

Zarządzanie płynnością jako sposób na poprawę efektywności w zarządzaniu finansami

Anna Kwiecień*

Streszczenie: *Cel* – Celem niniejszego opracowania jest zwrócenie uwagi na efektywność zarządzania płynnością poprzez efektywne inwestowanie nadwyżek finansowych. W artykule zaprezentowano także strategię *cash pooling* jako przykład nowoczesnego zarządzania finansami, pozwalającego na utrzymanie płynności i podnoszącego efektywność grup kapitałowych.

Metodologia badania – Artykuł powstał w oparciu o analizę literatury oraz publikacji z internetowych stron specjalistycznych.

Wynik – Efektem niniejszego opracowania jest zwrócenie uwagi na ważną kwestię efektywnego zarządzania płynnością, czyli odejście od zachowawczego trzymania bezpiecznej nadwyżki finansowej na rzecz efektywnego inwestowania nadwyżek w krótkim i dłuższym horyzoncie czasowym.

Oryginalność/wartość – Podjęty temat nie ma charakteru nowości. Starano się jednak zwrócić uwagę na kwestie, które w tak popularnym temacie, jak płynność bywają pomijane. Często bowiem omawiana jest płynność, rzadziej jednak zarządzanie nią w kontekście efektywności.

Słowa kluczowe: płynność, nadwyżka finansowa, cash pooling

Wprowadzenie

W warunkach zaciętej konkurencji rynkowej efektywność jest odmieniana przez wszystkie przypadki, a firmy dążą do jej poprawy we wszystkich obszarach. Niewiele osób jednak zdaje sobie sprawę, że efektywności można szukać także przy zarządzaniu środkami firmy.

Wszystkie przedsiębiorstwa powinny charakteryzować się efektywnym zarządzaniem w działaniach operacyjnych, taktycznych i strategicznych. Działalność gospodarcza to nie tylko produkowanie i szukanie możliwości rozwoju przedsiębiorstw. Sukces gospodarczy w przedsiębiorstwach związany jest ze sprzedażą wyprodukowanych produktów finalnych lub usług i skróceniem czasu zamiany należności na gotówkę, co wiąże się z problemem ich windykacji, a w konsekwencji z rzeczywistą płynnością finansową.

Dobra kondycja finansowa przedsiębiorstwa, jego sukcesy, ale także i reputacja zależą w dużej mierze od płynności finansowej. Kryzysowe doświadczenia przedsiębiorstw w ostatnich latach spowodowały wzrost zainteresowania ze strony zarządzających sposobami zapewnienia płynności finansowej i zmniejszania ryzyka prowadzenia biznesu.

* dr Anna Kwiecień, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, 40-287 Katowice, ul. 1 Maja 50, e-mail: anna.kwiecien@ue.katowice.pl.

Dlatego też istotne jest ciągle poszukiwanie metod zarządzania płynnością, które w sposób jasny i precyzyjny określą poziom i efektywność wykorzystania zasobów przedsiębiorstwa, w tym szczególnie nadwyżek finansowych.

Efektywne decyzje w zarządzaniu finansami przedsiębiorstw prowadzą w konsekwencji w kierunku wzrostu ich wartości. Stają się one podstawą do uzyskiwania wysokiej kondycji finansowej przedsiębiorstw. Płynność finansowa przedsiębiorstw zależy od umiejętności zarządzania posiadanymi zasobami. Szczególnie efektywność kapitałów własnych i obcych, urealniona posiadaną płynnością finansową, jest miarą oceny zarządzania finansami w długim i krótkim okresie czasu (Krajewski 2013).

W świetle powyższych rozważań celem niniejszego opracowania jest zwrócenie uwagi na różne kwestie związane z zarządzaniem płynnością, ze szczególnym uwzględnieniem efektywności inwestowania nadwyżek finansowych. W artykule zaprezentowano także strategię *cash pooling* jako przykład nowoczesnego zarządzania finansami, pozwalającego na utrzymanie płynności i podnoszącego efektywność grup kapitałowych.

1. Płynność

Jedną z najważniejszych dziedzin zarządzania finansami w przedsiębiorstwie jest zarządzanie płynnością finansową. Jego znaczenie rośnie zwłaszcza w okresach dekonunktury. Utrzymanie płynności finansowej staje się wtedy podstawowym celem przedsiębiorstwa, ważniejszym nawet od zysku.

Płynność finansowa, rozumiana jako zdolność przedsiębiorstwa do regulowania bieżących zobowiązań i koniecznych wydatków (Wojciechowska 2001: 14), jest wyjątkowo istotnym elementem zarządzania finansami firmy. W krótkim okresie czasu to płynność, a nie rentowność, decyduje o istnieniu przedsiębiorstwa na rynku (Cicirko 2010: 9).

Należy zwrócić również uwagę na aspekt majątkowo-kapitałowy płynności, gdyż dotyczy on wzajemnych relacji między majątkiem, który stanowi zabezpieczenie spłaty zobowiązań w terminie, a zobowiązaniami finansującymi ten majątek (Wędzki 2003: 33). Płynność finansowa jest w dużym stopniu determinowana przez tempo zamiany poszczególnych elementów majątku na gotówkę (płynność majątkowa). Sytuacja będzie tym lepsza, im większy będzie udział aktywów o wysokim stopniu płynności w całym majątku. Utrzymanie płynności wymaga posiadania przez przedsiębiorstwo nie tylko środków pieniężnych i aktywów szybko zbywalnych, ale także odpowiedniego udziału zobowiązań w długim terminie wymagalności (Kusak, Kowalczyk 2006: 9–10).

Zarządzanie płynnością finansową ma na celu utrzymywanie odpowiedniej wartości płynnych środków pieniężnych, gdyż opóźnienia w wywiązywaniu się ze zobowiązań powodują nieufność kontrahentów i kredytujących instytucji finansowych, co może doprowadzić w skrajnych przypadkach do bankructwa.

Utrzymanie płynności finansowej stanowi podstawę sprawnego zarządzania firmą. Znaczącą rolę w ograniczeniu problemów związanych z jej utrzymaniem odgrywają narzędzia

finansowe, usprawniające przepływy pieniężne i pozwalające na zachowanie odpowiedniej struktury między należnościami a zobowiązaniami. Posiadanie wiedzy z zakresu skutecznego zarządzania aktywami obrotowymi i kapitałami je finansującymi jest niezbędne przy jednoczesnym utrzymaniu odpowiedniego poziomu zyskowności kapitałów własnych. Istotne jest utrzymanie zasobów pieniężnych na takim poziomie, aby przyczyniały się do osiągnięcia maksymalnych korzyści dla właścicieli przedsiębiorstwa¹.

Zachowanie płynności finansowej jest warunkiem zachowania ciągłości działania przedsiębiorstwa. Jeżeli nie jest ono w stanie terminowo wywiązać się z zaciągniętych przez siebie zobowiązań – narusza równowagę finansową i przyczynia się do powstania zatorów płatniczych. Utrata płynności finansowej to chwilowa, krótkookresowa niezdolność podmiotu do regulowania (spłacania) najbardziej wymagalnych zobowiązań (krótkoterminowych) lub krótkookresowa niezdolność do pokrycia wydatków operacyjnych i finansowych z przychodów bieżącego okresu i środków zgromadzonych w poprzednich okresach lub krócej: nieregulowanie zobowiązań na czas (Sierpińska, Jachna 2011: 80).

Utrata płynności jest pierwszą oznaką niewypłacalności (niezdolności do regulowania wszystkich zobowiązań bez względu na ich wymagalność), która w długim okresie skutkować może upadłością.

2. Nadwyżki finansowe

W kontekście zarządzania płynnością bardzo ważne jest zarządzanie nadwyżkami finansowymi w przedsiębiorstwie.

Aby sprawnie funkcjonować, przedsiębiorstwo powinno dysponować odpowiednimi wolnymi środkami finansowymi. Wielkość środków pieniężnych, jakie powinny być utrzymywane na rachunku bieżącym uzależniona jest od wielkości zobowiązań, jakie wynikają z funkcjonowania podmiotu gospodarczego. Najważniejsze jest zabezpieczenie odpowiedniej wysokości środków na zobowiązania wobec pracowników, zobowiązania publiczne, płatności wobec dostawców oraz na obsługę zadłużenia.

Często zdarza się jednak, że dążąc do utrzymania płynności przedsiębiorstwo popada w okresową nadpłynność. To zaś nieuchronnie prowadzi do pułapki obniżenia efektywności środków obrotowych. Należy więc wzmocnić efektywność zarządzania tymi środkami (Lipka-Bebeniec b). Zbyt wysoki poziom płynnych środków pieniężnych powoduje zamrożenie części kapitału obrotowego, który nie wspiera operacyjnej działalności przedsiębiorstwa, a tym samym powoduje zmniejszenie rentowności zasobów przedsiębiorstwa i zyskowności sprzedaży. Nadpłynność oznacza, że firma dysponuje środkami, których nie jest w stanie efektywnie wykorzystać.

¹ Kwestie właściwej struktury kapitałowo-majątkowej są omawiane w wielu pozycjach literatury, dlatego w niniejszym opracowaniu nie będą rozwijane.

Utrzymywanie znacznych nadwyżek finansowych i trzymanie ich na bieżącym rachunku bankowym przyczynia się do obniżenia efektywności gospodarowania, ponieważ oprocentowanie środków na tego typu rachunkach jest bliskie zeru. Dlatego właśnie utrzymanie właściwej płynności finansowej w przedsiębiorstwie narzuca konieczność bieżącej kontroli przepływu gotówki. Do tego potrzebny jest plan obrotów gotówkowych, czyli preliminarz. Jest on instrumentem aktywnego sterowania wpływami i wydatkami przedsiębiorstwa, umożliwiającym prowadzenie gospodarki pieniężnej w sposób z góry określony (Sierpińska, Wędzki 2008: 236).

Preliminarz obrotów gotówkowych pełni następujące funkcje:

1. Programuje obieg środków pieniężnych w odpowiednich przedziałach czasu w sposób zapewniający utrzymanie płynności finansowej przedsiębiorstwa przy racjonalnym kształtowaniu kosztów finansowych utrzymania tej płynności.
2. Określa z góry działania podejmowane dla zapewnienia dodatkowych źródeł finansowania lub zmierzające do odpowiedniego przesunięcia płatności (w porozumieniu z wierzycielami) w przypadku przewidywanego spiętrzenia płatności.
3. Wyznacza przedsięwzięcia pozwalające na najkorzystniejsze lokowanie nawet krótkoterminowych nadwyżek finansowych.

Preliminarz służy więc do świadomego, określonego sterowania płynnością finansową, obejmując w przekroju odpowiednich przedziałów czasu przewidywane wpływy i wydatki gotówkowe oraz sposoby pokrycia niedoborów i właściwego wykorzystania przejściowych nadwyżek gotówki.

Konieczne jest więc właściwe inwestowanie posiadanych nadwyżek tak, aby były efektywne. Od 1989 roku rynek kapitałowy w Polsce przeszedł bardzo dynamiczny proces rozkwitu, stwarzając warunki do powstania wielu innowacyjnych produktów finansowych (Lipka-Bebeniec a). Okazuje się jednak, że po upływie ponad dwóch dekad zwyczaję firm i instytucji w zakresie zarządzania płynnością w krótkim terminie zasadniczo się nie zmieniły.

Z rozmów i obserwacji wynika, że osoby odpowiedzialne za finanse – członkowie zarządów, dyrektorzy finansowi czy główni księgowi – w dalszym ciągu preferują przede wszystkim rachunki oszczędnościowo-rozliczeniowe, depozyty jednodniowe, tzw. *overnighty* (O/N), oraz klasyczne lokaty bankowe, na których lokują kapitał w średnim i długim terminie.

W celu utrzymania równowagi między płynnością finansową a rentownością, przedsiębiorstwo powinno lokować środki finansowe w płynnych instrumentach finansowych, takich jak: papiery dłużne skarbu państwa, lokaty terminowe czy też produkty strukturyzowane dające wysoką ochronę kapitału.

Podmioty powinny lokować nadwyżki finansowe w inny sposób niż na lokatach, np. inwestując w krótkoterminowe papiery wartościowe, bowiem utrzymywanie tego typu płynnych aktywów jest korzystniejsze niż utrzymywanie środków pieniężnych, gdyż:

- przynoszą one posiadaczom dochód wyższy niż środki zdeponowane na rachunkach,

- najczęściej tego typu papiery są emitowane przez rząd, banki lub duże firmy o wysokiej wiarygodności kredytowej, czyli cechuje je relatywnie niskie ryzyko,
- rynek na te papiery wykazuje wysoki stopień płynności, co oznacza, że ich płynność jest porównywalna do płynności środków pieniężnych.

Jeśli nawet ryzyko inwestycyjne jest wyższe, to przypomnieć należy zasadę zależności ryzyko – stopa zwrotu. Wydaje się, że zarządzający finansami pomijają w kwestii inwestowania nadwyżek finansowych zasadę, iż największe efekty finansowe i niefinansowe uzyskuje się przy najwyższym stopniu ryzyka. Wynika z niej, że podejmując decyzje gospodarcze co do kierunku prowadzenia działalności gospodarczej lub kierunków inwestowania, należy mieć na uwadze zależność pomiędzy możliwościami uzyskania coraz wyższej rentowności a coraz wyższym ryzykiem. Każde przedsięwzięcie inwestycyjne wiąże się z powstaniem określonego ryzyka, związanego z prawdopodobieństwem wystąpienia zysku lub straty. Trzeba jednak pamiętać, że wśród tych nowocześniejszych, bardziej efektywnych form inwestowania nadwyżek finansowych są również takie, które cechują się wysokim poziomem bezpieczeństwa.

Jedną z najpopularniejszych form inwestowania krótkookresowych nadwyżek jest lokata typu *overnight*. Jest to forma lokaty jednodniowej, przy czym otwierana jest w godzinach popołudniowych dnia roboczego i trwa do godzin porannych kolejnego dnia roboczego. Dla klienta jest to bardzo wygodne rozwiązanie, ponieważ w godzinach pracy może swobodnie regulować swoje należności, korzystając ze środków dostępnych na rachunku bieżącym. Nocą zgromadzone za dnia środki są chronione przed inflacją na rachunku technicznym lokaty (direct.money.pl). Zysk nie jest duży, ale i tak wyższy niż na rachunku bieżącym.

Inną zalecaną formą lokowania nadwyżek finansowych jest lokata strukturyzowana. Jest ona korzystnym rozwiązaniem dla przedsiębiorstw, które zamierzają ulokować nadwyżki finansowe na okres dłuższy niż jeden rok. Lokata strukturyzowana (czasem nazywana inwestycyjną) to instrument finansowy złożony z co najmniej dwóch instrumentów finansowych, które można podzielić na dwie części: część oszczędnościową oraz część inwestycyjną. Większa część kapitału (zwykle od 70 do 95%) lokowana jest w bezpieczne instrumenty (np. obligacje skarbowe), zaś pozostała część jest inwestowana w produkty finansowe o wyższym przewidywanym zysku, ale też większym ryzyku (www.najlepsze-lokaty.pl). W przypadku tego typu lokat przedsiębiorstwo może liczyć na zyski znacznie wyższe niż w przypadku pozostałych instrumentów rynku finansowego, przy zachowaniu ochrony inwestowanego kapitału. Należy również uświadomić sobie, że taka lokata prawie zawsze jest długoterminowa (zwykle 2–3 lata). Wiąże się to z koniecznością zagwarantowania klientowi zwrotu całej wpłaconej kwoty, a w tym celu bezpieczna część lokaty musi w odpowiednim czasie wypracować zysk na pożądanym poziomie (inaczej mówiąc: bezpieczna część lokaty + zysk z tej części = gwarantowany zwrot wpłaconego kapitału). To powoduje, że raczej nie może być wykorzystana do inwestowania krótkookresowych nadwyżek.

Inną zalecaną formą inwestowania są fundusze inwestycyjne rynku pieniężnego. Inwestują one powierzone kapitały w krótkoterminowe instrumenty rynku pieniężnego, czyli w bony skarbowe, certyfikaty depozytowe czy też bony komercyjne. W tych funduszach nie ma wahań cen, czyli ryzyko jest niższe, uzyskiwany w nich dochód również jest niższy niż w innych funduszach, ale wyższy niż na rachunku bieżącym. Najbezpieczniejsze z tych funduszy inwestują w bony skarbowe, średniookresowe obligacje rządowe oraz skrypty dłużne agencji rządowych.

Jeśli przedsiębiorstwo dysponuje znacznymi nadwyżkami finansowymi warto także korzystać z usługi *asset management*, oferowanej przez różne instytucje finansowe, i powierzyć zarządzanie swoim kapitałem wyspecjalizowanemu podmiotowi. Głównym zadaniem instytucji finansowych (przede wszystkim kredytowych) jest zarządzanie majątkami klientów indywidualnych i instytucjonalnych. Celem zarządzania powierzonymi aktywami jest osiągnięcie wysokiego wzrostu wartości przy danym kapitale lub osiągnięcie założonego wzrostu przy możliwie najniższej wartości zainwestowanego kapitału.

3. Cash pooling jako narzędzie zarządzania finansami

Przegląd literatury i publikacji prasowych każe nam zwrócić uwagę na jeszcze jeden aspekt w kontekście zarządzania płynnością.

Konieczność prowadzenia coraz bardziej efektywnej polityki zarządzania finansami w połączeniu z tendencją do wiązania się uczestników obrotu gospodarczego w grupy kapitałowe zarówno na rynkach lokalnych, jak i międzynarodowych wymusza stosowanie nowoczesnych form porozumień zmniejszających koszty finansowania bieżącej działalności. Między innymi z tych przyczyn coraz częściej spotkać można w obrocie prawnym rozwiązanie określane mianem *cash pooling* bądź też konsolidacją rachunków bankowych (Trusiński 2010). Cash pool jest stosunkowo złożonym narzędziem przeznaczonym dla grup kapitałowych i polega na skoncentrowaniu środków z indywidualnych rachunków bankowych podmiotów powiązanych w celu ich łącznego zarządzania przy wykorzystaniu efektu skali (większy może więcej).

Cash pooling może być więc traktowany jako metoda zwiększająca efektywność zarządzania finansami grupy podmiotów powiązanych. Polega ona na koncentrowaniu środków z jednostkowych rachunków poszczególnych uczestników i zarządzaniu zgromadzoną w ten sposób sumą przy wykorzystaniu możliwości wynikających z koncentracji środków (sald) na poszczególnych rachunkach. Dzięki takiemu rozwiązaniu wynik odsetkowy uczestników *cash pooling*u jest zdecydowanie korzystniejszy od rezultatów indywidualnego inwestowania nadwyżek i indywidualnego ponoszenia kosztów finansowania przez poszczególne jednostki. Walorem *cash pooling*u jest także możliwość koncentracji środków kilku podmiotów oraz kompensowania przejściowych nadwyżek wykazywanych przez jedne z podmiotów z przejściowymi niedoborami zaistniałymi u innych podmiotów. Dzięki takiej konstrukcji następuje minimalizowanie kosztów kredytowania działalności podmiotów

z grupy poprzez kredytowanie „wewnętrzne” (przy wykorzystaniu środków własnych grupy) (Trusiński 2010).

Warto jednak przypomnieć, że umowa cash pooling ma charakter umowy nienazwanej, podobnej do umowy kredytu i pożyczki i niestety pojawiają się rozbieżności interpretacyjne wokół kwestii cash pooling. Nadal pojawiają się wątpliwości, czy przejściowe transfery pieniężne między powiązаныmi spółkami są pożyczką. Ma to znaczenie dla możliwości zaliczania odsetek do kosztów podatkowych (Pękul 2014). Cash pooling można potraktować jako narzędzie wspomagające efektywne zarządzanie płynnością pojedynczych podmiotów i całych grup kapitałowych, do których te podmioty należą. Jednak decydując się na wejście w tego typu współpracę należy szczegółowo przeanalizować warunki umowy i konsekwencje z niej wynikające.

Uwagi końcowe

System zarządzania finansami w przedsiębiorstwie dotyczy różnych obszarów działalności. W tak rozumianym systemie dokonuje się wyboru optymalnego wariantu związanego z określoną decyzją gospodarczą.

W tym opracowaniu zwrócono uwagę na decyzje w obszarze zarządzania płynnością, ze szczególnym zwróceniem uwagi na wzrost jego efektywności poprzez właściwe gospodarowanie nadwyżkami finansowymi.

Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa zawsze związane jest z dużą niepewnością i ryzykiem, a równocześnie z dużymi szansami. Podejmowanie decyzji dotyczących zarządzania finansowego lokalizuje się w strukturze organizacyjnej przedsiębiorstwa na poziomie zarządu przedsiębiorstwa oraz, co istotne, uzależnione jest od decyzji właścicieli. W związku z tym zarząd przedsiębiorstwa musi znać istotę procesów finansowych i możliwe warianty decyzji, aby mógł podejmować racjonalne decyzje finansowe. Dlatego właśnie uzasadnione wydaje się podejmowanie takiej tematyki. Należy pamiętać, że samo utrzymanie płynności to za mało. Trzeba zabiegać o to, aby w parze z płynnością występowała efektywność gospodarowania nadwyżkami finansowymi.

Tematyka zarządzania płynnością jest złożona i wieloaspektowa. W niniejszym opracowaniu zwrócono zaledwie uwagę na kwestię efektywnego lokowania nadwyżek, pomijając inne zagadnienia, które mogą stanowić podstawę analizy w kolejnych opracowaniach Autorki.

Literatura

- Cicirko T. (2010), *Podstawy zarządzania płynnością finansową przedsiębiorstwa*, SGH, Warszawa. http://direct.money.pl/poradnik_finansowy/co-to-jest-lokata-overnight,poradnik-finansowy,haslo,360.html.
- Krajewski M. (2013), *Problemy wyboru efektywnych decyzji w zarządzaniu finansami przedsiębiorstw*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Finanse, rynki finansowe, ubezpieczenia, nr 766.
- Kusak A., Kowalczyk J. (2006), *Płynność finansowa: analiza i sterowanie*, C.H. Beck, Warszawa.

- Lipka-Bebeniec A. (a), *Jak efektywnie zarządzać finansami firmy*, <http://manager.nf.pl/jak-efektywnie-zarzadzac-finansami-firmy,45403,1>.
- Lipka-Bebeniec A. (b), *Pulapka okresowej nadpłynności*, <http://manager.nf.pl/pulapka-okresowej-nadplynno-sci,48562,7>.
- Lokata strukturyzowana – definicja i analiza opłacalności*, www.najlepszelokaty.pl/lokata-strukturyzowana.
- Pękul K. (2014), *Spór co do skutków cash pooling*, <http://podatki.gazetaprawna.pl/artykuly/790870,spor-co-do-skutkow-cash-poolingu.html>.
- Sierpińska M., Jachna T. (2011), *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Sierpińska M., Wędzki D. (2008), *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Trusiński J. (2010), *Cash Pool – efektywne zarządzanie finansami*, www.bankier.pl/wiadomosc/Cash-Pool-efektywne-zarzadzanie-finansami-2109746.html.
- Wędzki D. (2003), *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków.
- Wojciechowska U. (2001), *Płynność finansowa polskich przedsiębiorstw w okresie transformacji gospodarki*, SGH, Warszawa.

LIQUIDITY MANAGEMENT AS A WAY TO IMPROVE THE EFFICIENCY IN FINANCIAL MANAGEMENT

Abstract: *Purpose* – The purpose of this paper is to draw attention to the effectiveness of liquidity management through effective investment of financial surpluses. The article also presents the strategy of cash pooling, as an example of a modern financial management, allowing you to maintain liquidity and raising the efficiency of capital groups.

Design/methodology/approach – This article is based on an analysis of the literature and the publication of specialist websites.

Findings – The result of this study is to draw attention to the important issue of effective liquidity management, which is a departure from the safe keeping of conservative financial surplus, for the efficient investment of surplus in the short and long term

Originality/value – Taken on is not a novelty. Efforts were made to draw attention to issues that in such a popular topic as liquidity tend to be overlooked. It is often discussed is the liquidity, but rarely in the context of its management efficiency.

Keywords: liquidity, financial surplus, cash pooling

Cytowanie

- Kwiecień A. (2015), *Zarządzanie płynnością jako sposób na poprawę efektywności w zarządzaniu finansami*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 854, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 73, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 39–46; www.wneiz.pl/frfu.