyjną przedsiębiorstwa, z kolei wśród zasadniczych mankamentów brak współpracy między podmiotami wchodzącymi w skład grupy kapitałowej, który nie pozwala na osiągnięcie efektów synergii (Szumielewicz, 2009, s. 64). Scentralizowane zarządzanie środkami pieniężnymi polega na przesunięciu kompetencji decyzyjnych i wykonawczych z poszczególnych spółek do spółki dominującej, która przyjmuje na siebie obowiązek zapewnienia finansowania działalności operacyjnej podległych jej spółkom zależnym (Remlein, 2012, s. 90; Szumielewicz, 2009, s. 65). System centralizacji środków pieniężnych zapewnia przede wszystkim większą efektywność zarządzania środkami pieniężnym ograniczając koszty oraz zapotrzebowanie na kapitał obrotowy (Westerman, Eije, 2005, s. 65-74), ale i sprzyja optymalizacji przepływów pieniężnych dokonujących się w ramach grupy kapitałowej (Wündisch, 1973, s. 43). Problem zarządzania środkami pieniężnymi w przedsiębiorstwie rośnie w przypadku międzynarodowych korporacji, albowiem wdrożenie systemu zarządzania utrudniać mogą kwestie podatkowe czy regulacyjne. Nie mniej jednak należy zgodzić się ze stwierdzeniem, że wdrożenie systemu zarządzania gotówką w przedsiębiorstwie byłoby niemożliwe bez wsparcia banków i oferowanych przez nich narzędzi (Walter, Kenesei, 2015, s. 312).

Problematyka zarządzania środkami pieniężnymi w organizacji odnosi się do polityki krótkoterminowego zarządzania finansami. Obejmuje ona swym zakresem zarządzanie przepływami pieniężnymi, zarządzanie płynnością, czy zarządzanie ryzykiem (Westerman, 2020, s. 157). Ze względu na niedostateczną synchronizację wpływów i wydatków w czasie przedsiębiorstwa zobowiązane są do utrzymywania pewnego poziomu środków pieniężnych będących rezerwuarem płynności finansowej (Eton i in., 2019, s. 115), przy czym motyw transakcyjny nie jest jedynym powodem utrzymywania gotówki. Z punktu widzenia motywu ostrożnościowego menedżerowie gromadzą środki pieniężne również po to, aby ograniczyć poziom podejmowanego ryzyka (Faque, 2020, s. 36). Niezależnie od nakreślonych zagadnień towarzyszących zarządzaniu środkami pieniężnymi, *cash pooling* stanowi przykład narzędzia, które wspiera efektywne zarządzanie środkami pieniężnymi w organizacji, w tym zarządzanie płynnością finansową będącą fundamentem, na którym opiera się działalność przedsiębiorstwa.

2. *Cash pooling* jako instrument scentralizowanego zarządzania środkami finansowymi

Współczesne przedsiębiorstwa często korzystają z metod zarządzania środkami pieniężnymi typu *cash management*, które wspomagają operacje rozliczeniowe oraz zarządzanie płynnością finansową (Grzywacz, 2004, s. 64). *Cash pooling* stanowi przykład instrumentu reprezentujące-

go scentralizowany system zarządzania środkami pieniężnymi w jednostce gospodarczej. *Cash pooling* jest formą globalnego zarządzania zasobami finansowymi stosowaną przez przedsiębiorstwa wielooddziałowe, podmioty należące do jednej grupy kapitałowej (holdingu) lub odrębne podmioty prawne powiązane ekonomicznie w inny sposób (Czyżkowska, 2006, s. 14). *Cash pooling*, określany również mianem konsolidacji rachunków bankowych, polega na koncentracji środków z poszczególnych rachunków bankowych, jednostek tworzących grupę kapitałową (rachunki uczestników), na wspólnym (jednym) rachunku grupy (rachunek główny) i zarządzaniu zgromadzonymi środkami pieniężnymi wykorzystując efekt skali (Zawal-Kubiak, 2004, s. 14). Zatem *cash pooling* jest systemem sformalizowanej koncentracji sald środków pieniężnych z jednostkowych rachunków bankowych spółek uczestniczących w tym systemie i łącznego zarządzania zgromadzoną w ten sposób gotówką (Grzywacz, 2016, s. 220).

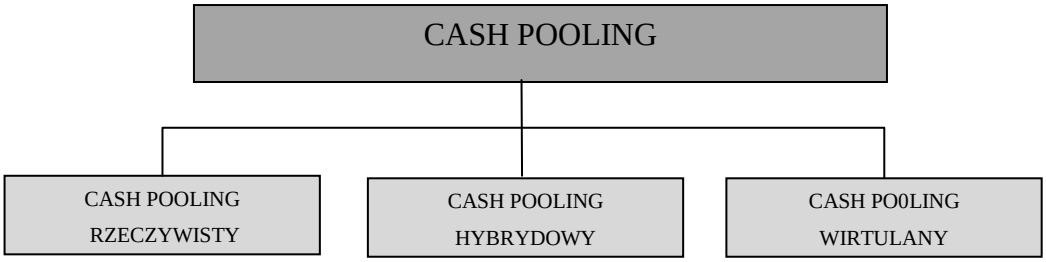
Zarządzanie środkami pieniężnymi w oparciu o usługę *cash pooling* w podstawowej jego konstrukcji polega na przemieszczeniu środków pieniężnych z rachunków bankowych poszczególnych spółek tworzących grupę kapitałową (zarządzanie zdecentralizowanymi rachunkami) na rachunek główny w celu ich rozdysponowania między jego uczestnikami przez podmiot zarządzający (tzw. *pool leader*) (zarządzanie scentralizowane rachunkami), którym może być spółka wchodząca w skład grupy kapitałowej lub też bank. Na rachunku bankowym, prowadzonym w ramach usługi *cash pooling*, gromadzone są nadwyżki środków finansowych wykazywane przez spółki grupy, z których korzystają inne spółki z grupy wykazujące w tym samym czasie niedobory środków pieniężnych (Franczak, 2016, s. 75). Na uwagę jednocześnie zasługuje to, że umowa konsolidacji rachunków bankowych wspomaga decyzje w zakresie przenoszenia wolnych środków spółek posiadających nadwyżki środków finansowych w celu ich skumulowania (*pooling*) i uzyskania w ten sposób lepszego wyniku odsetkowego, niż gdyby inwestować nadwyżki finansowe indywidualnie. Ponadto, u podstaw transferu nadwyżek środków pieniężnych z rachunków spółek wykazujących nadwyżki gotówkowe, jest kompensowanie niedoborów środków finansowych spółek o saldzie ujemnym (*netting*), dzięki czemu koszty finansowe ponoszone na poziomie grupy kapitałowej są niższe od indywidualnego ponoszenia kosztów w związku z finansowaniem działalności przez poszczególne jednostki (Grzywacz, 2004, s. 64; Franczak, 2016, s. 75).

Możliwość kompensowania przejściowych niedoborów środków pieniężnych nadwyżkami osiąganymi przez inne spółki z grupy, w ramach usługi *cash pooling*, to odpowiedź na zapotrzebowania rynku, na którym funkcjonują przedsiębiorstwa o rozbudowanej strukturze organizacyjnej, gdzie im więcej podmiotów tworzy grupę kapitałową, tym potencjalnie pojawiają się większe możliwości optymalizacyjne do osiągnięcia. Z uwagi na to, iż w przedsiębiorstwach powiązanych kapitałowo występuje zróżnicowana sytuacja w zakresie utrzymywanych środków pieniężnych, rozwiązanie w zakresie centralnego zarządzania gotówką na poziomie całej grupy, pozwala przede wszystkim minimalizować koszty finansowe związane z kredytowaniem działalności, zarządzaniem płynnością finansową (Orliński, 2013, s. 388).

3. Rodzaje *cash poolingu* w grupie kapitałowej

Płynność finansowa bez względu na sposób definiowania i pomiaru, np. płynność w ujęciu majątkowym (płynność majątkowa, płynność strukturalna, płynność naturalna), płynność w ujęciu majątkowo-kapitałowym (płynność relatywna, płynność względna), płynność w ujęciu przepływów pieniężnych (płynność dynamiczna, płynność potencjalna) wymaga zarządzania Kuciński, 2022, s. 182-184), niezależnie od rodzaju i formy organizacyjnej przedsiębiorstwa, a tym samym dotyczy również złożonych struktur organizacyjnych podmiotów gospodarczych. Według W. Szumielewicza zarządzanie płynnością w grupie kapitałowej powinno opierać się na współpracy spółek grupy kapitałowej, która powinna prowadzić po pierwsze do minimalizacji łącznego poziomu utrzymywanych w spółkach grupy aktywów pieniężnych i ich ekwiwalentów

stanowiących rezerwę płynnych aktywów, przy zachowaniu płynności spółek i tym samym poziomie związanego z tym ryzyka, po drugie minimalizację kosztów związanych z wykorzystaniem kapitału obrotowego netto w działalności spółek grupy, po trzecie maksymalizacji przychodów odsetkowych z tytułu utrzymywanych w grupie aktywów pieniężnych i ich ekwiwalentów stanowiących rezerwę środków pieniężnych (Szumielewicz, 2009, s. 159). Tym samym wyróżnione cele zarządzania płynnością finansową w grupie kapitałowej są możliwe do osiągnięcia przy wykorzystaniu scentralizowanego modelu zarządzania, w tym systemu *cash poolingu*, gdzie optymalizacja wykorzystania środków pieniężnych w grupie kapitałowej może wystąpić zgodnie z prezentowanym rysunkiem nr 1 jako: konsolidacja rzeczywista, konsolidacja wirtualna, konsolidacja hybrydowa (Szumielewicz, 2009, s. 160).



Rysunek 1. Główne rodzaje cash poolingu w grupie kapitałowej

Źródło: opracowanie własne.

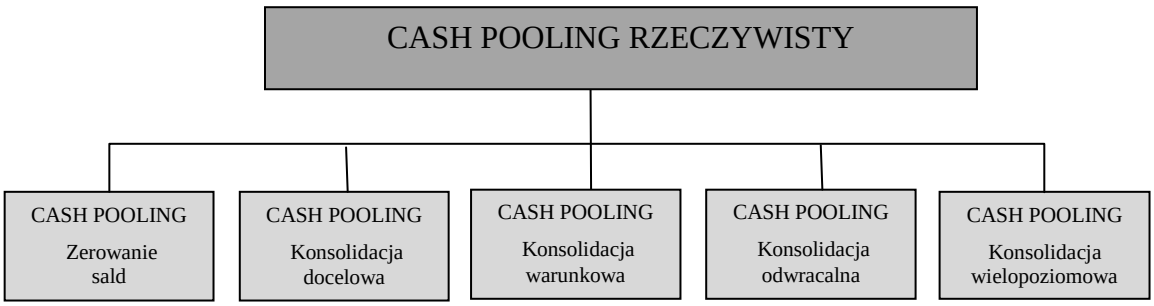
Cash pooling rzeczywisty, określany również w literaturze jako *cash pooling* realny, *cash pooling* fizyczny czy *cash pooling* konsolidacyjny (Cicirko, 2010, s. 197), polega na fizycznym transferze środków pieniężnych między uczestnikami systemu *cash management*. Podstawowym elementem *cash poolingu* rzeczywistego jest rachunek konsolidacyjny, na który transferowane są środki pieniężne z rachunków bankowych spółek wykazujących nadwyżki środków pieniężnych po to, aby następnie rozdysponować je na rachunki innych spółek, które posiadają niedobór środków pieniężnych (salda ujemne) (Czuba-Kulisińska, 2017, s. 199).

Cash pooling wirtualny, określany również mianem *cash poolingu* kompensacyjnego (Cicirko, 2010, s. 197), w przeciwieństwie do wcześniejszego modelu nie zakłada rzeczywistego transferu środków pieniężnych, lecz opiera się na wirtualnej konsolidacji środków pieniężnych rachunków bankowych grupy kapitałowej. Na podstawie sald zamknięcia na wszystkich rachunkach bieżących oraz pozycji netto całej grupy kapitałowej bank nalicza preferencyjne oprocentowanie od zarówno sald ujemnych, jak i sald dodatnich (Kreczmańska-Gigol, 2010, s. 135).

Cash pooling hybrydowy, zwany inaczej mieszanym najczęściej polega na połączeniu rozwiązań konsolidacji rzeczywistej z konsolidacją wirtualną, ale także ma miejsce w przypadku zastosowań dla międzynarodowych grup kapitałowych, tzw. konsolidacja transgraniczna, czy też dotyczy grup kapitałowych, w których mają miejsce rozliczenia pieniężne obejmujące różne waluty (Szumielewicz, 2009, s. 207).

Konsolidacja rzeczywista w ramach usługi *cash pooling* może być osiągnięta za pomocą różnych jej metod, wśród których wyodrębnić można (Orliński, 2013, 389):

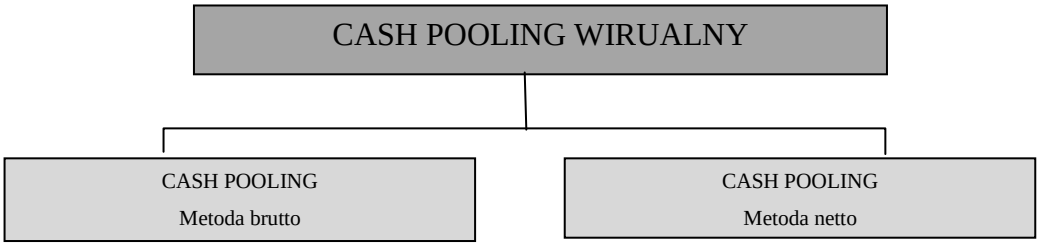
- metodę zerowania sald (*zero balancing*),
- metodę konsolidacji docelowej (*target balancing*),
- metodę konsolidacji warunkowej (*conditional pooling*),
- metodę konsolidacji odwracalnej (*cindrella pooling*),
- metodę konsolidacji wielopoziomowej (*multi-level consolidation*).



Rysunek 2. Formy cash poolingu rzeczywistego w grupie kapitałowej

Źródło: opracowanie własne.

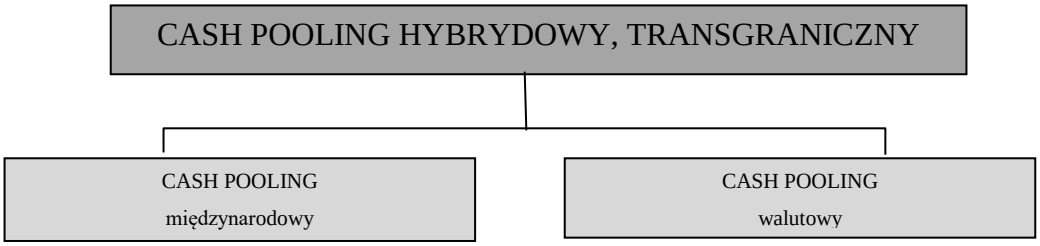
Najczęściej stosowaną w praktyce metodą konsolidacji rzeczywistej jest mechanizm oparty na zerowaniu sald (*cash pooling zero balancing*), który zakłada przeprowadzenie transferów środków pieniężnych między rachunkami bankowymi spółek wchodzących w skład grupy kapitałowej a rachunkiem konsolidacyjnym. Transfery te są dwukierunkowe, nadwyżki środków pieniężnych spółek grupy kapitałowej przelewane są na rachunek *pool leadera*, z kolei niedobory środków pieniężnych spółek uzupełniane są z rachunku konsolidacyjnego. W wyniku tych działań dochodzi do wyzerowania sald rachunków bankowych spółek na koniec każdego dnia roboczego, zaś rachunek konsolidacyjny wyraża wynik przepływów – nadwyżkę lub niedobór dodatnich lub ujemnych sald źródłowych rachunków bankowych (Grzywacz, Lipski, 2008, s. 54). W przypadku pozostałych metod główny mechanizm konsolidacyjny opiera się na tych samych zasadach, różnia się od siebie jedynie szczegółowymi (indywidualnymi) rozwiązaniami. I tak metoda konsolidacji docelowej (*cash pooling target balancing*) zakłada zdefiniowanie docelowego poziomu środków pieniężnych, które mają być utrzymywane na rachunkach spółek po wykonaniu transferów konsolidacyjnych (Orliński, 2013, s. 391). Metoda konsolidacji warunkowej (*cash conditional pooling*) polega na zdefiniowaniu parametrów transferów konsolidacyjnych, które mogą dotyczyć m.in. minimalnej wielkości transferu, maksymalnej wartości transferu, określenia dni, w których konsolidacja ma być przeprowadzona. Ten rodzaj konsolidacji pozostawia część kompetencji w zakresie zarządzania płynnością poszczególnym spółkom, co oznacza, że system zarządzania środkami pieniężnymi na poziomie centralnym nie ma charakteru bezwzględnego (Szumielewicz, 2009, s. 170). Z kolei metoda konsolidacji odwracalnej (cash *cindrella pooling*) zakłada transfer środków pieniężnych wyłącznie w części niezbędnej do tego, aby pokryć istniejące niedobory. Pozostała część środków pieniężnych jest przywraca poszczególnym spółkom, które mogą samodzielnie dysponować i zarządzać środkami pieniężnymi (Orliński, 2013, s. 391). Ostania z wyodrębnionych metod dotyczy konsolidacji wielopoziomowej (*cash multi-level consolidation*), która ma miejsce w odniesieniu do przedsiębiorstw o rozbudowanej strukturze. W praktyce konsolidacja wielopoziomowa przebiega w kilku etapach, pierwszym z nich jest konsolidacja w obrębie jednego podmiotu, w którym funkcjonuje więcej niż jeden rachunek bankowy, a następnie w ramach spółki nadrzędnej lub w obszarze jednego pionu biznesowego przeprowadza się konsolidację na poziomie całej grupy kapitałowej (Grzywacz, Lipski, 2008, s. 55; Szumielewicz, 2009, s. 170-171).



Rysunek 3. Formy cash poolingu wirtualnego w grupie kapitałowej

Źródło: opracowanie własne.

W przypadku *cash pollingu* wirtualnego zastosowanie mają dwie podstawowe metody wyliczania i rozliczania odsetek w ramach konsolidacji wirtualnej: metoda brutto (*cash pooling gross method*) oraz metoda netto (*cash pooling net method*). W przypadku metody brutto chodzi o naliczenie i uznanie odsetek dla każdego rachunku uczestniczącego w konsolidacji z osobna, a następnie na oszacowaniu odsetek dla zagregowanego rachunku grupy kapitałowej. Wyznaczona różnica między odsetkami dla pojedynczych rachunków, a odsetkami dla rachunku wirtualnego polega wypłacie, na wskazany przez grupę kapitałową rachunek wiodący, by na końcu dokonać redystrybucji korzyści uzyskanych przez grupę pomiędzy rachunki uczestniczące w konsolidacji (Orliński, 2013, s. 391; Szumielewicz, 2009, s. 195). Z kolei w przypadku metody netto konsolidacji wirtualnej środków pieniężnych dochodzi do wyliczenia skonsolidowanego salda grupy kapitałowej, a następnie wyliczenia odsetek od wyznaczonego salda i ich uznania na rachunku głównym grupy kapitałowej.



Rysunek 4. Formy cash poolingu hybrydowego, transgranicznego w grupie kapitałowej

Źródło: opracowanie własne.

Istota c*ash poolingu* hybrydowego zakłada, że konsolidacja środków pieniężnych nie musi dotyczyć sytuacji typowych, to jest że konsolidacja obejmuje rachunki bankowe uczestników prowadzonych w tym samym banku, w tym samym kraju, czy w tej samej walucie. (Szumielewicz, 2009, s. 207). Tym samym w ramach *cash poolingu* hybrydowego (transgranicznego) wyróżnić można przede wszystkim metodę *cash poolingu* międzynarodowego oraz *cash poolingu* walutowego. *Cash pooling* międzynarodowy ma zastosowanie dla międzynarodowych grup podmiotów powiązanych kapitałowo, i dotyczy sytuacji, gdzie konsolidacja środków pieniężnych odbywa się na płaszczyźnie transnarodowej, z kolei *cash pooling* walutowy może mieć zastosowanie zarówno dla krajowych grup kapitałowych prowadzących rachunki bankowe w różnych walutach, jak i międzynarodowych grup kapitałowych funkcjonujących w różnych krajach, w których obowiązują różne waluty (Chorowska-Kasperlik, 2015, s. 63-64; Orliński, 2013, s. 392).

Niezależnie od rodzaju *cash pollingu*, zcentralizowane zarządzanie środkami finansowymi stanowi efektywne narzędzie wspomagające zarządzanie finansami grupy kapitałowej, pozwalające uzyskać wiele korzyści, które można pogrupować w ramach czterech podstawowych grup. Po pierwsze system *cash pollingu* pozwala osiągnąć korzyści z tytułu obniżenia kosztów

transakcyjnych, głównie kosztów prowizji, kosztów obsługi zadłużenia, których można uniknąć lub je istotnie ograniczyć zarządzając środkami pieniężnymi z poziomu grupy kapitałowej, a nie poszczególnych spółek. Po drugie usługa *cash pollingu* pozwala wykorzystać efekt skali środków pieniężnych będących w dyspozycji lub zapotrzebowaniu grupy kapitałowej. Oznacza to, że grupa kapitałowa uzyskuje większe możliwości negocjacyjne z bankiem przy ustalaniu oprocentowanie depozytów bądź niedoborów środków pieniężnych, niż w przypadku rozmów prowadzonych indywidualnie przez poszczególne spółki. Po trzecie *cash poling* usprawnia proces zarządzania płynnością finansową na poziomie poszczególnych spółek, jak i grupy kapitałowej. Po czwarte pozwala na obniżenie kosztów finansowania grupy kapitałowej poprzez wykorzystanie w pierwszej kolejności środków pieniężnych pochodzących z nadwyżek uczestników systemu *cash poling* (Pustuł, 2015, s. 9).

4. Instrument *cash poolingu* w zarządzaniu płynnością finansową przez spółki niefinansowe wchodzące w skład WIG20 notowane na GPW w Warszawie

Badanie przeprowadzono na przykładzie spółek niefinansowych wchodzących w skład WIG20 notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie na koniec 2021 roku. W badaniu pominięto spółki finansowe z WIG20, których zadaniem jest oferowanie rozwiązań, w tym usługi *cash poolingu*, wspierających procesy decyzyjne przedsiębiorstw. Zawężenie badań do spółek należących do indeksu WIG20 pozwalał objąć analizą spółki działające w formie grup kapitałowych. W indeksie WIG20 na koniec 2021 roku notowanych było 20 spółek, z czego 16 podmiotów reprezentowało spółki niefinansowe, zaś pozostałe 4 spółki finansowe. Tym samym badaniem objęto wyłącznie spółki niefinansowe, których wykaz wraz z informacją o stosowaniu i charakterystyce struktury *cash poolingu* w zarządzaniu ryzykiem płynności finansowej zaprezentowano w tabeli 1.

Tabela 1. Charakterystyka systemu *cash poolingu* dla spółek niefinansowych WIG20 notowanych na GPW w Warszawie

LP.	Nazwa spółki	Charakterystyka *cash polingu*
1	ALLEGRO	W Grupie Kapitałowej Allegro.eu w ramach zarządzania ryzykiem płynności finansowej nie jest stosowany mechanizm koncentracji środków pieniężnych tzw. system *cash poling*.
2	ASSECOPOL	W Grupie Kapitałowej Asseco w ramach zarządzania ryzykiem płynności finansowej nie jest stosowany mechanizm alokacji środków pieniężnych pomiędzy spółkami – tzw. *cash pooling*, ale dochodzi do przesunięcia środków pomiędzy spółkami w Grupie poprzez udzielanie pożyczek wewnątrzgrupowych na zasadach rynkowych.
3	CCC	W Grupie Kapitałowej CCC w ramach zarządzania ryzykiem płynności finansowej stosowany jest mechanizm koncentracji środków pieniężnych tzw. system *cash poling* rzeczywisty. Grupa kapitałowa wykorzystuje metodę zerowania sald bieżących na rachunkach bankowych i rachunkach, na których udostępniane są przez kredytodawców środków pieniężnych przeznaczonych na finansowanie bieżącej działalności.
4	CDPROJEKT	W Grupie Kapitałowej CD Projekt w ramach zarządzania ryzykiem płynności finansowej nie jest stosowany mechanizm koncentracji środków pieniężnych tzw. system *cash poling*.
5	CYFROWY POLSAT	W Grupie Kapitałowej Cyfrowy Polsat w ramach zarządzania ryzykiem płynności finansowej nie jest stosowany mechanizm koncentracji środków pieniężnych tzw. system *cash poling*.
6	DINOPL	W Grupie Kapitałowej Dino Polska S.A. w ramach zarządzania ryzykiem płynności finansowej nie jest stosowany mechanizm koncentracji środków pieniężnych, tzw. system *cash poling*.

7	JSW	W Grupie Kapitałowej JSW S.A. w celu efektywniejszego zarządzania bieżącą płynnością finansową funkcjonuje system zarządzania środkami pieniężnymi *cash poling* rzeczywisty, który pozwala na dostęp do wewnątrzgrupowego finansowania dla każdej spółki będącej uczestnikiem struktury. Głównym podmiotem zasilającym w ramach *cash poolingu* w 2021 roku była spółka JSW KOKS.
8	KGHM	W Grupie Kapitałowej KGHM proces zarządzania płynnością wspiera system *cash poolingu*, który ma za zadanie aktywne zarządzanie bieżącymi niedoborami i nadwyżkami środków pieniężnych na rachunkach bankowych spółek uczestniczących w systemie, a także optymalizację zarządzania posiadanymi środkami pieniężnymi, ograniczenie kosztów odsetkowych, efektywne finansowanie bieżących potrzeb w zakresie finansowania kapitału obrotowego oraz wspieranie krótkoterminowej płynności finansowej. Grupa Kapitałowa wykorzystuje usługę zarządzania środkami pieniężnymi w grupie rachunków – *cash pooling* lokalny w PLN, USD i EUR oraz międzynarodowy w USD, CAD.
9	LPP	W Grupie Kapitałowej LPP w ramach zarządzania ryzykiem płynności finansowej nie jest stosowany mechanizm koncentracji środków pieniężnych tzw. system *cash poling*.
10	LOTOS	W Grupie Kapitałowej Lotos w ramach zarządzania płynnością stosowany jest system *cash poolingu* rzeczywistego. Funkcjonowanie tego systemu pozwala efektywnie wykorzystywać nadwyżki z jednoczesnym zmniejszeniem zapotrzebowania na finansowanie bieżące uczestników, a także optymalizować płynność i salda odsetek.
11	MERCATOR	W Grupie Kapitałowej Mercator Medica w ramach zarządzania ryzykiem płynności finansowej nie jest stosowany mechanizm koncentracji środków pieniężnych tzw. system *cash poling*.
12	ORANGEPL	W ramach Grupy Kapitałowej Orange Polska ma miejsce scentralizowane zarządzanie środkami pieniężnymi – system *cash polingu* rzeczywistego. W ramach umowy konsolidacji sald ma miejsce proces zarządzania środkami pieniężnymi Grupy poprzez inwestowanie środków pieniężnych wygenerowanych przez spółki wchodzące w skład Grupy na rachunku jednostki dominującej.
13	PGNIG	W Grupie Kapitałowej PGNIG wykorzystywany jest *cash pooling* rzeczywisty, który polega na wzajemnym bilansowaniu sald wskazanych rachunków bankowych PGNIG i spółek zależnych. Dzięki systemowi *cash poolingu* w obrębie jednej grupy kapitałowej środki pieniężne podmiotów posiadających nadpłynność są wykorzystywane do finansowania działalności podmiotów wykazujących niedobór środków pieniężnych, prowadząc do zwiększenia efektywności wykorzystania zasobów finansowych oraz obniżenia kosztów odsetek ponoszonych przez spółki finansujące niedobory środków pieniężnych w ramach tego systemu.
14	PGE	W Grupie Kapitałowej PGE, w celu efektywnego zarządzania płynnością, wykorzystywany jest system *cash poolingu* rzeczywistego, w którym uczestniczy 31 spółek Grupy. W ramach struktury *cash polingu* poszczególne podmioty rozliczają swoje pozycje ze Spółką, a Spółka rozlicza się z bankami.
15	PKNORLEN	Grupa Kapitałowa ORLEN do efektywnego zarządzania bieżącą płynnością finansową oraz optymalizacji kosztów finansowych w ramach Grupy ORLEN wykorzystywała systemy koncentracji środków finansowych - systemy *cash-poolingu*. Na koniec 2021 roku funkcjonowały następujące systemy *cash-poolingu* zarządzane przez PKN ORLEN: systemy *cash-pooling* rzeczywisty dla polskich spółek Grupy ORLEN (33 spółki Grupy ORLEN), wielowalutowy system *cash-pooling* dla zagranicznych spółek Grupy ORLEN (8 spółek zagranicznych Grupy ORLEN) oraz Energa: systemy *cash pooling* rzeczywisty dla polskich spółek Grupy Energa (23 spółki Grupy Energa).
16	TAURONPE	W Grupie Kapitałowej TAURON funkcjonuje scentralizowane zarządzanie finansami, w tym struktura *cash pool* rzeczywistego. Mechanizm scentralizowanego zarządzania środkami pieniężnymi w Grupie Kapitałowej pozwala na zapewnienie bieżącej płynności finansowej na poziomie całej grupy, przy jednoczesnym ograniczeniu kosztów zewnętrznego finansowania krótkoterminowego i minimalizacji kosztów finansowych związanych z utrzymywaniem na rachunkach bankowych nadwyżek środków pieniężnych. Dzięki funkcjonowa-

		niu struktury *cash pool* spółki Grupy Kapitałowej TAURON, posiadające krótkotrwałe niedobory środków, mogą korzystać ze środków spółek wykazujących nadwyżki finansowe, bez konieczności pozyskiwania finansowania zewnętrznego.

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów skonsolidowanych spółek notowanych na GPW w Warszawie.

Na podstawie informacji zaprezentowanych w tabeli 1, na temat stosowanego lub też nie systemu *cash poolingu* w zarządzaniu ryzykiem płynności finansowej,scentralizowany system zarządzania środkami pieniężnymi wdrożony został w 9 z 16 spółek niefinansowych notowanych w WIG20 na koniec 2021 roku. W grupie 7 spółek nie stosujących systemu *cash poolingu* znalazły się: Allegro, Asseco Poland, CD Project, Cyfrowy Polsat, Dino Polska, LPP, Mercator Medical. W przypadku spółki Asseco Poland miało miejsce pewne rozwiązanie pośrednie, albowiem formalnie w ramach grupy kapitałowej nie został wdrożony system *cash poolingu*, ale funkcjonowało rozwiązanie polegające na przesunięciu środków pieniężnych pomiędzy spółkami w Grupie poprzez udzielanie pożyczek wewnątrzgrupowych na zasadach rynkowych. Brak wdrożonego mechanizmu *cash poolingu* w zarządzaniu środkami pieniężnymi grupy można tłumaczyć wprowadzonym rozwiązaniem w zakresie zarządzania grupą, to jest modelem federacyjnym, który oznacza, że finansowanie bieżącej działalności pozostaje odpowiedzialnością zarządu każdej spółki zależnej funkcjonującej w ramach grupy kapitałowej.

Z zestawionych informacji (tabela 1) wynika, że z grupy 16 spółek niefinansowych mechanizm scentralizowanego zarządzania środkami pieniężnymi stosuje 9 przedsiębiorstw, to jest 56% wszystkich analizowanych podmiotów zakwalifikowanych do grupy badawczej. W ramach badanych grup kapitałowych najczęściej zastosowanie miała konsolidacja rzeczywista. W praktyce spółki wykorzystywały głównie strukturę *cash poolingu* rzeczywistego, która opierała się na mechanizmie zerowania sald. Grupy kapitałowe, na które scedowana została odpowiedzialność wdrożenia efektywnego mechanizmu zarządzania płynnością finansową, deklarowały, że w celu zminimalizowania ryzyka utraty płynności finansowej, czy też ograniczenia zakłóceń przepływów pieniężnych korzystały z usługi *cash poolingu*. Zarządzanie płynnością finansową oraz ryzykiem utraty płynności polegało przede wszystkim na wykorzystaniu nadwyżek środków pieniężnych podmiotów w ramach struktury kapitałowej i ich kierowanie do spółek, które wykazywały niedobory środków pieniężnych. Ten sposób konsolidacji środków pieniężnych pozwalał grupom kapitałowym ograniczyć zapotrzebowanie na środki finansowe pozyskiwane z zewnątrz, a tym samym zmniejszyć koszty finansowe rozpatrywane z perspektywy grupy kapitałowej. Na uwagę zasługuje również to, że usługa *cash poolingu* była wykorzystywana w celu maksymalizowania przychodów finansowych osiąganych z gromadzonych nadwyżek środków pieniężnych. W przypadku grup kapitałowych, których struktury obejmują również spółki zagraniczne miała miejsce sytuacja, gdzie oprócz *cash poolingu* lokalnego (krajowego), występował tzw. *cash pooling* wielowalutowy, a polegał on na koncentracji dodatnich i ujemnych sald zgromadzonych na rachunkach bankowych w różnych walutach wykorzystywanych przez grupę kapitałową. Sytuacja taka dotyczyła GK Orlen oraz GK KGHM, a funkcjonujący tam *cash pooling* wielowalutowym miał na celu przede wszystkim zapewnić efektywne zarządzanie płynnością finansową całej grupy kapitałowej z uwzględnieniem spółek zagranicznych.

Zakończenie

Zorganizowanie przedsiębiorstwa w formie grupy kapitałowej wymaga ścisłego współdziałania spółek wchodzących w skład grupy. Jednocześnie integracja spółek wymusza konieczność wdrożenia systemów wspomagających zarządzanie przedsiębiorstwem jako całością. Jednym z obszarów, który podlega integracji w ramach grupy kapitałowej jest zarządzanie finansami, w

tym zarządzanie płynnością finansową, obejmujące swym zakresem zarządzanie środkami pieniężnymi.

Płynnością finansową podobnie jak środkami pieniężnymi można zarządzać. W przypadku grupy kapitałowej oznacza to współdziałanie, które ma zapewnić efektywne wykorzystanie środków pieniężnych będących w dyspozycji przedsiębiorstwa. Zarządzanie środkami pieniężnymi byłoby niemożliwe bądź znacznie utrudnione, gdyby nie możliwość wdrożenia usługi *cash poolingu*. Z uzyskanych rezultatów badań wynika, że przedsiębiorstwa wielozakładowe korzystają z usługi *cash poolingu*, która wspieraja efektywne zarządzanie płynnością finansową, jednocześnie pozwalając maksymalizować korzyści związane z utrzymywaniem nadwyżek środków pieniężnych, czy też minimalizować koszty finansowe związane z finansowaniem działalności przy jednoczesnym ograniczeniu zapotrzebowania na środki finansowe pozyskiwane z zewnątrz.

Na podstawie przedsiębiorstw niefinansowych wchodzących w skład WIG20 notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie można stwierdzić, że najczęściej stosowanym rozwiązaniem w zakresie zarządzania środkami finansowymi jest *cash pooling* rzeczywisty. Należy oczekiwać, że wraz z rozwojem rynków finansowych, postępującej globalizacji oraz coraz większej liczby przedsiębiorstw funkcjonujących w formie grup kapitałowych, znaczenie struktur *cash pollingu* w zarządzaniu płynnością finansową współczesnych przedsiębiorstw będzie rosło.

Bibliografia

Cicirko T. (red.) (2010). *Podstawy zarządzania płynnością finansową przedsiębiorstwa.* Warszawa: Oficyna Wydawnicza Szkoła Główna Handlowa w Warszawie.

Chorowska-Kasperlik E. (2015). Cash pooling w grupie kapitałowej – wybrane aspekty podatkowe. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach*, nr 225, 61-73.

Czuba-Kulisińska B. (2017). Sterowanie płynnością finansową z wykorzystaniem *cash poolingu* na przykładzie grupy kapitałowej. *Zeszyty Naukowe Politechniki Częstochowskiej Zarządzanie*, nr 25, tom 1, 194–204.

Czyżkowska M. (2006). Cash pooling jako zawansowana metoda zarządzania zasobami pieniężnymi. *Studenckie Prace Prawnicze, Administratywistyczne i Ekonomiczne*, nr 4, 9-20.

Eton M., Uwonda G., Mwosi F., Ogwel B. P., & Obote D. (2019). Cash Management and Financial Performance of Business Firms in Northern Uganda a Case of Lira District. *International Journal of Business Management and Technology*, vol. 3 issue 4, 115-125.

Faque M. (2020). Cash management strategies and firm financial performance: a comprehensive literature review. *Bussecon Review of Finance & Banking*, vol. 2 no. 2, 36-43.

Franczak I. (2016). *Cash pooling* jako nowoczesna strategia zarządzania płynnością finansową grupy kapitałowej. *Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Humanitas. Zarządzanie*, nr 3, 71-80.

Grzywacz J. (2004). *Bankowość elektroniczna w działalności przedsiębiorstwa*. Warszawa: Szkoła Główna Handlowa w Warszawie.

Grzywacz J. (2016). Skuteczność systemów *cash pooling* w zarządzaniu środkami pieniężnymi przedsiębiorstwa. *Zeszyty Naukowe PWSZ w Płocku. Nauki Ekonomiczne*, tom 23, 217-230.

Grzywacz J., Lipski M. (2008). *Cash pooling* jako instrument efektywnego zarządzania środkami pieniężnymi w przedsiębiorstwie. *Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów*, Zeszyt Naukowy nr 89, s. 49-62.

Kreczmańska-Gigol K. (red.) (2010). *Aktywne zarządzanie płynnością finansową przedsiębiorstwa.* Warszawa: Wydawnictwo Difin.

Kuciński, A. (2022). Ocena płynności finansowej w przedsiębiorstwie uwagi terminologiczne i metodologiczne. *Przedsiębiorczość - Edukacja*, tom 18 nr 2, 180–191.

Madura, J. (2010). *International Financial Management 13th edition*. Boston: Cengage Learning.

Niwemutoni S., Mulyungi P., Shukla J. (2018). Effect of cash management practices on financial performance of small medium enterprises in Rwanda: case study of SMEs in Kicukiro district. *International Journal of Management and Commerce Innovations,* vol. 6, issue 1, 940-949.

Orliński B. (2013). Wykorzystanie "*cash poolingu*" w grupach kapitałowych małych i średnich przedsiębiorstw. *Ekonomiczne Problemy Usług*, nr 102, 387-397.

Pustuł J. (2015). *Cash-pooling* : konsekwencje w podatku od towarów i usług oraz podatku od czynności cywilnoprawnych. *Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego,* nr 4 (802), 8-13.

Remlein M. (2012). Cash pooling czy netting? W poszukiwaniu efektywnych instrumentów zarządzania finansami grupy kapitałowej. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu,* nr 233, 87-99.

Siepińska M., Wędzki D. (2002). *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.

Szumielewicz W. (2009). *Cash management w grupach kapitałowych. Diagnozowanie, kształtowanie, ocena.* Warszawa: Wydawnictwo Difin.

Walter G., Kenesei B. (2015). Innovative Banking Services for Centralised Corporate Cash Management. *Public Finance Quarterly*, vol. 60, no. 3, 312-325.

Westerman, W. (2020). Cash management organisation decision – making: economics, strategy and operations, *The Central European Review of Economics and Management*, vol. 4, issue 2, 155-166.

Westerman, W., & von Eije, J. H. (2005). Multinational cash management in Europe towards centralisation and disintermediation: the Philips case. *Managerial Finance*, vol. 31, issue 10, 65-74.

Wündisch K. (1973). Centralized Cash Management Systems for the Multinational Enterprise. *Management International Review*, vol 13, no. 6, 43-57.

Zawal-Kubiak H. (2004). Cash pooling - skutki w podatku dochodowym. *Przegląd Podatkowy*, nr 2, 14-20.

CASH POOLING AS AN INSTRUMENT OF LIQUIDITY MANAGEMENT IN A CAPITAL GROUP

Abstract

Purpuse – The article deals with topics including liquidity management in a corporate group. The need to manage financial liquidity in the enterprise is due to the fact that having financial liquidity is necessary to ensure the continuity of the business entity. At the same time, maintaining a certain level of fi nancial liquidity in the enterprise is

associated with the need to have a certain level of cash in order to be able to smoothly settle current financial obligations. The issue of ensuring financial liquidity concerns both large and small enterprises, where in the case of complex organizational structures, of which capital groups are an example, managing financial liquidity is much more difficult. Thus, the research problem presented in the article refers to companies functioning as capital groups, while the purpose of the study is to analyze and evaluate the use of cash pooling structure in liquidity management on the example of capital groups - non-financial companies listed in the WIG20 index on the Warsaw Stock Exchange.
Methodology – The study used literature analysis, critical analysis of the literature, as well as descriptive method and logical inference as research methods.
Findings – Based on the results of the research, it can be noted that non-financial companies included in the WIG20 listed on the Warsaw Stock Exchange that are capital groups often use the cash pooling structure in liquidity management, which allows primarily to reduce the need for external financial resources, reduce financial costs and optimize the cash at the company's disposal.

Keywords: cash pooling, capital group, financial liquidity, liquidity management.

JEL classification: G20, G30, G32.

Andrzej Kuciński
Wydział Ekonomiczny, Akademia im. Jakuba z Paradyża w Gorzowie Wielkopolskim
ul. Fryderyka Chopina 52, 66-400 Gorzów Wielkopolski
e-mail: akucinski@ajp.edu.pl