

**Edyta Mioduchowska\***

Uniwersytet Szczeciński

## DETERMINANTY PRZEPLÝWÓW PIENIĘŻNYCH W GRUPIE KAPITAŁOWEJ

### STRESZCZENIE

Celem artykułu było przedstawienie czynników determinujących przepływy pieniężne w grupie kapitałowej. Potrzeba poznania tych czynników wynika z uwzględnienia ich w ocenie sytuacji finansowej grupy kapitałowej. Najogólniej czynniki kształtujące płynność finansową można podzielić na wewnętrzne (bezpośrednie) i zewnętrzne (pośrednie). Szczególną uwagę poświęcono opisowi czynników ilościowych, takich jak ceny transferowe, sposoby finansowania działalności i *cash management*.

**Słowa kluczowe:** przepływy pieniężne, grupa kapitałowa, ceny transferowe, sposoby finansowania działalności, *cash management*

### Wprowadzenie

Grupy kapitałowe jako specyficzne podmioty funkcjonujące w gospodarce rynkowej powstają w celu zwiększenia możliwości generowania pomnożonych przepływów pieniężnych, mimo że motywem miał być efekt synergii, który polegał na zwiększeniu efektywności poprzez obniżkę kosztów, maksymalizację sprzedaży, redukcję ryzyka czy wiele innych. Brak wzrostu efektywności podmiotów po połączeniu w grupę kapitałową, przynajmniej w pierwszych latach działalności, nie jest powodem, który zniechęca do łączenia się w podmioty połączone, ponieważ celem tego działania jest przeniesienie aktywów ze spółki dominującej do spółek zależnych

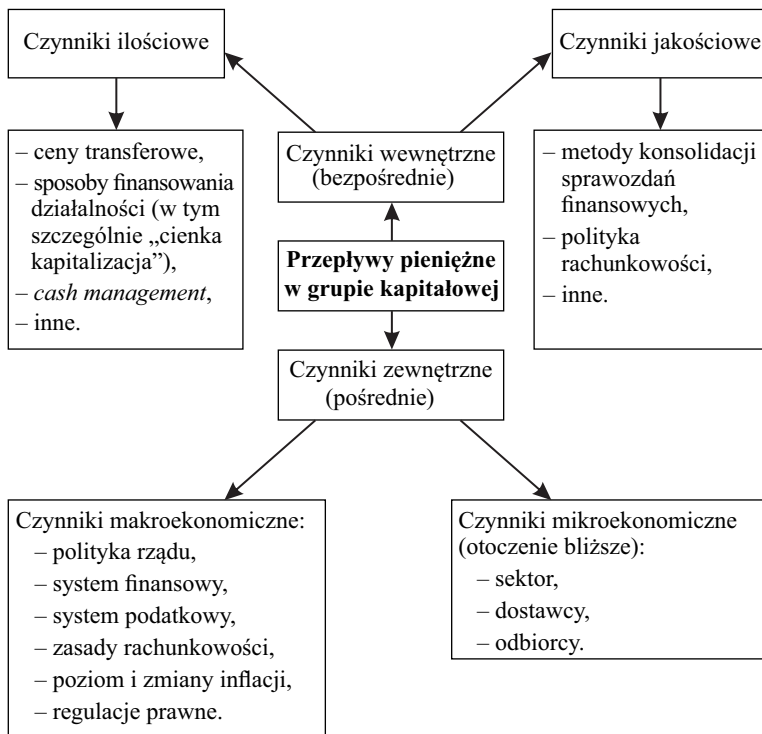
---

\* Adres e-mail: emioduch@wneiz.pl.

w celu wygenerowania wewnętrznych przepływów finansowych grupy, które zwiększają wartość spółki. Łączenie się podmiotów w grupy kapitałowe powoduje powstanie wewnętrznego rynku kapitałowego, który tworzy wartość dodaną grup kapitałowych.

Celem niniejszego artykułu jest identyfikacja czynników wpływających na tworzenie przepływów pieniężnych w grupach kapitałowych oraz określenie ich wpływu na ich wartość. Znajomość determinant kształtujących przepływy pieniężne w grupach kapitałowych daje możliwość zwrócenia szczególnej uwagi na ocenę sytuacji finansowej przez pryzmat tych czynników. Klasyfikacje czynników kształtujących przepływy pieniężne w grupie kapitałowej przedstawiono na rysunek 1.

Rysunek 1. Klasyfikacja czynników kształtujących przepływy pieniężne w grupie kapitałowej



Źródło: opracowanie własne.

Czynniki kształtujące przepływy pieniężne można podzielić na czynniki, które determinuje otoczenie makroekonomiczne, sektor i sama grupa kapitałowa. Czynniki takie, jak otoczenie makroekonomiczne i rynek, są determinantami zewnętrznymi, mającymi pośredni wpływ na przepływy finansowe w grupie kapitałowej. Czynniki wewnętrzne kształtuje sama grupa kapitałowa. Na grupę kapitałową wpływają czynniki wewnętrzne, które wynikają z warunków i sił występujących w danej jednostce. Otoczenie makroekonomiczne jest rozpatrywane ze względu na rodzaj i ma wymiar: ekonomiczny, techniczny, socjokulturowy, prawny i polityczny czy też międzynarodowy. Rynek, nazywany otoczeniem celowym, sektorowym czy konkurencyjnym, ma charakter podmiotowy, akcentujący grupy tak zwanych aktorów mikrootoczenia, a w szczególności właścicieli, konkurentów, klientów, dostawców, związki zawodowe, sojuszników strategicznych. Czynniki te zestawiono na rysunku 1.

Celem analizy otoczenia jest możliwie najszersze rozpoznanie zewnętrznych (systemowych) przesłanek zmian w przedsiębiorstwie. Analiza obejmuje bogaty zestaw zjawisk i procesów. Najczęściej wydziela się analizę makrootoczenia (otoczenie ogólne, dalsze) oraz analizę mikrootoczenia (otoczenie konkurencyjne, rynkowe, bliższe).

Analiza makrootoczenia uwzględnia zestaw czynników ogólnych, tworzących warunki brzegowe (uwarunkowania) przedsiębiorstwa. Do najistotniejszych należą<sup>1</sup>:

- a) uwarunkowania demograficzne – zdeterminowane przez liczbę ludności i tempo przyrostu naturalnego, zmiany struktury ludności w jej podstawowych przekrojach (wiek, płeć, rozmieszczenie geograficzne, wykształcenie, zatrudnienie, poziom zamożności);
- b) uwarunkowania ekonomiczno-prawne – kształtowane przez ogólny stan gospodarki, tempo i kierunki jej rozwoju, stopień otwarcia i integracji z gospodarką światową, nowo uruchomione instrumenty makroekonomiczne (stopy procentowe, kursy walutowe, stopy opodatkowania), nowo wdrażane normy prawne regulujące ustroj gospodarczy państwa;
- c) uwarunkowania społeczno-polityczne – szczególne rozwiązania w zakresie polityki społeczno-gospodarczej państwa (preferencje, priorytety, programy rozwojowe, walka z bezrobociem i tym podobne);
- d) uwarunkowania techniczno-technologiczne – determinowane przez skalę i dynamikę postępu cywilizacyjnego, stopień innowacyjności gospodarki i jej poszczególnych dziedzin, rozwój nauki i badań stosowanych;

<sup>1</sup> G. Gierszewska, M. Romanowska, *Analiza strategiczna*, PWE, Warszawa 2003, s. 49.

e) uwarunkowania w sferze świadomości społecznej – kształtowane przez ogólny poziom wiedzy ekonomicznej, akceptację norm i wartości systemu gospodarki rynkowej, rozwój przedsiębiorczości i postaw innowacyjnych.

Doświadczenia z zakresu rozwoju polskiej przedsiębiorczości wskazują, że uwarunkowania ogólne mają zasadnicze znaczenie, ponieważ określają szanse i zagrożenia dla większości przedsiębiorstw<sup>2</sup>.

Czynniki wewnętrzne mają charakter jakościowy i ilościowy. Do czynników jakościowych zalicza się przede wszystkim<sup>3</sup>:

- a) jakość procesów zarządzania, jakość kadr na wszystkich szczeblach zarządzania (poziom doświadczenia i kompetencji kadry zwłaszcza kierowniczej, elastyczność działania kierownictwa, skłonność do ponoszenia ryzyka, znajomość i umiejętność praktycznego wykorzystania skutecznych, nowoczesnych metod zarządzania), postawa wierzycieli i właścicieli firmy;
- b) jakość systemu informacji (stosowane systemy finansowo-księgowo, system informacji dotyczący otoczenia organizacji);
- c) asymetrię informacji;
- d) możliwość i skuteczność kontroli firmy przez jej właścicieli;
- e) jakość posiadanych aktywów, zwłaszcza długoterminowych (na przykład stan techniczny, poziom nowoczesności, adekwatność w stosunku do prowadzonej działalności);
- f) pozycję podmiotu gospodarczego na rynku (w tym image firmy);
- g) kulturę organizacji (normy, wartości i zachowania społeczne pracowników, poziom ich lojalności).

Lista czynników jakościowych (niewymiernych) jest długa i zróżnicowana. Ich cechą wspólną jest fakt, iż bardziej lub mniej bezpośrednio kształtują sytuację finansową podmiotu. Sprzyjając generowaniu określonych rodzajów kosztów czy też pomnażaniu przychodów ze sprzedaży, implikują poziom efektywności podejmowanych decyzji finansowych i inwestycyjnych, które przekładają się na wielkość przepływów pieniężnych w grupie kapitałowej. W tej części pracy szczególnie zwrócono się w kierunku metody konsolidacji sprawozdań finansowych jako jednego z wielu czynników mających wpływ pośredni na przepływy pieniężne w grupie kapitałowej.

<sup>2</sup> C. Suszyński, *Restrukturyzacja, konsolidacja, globalizacja przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2003, s. 75–76.

<sup>3</sup> E. Siemińska, *Metody pomiaru i oceny kondycji finansowej przedsiębiorstwa*, TNOiK, Toruń 2002, s. 52–53.

Czynniki ilościowe (mieralne) wynikają z warunków i sił występujących w danej grupie kapitałowej. Wśród czynników, które na tym poziomie się identyfikuje, a dotyczą również pojedynczych podmiotów, można wyróżnić poziom i strukturę zasobów materialnych i niematerialnych<sup>4</sup>. Natomiast wśród czynników specyficznych zarezerwowanych tylko dla podmiotów powiązanych należałoby wydzielić: ceny transferowe, sposoby wzajemnego finansowania działalności, *cash management*.

### 1. Ceny transferowe (*transfer pricing*)

Zagadnienie cen transferowych jest pojęciem interdyscyplinarnym i stanowi podstawę zainteresowania wielu różnych specjalności naukowych.

W obrocie gospodarczym stosunkowo często dochodzi do transakcji pomiędzy podmiotami powiązanymi, które dokonywane są na podstawie cen transferowych. Ze względu na powiązania kontrahentów ceny te mogą mieć charakter cen preferencyjnych, z korzyścią dla jednego z podmiotów. Poziom ustalonych cen transferowych wpływa bezpośrednio na poziom dochodów osiągniętych przez strony transakcji, a tym samym na poziom obciążeń podatkowych<sup>5</sup>. Wzrost tych przepływów następuje poprzez transfer dochodów pomiędzy podmiotami powiązanymi poprzez zawyżenie kosztów nabycia dóbr lub usług albo poprzez zaniżenie samego przychodu.

Możliwe jest również transferowanie dochodów poprzez zakup świadczeń dla transferujących dochód zbędny. Wartość ceny transferowej będzie miała wpływ na wielkość opodatkowania wynikającego z podatku od obrotu, ale również wpłynie na wartość podatku dochodowego. Zaniżenie ceny transferowej spowoduje mniejszy podatek VAT wynikający z mniejszego przychodu podmiotu, wyższa cena transferowa spowoduje sytuację odwrotną. W przypadku podatku dochodowego obniżenie ceny transferowej zmniejszy koszty, przez co wielkość zysku ulegnie wzrostowi, a więc wzrośnie podatek dochodowy. W sytuacji odwrotnej zastosowanie ceny transferowej powyżej ceny rynkowej spowoduje wzrost kosztów, mniejszy zysk, mniejszy podatek dochodowy. Zdarzenia wewnątrz grupy kapitałowej wynikające

<sup>4</sup> Szerzej zob. *ibidem*, s. 52–56.

<sup>5</sup> C.J. Pagan, J.S. Wilkie, *Transfer Pricing Strategy in a Global Economy*. IBFD Publications BV, Amsterdam 1993, za: A. Rosa, *Istota stosowania cen transferowych przez przedsiębiorstwo*, w: *Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka*, red. B. Bernaś, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2009, nr 48, s. 701–703.

z rozliczeń pomiędzy podmiotami tworzącymi grupę kapitałową podlegają wyeliminowaniu w trakcie konsolidowania sprawozdań finansowych, więc nie powinno po tych zdarzeniach pozostać śladu w skonsolidowanym sprawozdaniu finansowym. Ceny transferowe są specyficznym narzędziem dającym możliwość wpływania na wielkość przepływów pieniężnych w grupie kapitałowej i można powiedzieć, że zarezerwowanym tylko dla tego typu podmiotów.

Badania przeprowadzone w 2002 roku dotyczące cen transferowych wskazują, że najważniejszym kryterium przy kształtowaniu polityki cen transferowych w przypadku przedsiębiorstw krajowych była maksymalizacja zysków całej firmy, kolejnym – motywacja i ocena działalności menedżerów oraz trzecim z kolei – rzetelne przygotowanie dokumentacji podatkowej, a czwartym – osiągnięcie zgodności celów między menedżerami powiązanych ośrodków odpowiedzialności. Duże znaczenie nadano kosztom pozyskiwania informacji niezbędnych do ustalania cen transferowych, co znajduje potwierdzenie w przewadze formuł kosztowych nad rynkowymi. Formuły te są najłatwiejsze do zastosowania ze względu na brak konieczności zastosowania systemu rachunkowości finansowej do potrzeb wyceny wytworzonych produktów. Natomiast w wypadku firm wielonarodowych najważniejszym kryterium przy kształtowaniu polityki cen transferowych okazały się: przyporządkowanie się polityce spółki matki, maksymalizacja zysków całej firmy, maksymalizacja zysków spółki córki i rzetelne przygotowanie dokumentacji podatkowej. Duże znaczenie mają również wahania kursu walutowego<sup>6</sup>.

Polityka cen transferowych ma odzwierciedlenie w sprawozdawczości i wpływa na decyzje odbiorców informacji. Jednostka dominująca, kierując cenami transferowymi, wpływa na przepływy finansowe występujące w grupie kapitałowej. Przedsiębiorstwa, ustalając swoją politykę bilansową powinny wziąć pod uwagę to,

---

<sup>6</sup> S. Sojak, *Polityka przedsiębiorstwa w zakresie kształtowania cen transferowych*, w: *Kierunki rozwoju controllingu a praktyka polskich przedsiębiorstw*, „Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu” 2003, nr 987, s. 205–206. Wcześniejsze badania patrz: S. Sojak, *Polityka cen transferowych w przedsiębiorstwach krajowych i wielonarodowych*, „Zeszyty Teoretyczne Rady Naukowej” 2000, t. LVI, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, s. 222–228; D. Baćkowski, *Ceny transferowe w spółkach międzynarodowych koncernów działających w Polsce – prezentacja wyników badań*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” 2001, nr 58, t. 2, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce; S. Sojak, *Polityka cen transferowych stosowanych w Polsce przez przedsiębiorstwa krajowe i wielonarodowe*, „Zeszyty Teoretyczne Rady Naukowej” 2001, nr 58, t. 2, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce; A. Zbudniewek, *Problem cen transferowych – dostępne w prawie polskim sposoby unikania konfliktów z urzędami skarbowymi*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów SGH. Zeszyt Naukowy” 2008, nr 81.

że ceny transferowe mogą oddziaływać na decyzje kierownicze, pomagać w alokacji kapitału i maksymalizować zysk całej grupy i poszczególnych jej jednostek. Świadomość zarządu jednostki dominującej o ważności narzędzia będzie powodować możliwość wpływania na sytuację finansową grupy i każdej jednostki tej spółki oraz na decyzje użytkowników zewnętrznych informacji pochodzących ze sprawozdań jednostkowych i skonsolidowanych. Z drugiej strony, interesariusze zewnętrzni powinni mieć świadomość możliwości sterowania wynikami grup kapitałowych w wyniku stosowania narzędzia, jakim jest cena transferowa<sup>7</sup>.

## 2. Formy finansowania grupy kapitałowej

Charakterystyczną cechą procesu globalizacji we współczesnym świecie w sferze działalności gospodarczej jest tendencja do koncentracji potencjału ekonomicznego poprzez scalanie się kapitałów w wyniku zakupów czy przejmowania udziałów podmiotów funkcjonujących na rynku. Tendencje te ulegają nasileniu w wyniku integracji europejskiej, zniesienia ograniczeń w wielopłaszczyznowej wymianie między państwami, szybkiego rozszerzenia praw własności w podmiotach gospodarczych czy rewolucji technologicznej w dziedzinie informacji<sup>8</sup>. Globalizacja międzynarodowych rynków kapitałowych sprzyja tworzeniu wielopodmiotowych, powiązanych kapitałowo bądź organizacyjnie przedsiębiorstw nazywanych w polskiej literaturze grupami kapitałowymi (w literaturze zagranicznej takie przedsiębiorstwa częściej nazywane są holdingami)<sup>9</sup>. Celem tej części pracy jest charakterystyka i wskazanie, w jaki sposób poprzez wybór formy finansowania grupy kapitałowej wpływają na tworzenie przepływów pieniężnych.

Grupa kapitałowa to podmiot korzystający z dwojakiego rodzaju źródeł finansowania: tradycyjnego i korporacyjnego. Powodem jest złożoność podmiotu, któ-

<sup>7</sup> E. Mioduchowska-Jaroszewicz, *Wpływ stosowania cen transferowych na przepływy finansowe w grupach kapitałowych*, w: *Zarządzanie finansami. Analiza finansowa i zarządzanie ryzykiem*, red. D. Zarzecki, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 587, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2010, nr 26, s. 403–414.

<sup>8</sup> J. Toborek-Mazur,  *Holding jako podmiot rachunkowości*, Oficyna Wolters Kulwers business, Warszawa 2010, s. 9.

<sup>9</sup> Szerzej E. Mioduchowska-Jaroszewicz, *Analiza finansowa grupy kapitałowej*, w: *Efektywność. Wymiary, uwarunkowania, wyzwania*, red. T. Dudycz, G. Osbert-Pociecz, Wydawnictwo Społecznej Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania, Wrocław–Łódź 2010, s. 213–229.

ra daje dodatkowe możliwości finansowania. Dlatego można wyróżnić następujące źródła finansowania działalności gospodarczej<sup>10</sup>:

- a) tradycyjne, polegające na tym, że spółki funkcjonujące w grupie kapitałowej pozyskują kapitał identycznie jak podmioty samodzielne;
- b) korporacyjne, polegające na korzystaniu z takich źródeł finansowania działalności, które są dostępne tylko dla spółek funkcjonujących w ramach grupy kapitałowej.

Tradycyjny podział źródeł finansowania działalności przedsiębiorstwa można pogrupować na cztery podstawowe formy finansowania<sup>11</sup>:

- finansowanie własne zewnętrzne,
- samofinansowanie,
- finansowanie dłużne,
- finansowanie hybrydowe.

Finansowanie własne zewnętrzne jest związane z wniesieniem środków przez inwestorów (akcjonariuszy, udziałowców) na rzecz kapitałów własnych. W ramach tej formy finansowania można wyróżnić następujące źródła finansowania:

- wpłaty na kapitał podstawowy,
- kapitał pozyskany ze sprzedaży akcji powyżej wartości nominalnej, czyli agio,
- dopłaty inwestorów,
- *venture capital*.

Samofinansowanie jest finansowaniem działalności z wygenerowanego zysku i amortyzacji odpisanej od posiadanych rzeczowych aktywów trwałych oraz wartości niematerialnych i prawnych. Rodzaj finansowania dłużnego jest popularnym źródłem finansowania działalności z kredytu, pożyczki, emisji dłużnych papierów wartościowych czy kredytów kupieckich<sup>12</sup>. Finansowanie hybrydowe polega na kombinacji różnych form finansowania, ze szczególnym uwzględnieniem kombinacji instrumentów tradycyjnych i derywatów. Oznacza to, że jedna z form finansowania może być zastąpiona inną formą. Najczęściej odnosi się to do zamiany finansowania

---

<sup>10</sup> *Ibidem*. Źródła finansowania działalności w grupie kapitałowej, w: *Przedsiębiorstwo zorientowane na wiedzę*, red. W. Janasz, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego”, nr 629, „Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania” 2011, nr 21, s. 153–164.

<sup>11</sup> J. Ostaszewski, *Źródła pozyskiwania kapitału przez spółkę akcyjną*, Difin, Warszawa 2000, s. 16.

<sup>12</sup> Więcej o procesie wyboru instrumentów dłużnych: C. Smithson, W. Smith, D.S. Wilford, *Managing Financial Risk*, Irwin, Chicago 1995.



dłużnego na finansowanie kapitałem własnym (zakup obligacji z prawem zakupu akcji emitenta obligacji)<sup>13</sup>.

Wybór źródła finansowania działalności przedsiębiorstw<sup>14</sup> powinien być oparty na charakterystycznych cechach aktywów. Przepływy pieniężne związane z tymi instrumentami powinny być jak najlepiej dopasowane do przepływów generowanych przez aktywa firmy – ze względu na termin wykupu instrumentów, zmiany stopy procentowej, waluty, w której są one denominowane, i tak dalej<sup>15</sup>.

### 3. Cash management w grupie kapitałowej

*Cash management* w grupie kapitałowej to obszar współdziałania mający na celu zapewnienie wystarczającej płynności przedsiębiorstwu, co jest bezwzględnym warunkiem trwania każdego podmiotu. *Cash management* stanowi część działalności przedsiębiorstwa odnoszącą się do krótkoterminowych przepływów finansowych i rezerw pieniężnych. Służy w zasadzie do zapewnienia gotowości płatniczej, zminimalizowania kosztów zachowania płynności i zmaksymalizowania zysku z nadwyżek płynności. Za pioniera *cash managementu* uważa się Mellon-Bank, który wprowadził taki system po raz pierwszy w 1969 roku. Według Tondeli, funkcje *cash management* to: planowanie popytu na pieniądz, dysponowanie środkami i kontrola płynności<sup>16</sup>. Cele *cash management*<sup>17</sup>:

1. Utrzymanie płynności finansowej i bezpieczeństwa finansowego dla prowadzącego działalność.
2. Zapewnienie odpowiedniej rentowności prowadzonej działalności, do tej grupy celów zarządzania gotówką zalicza się:

<sup>13</sup> Szerzej: A. Damodaran, *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, Helion, Gliwice 2007; J. Iwin-Garżyńska, *Finanse przedsiębiorstw*, Economicus, Szczecin 2011; A.M. Chisholom, *Wprowadzenie do międzynarodowych rynków finansowych. Instrumenty, strategie, uczestnicy*, Oficyna Ekonomiczna Wolters Kluwer, Warszawa 2011; J. Kisielnicki, J. Turyna, *Decyzyjne systemy zarządzania*, Difin, Warszawa 2012; E. Chojnacka, *Struktura kapitału spółek akcyjnych w świetle hierarchii źródeł finansowania*, CeDuWu, Warszawa 2012; J. Chadam, *Synergia i wartość w strukturach kapitałowych. Identyfikacja. Analiza. Zarządzanie*, Difin, Warszawa 2012.

<sup>14</sup> S.C. Myers, *Determinants of Corporate Borrowing*, „Journal of Financial Economics” 1977, nr 5(2), s. 147–175.

<sup>15</sup> A. Damodaran, *Finanse korporacyjne...*, s. 990.

<sup>16</sup> [mfiles.pl/pl/index.php/Cash\\_management](http://mfiles.pl/pl/index.php/Cash_management) (9.06.2012).

<sup>17</sup> W. Szumielewicz, *Cash management w grupach kapitałowych*, Difin, Warszawa 2009, s. 62.

- a) minimalizację kosztów utrzymywania środków pieniężnych w kasie, na rachunku bankowym, czekach, wekslach, lokatach krótkoterminowych;
- b) minimalizację kosztów realizacji płatności;
- c) minimalizację kosztów finansowania krótkoterminowego;
- d) maksymalizację zysków z tytułu posiadanych aktywów pieniężnych.

### 3. Minimalizacja ryzyka płynności i rentowności.

Zarządzanie gotówką dokonywane jest zazwyczaj za pomocą następujących instrumentów:

- bieżącego raportowania stanu kont (*balance reporting*),
- transferów pieniężnych (*money transfer*),
- zbierania i analizowania informacji na temat rynków pieniężnych i kapitałowych,
- konsolidowania płynności z kont (*cash pooling*),
- rozliczania zobowiązań i należności (*netting*).

W grupach kapitałowych szczególnego znaczenia nabierają *cash pooling* i *netting* jako instrumenty wewnętrznego wyrównywania płynności finansowej. *Cash pooling* polega na konsolidowaniu płynności z kont operacyjnych spółek na jednym koncie celowym, aby wyrównać nadwyżki i przekroczyć płynność. Konto celowe wykazuje saldo netto płynności spółek grupy. *Cash pooling* prowadzi do centralizacji rezerw gotówkowych w grupie, ułatwia planowanie płynności i dysponowanie nią, a także minimalizuje straty z tytułu przechowywania środków pieniężnych. Dysponowane nadwyżki mogą być lokowane na atrakcyjnych lokatach (na przykład *over night*)<sup>18</sup>. *Cash pooling* jest niestandardową formą zarządzania finansami stosowaną przez podmioty należące do grup kapitałowych lub posiadające wielodziałową strukturę organizacyjną. Forma ta pozwala na optymalizację efektu odsetkowego poprzez kompensowanie sald na rachunkach bankowych grup kapitałowych lub wielozakładowego przedsiębiorstwa. Efekt ten uzyskuje się dzięki inwestowaniu nadwyżek środków pieniężnych zgromadzonych w bankach na poszczególnych rachunkach (subkontach) podmiotów o dodatnich saldach w niedobory pieniężne występujące na rachunkach bankowych (subkontach) tych podmiotów, które w danym momencie uzyskały ujemne salda<sup>19</sup>. *Cash pooling* niesie ze

<sup>18</sup> M. Trocki, *Grupy kapitałowej. Tworzenie i funkcjonowanie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004, s. 262–263.

<sup>19</sup> M. Dłubek, *Cash pooling – zaawansowany instrument optymalizujący przepływy finansowe grupy kapitałowej*, „Prawo Przedsiębiorcy” 2006, nr 32, s. 42–43.

sobą korzyści, które może osiągnąć podmiot funkcjonujący jako grupa kapitałowa. Należą do nich:

- korzyści odsetkowe,
- usprawnienie i ujednoczenie procedur współdziałania finansowego,
- poprawa płynności finansowej grupy.

Korzyści odsetkowe wynikają z konsolidacji dodatnich i ujemnych sald z rachunków uczestników grupy kapitałowej na jednym rachunku. Kredyty w rachunkach bieżących zaciągane przez jednych członków grupy są kompensowane depozytami bankowymi posiadanymi przez innych. Usprawnienie i ujednoczenie procedur w zakresie współdziałania finansowego wynika z faktu, że wdrożenie *cash rolling* wiąże się z ujednoczeniem procedur określających współpracę z bankiem, standaryzuje i optymalizuje (efekt skali) opłaty i prowizje bankowe oraz stopy procentowe oferowane wszystkim uczestnikom grupy kapitałowej. Poprawa płynności grupy kapitałowej jest możliwa przede wszystkim dzięki rozbudowanemu systemowi obserwowania struktury depozytów i kredytów pieniężnych, który staje się podstawą centralizacji zarządzania środkami pieniężnymi będącymi w dyspozycji członków grupy kapitałowej. Zarządzanie to koncentruje się na<sup>20</sup>:

- a) kontrolowaniu stanu środków pieniężnych i stanu zadłużenia w bieżącym rachunku bankowym każdego członka grupy kapitałowej;
- b) badaniu zgłaszanego przez nich zapotrzebowania na środki pieniężne;
- c) dysponowaniu zasobami pieniężnymi w sposób zapewniający osiągnięcie możliwych w tym obszarze efektów synergicznych wynikających z faktu powiązań kapitałowych.

Podsumowując rozważania dotyczące zarządzania gotówką (*cash management*) w grupach kapitałowych, należy wymienić następujące czynniki kształtujące przepływy pieniężne w grupach kapitałowych, wynikające z wykorzystania tego systemu zarządzania:

- a) ograniczenie kosztów finansowych związanych z finansowaniem działalności z kapitału obcego w grupie, zwiększenie przychodów odsetkowych z tytułu posiadanych aktywów pieniężnych;
- b) obniżenie kosztów związanych z zarządzaniem relacjami i rachunkami w grupie w konsekwencji wzrost zysku operacyjnego.

<sup>20</sup> W. Szumielewicz, *Cash pooling w grupie kapitałowej*, „Monitor Rachunkowości i Finansów” 2003, nr 5, s. 51–52.

## Podsumowanie

Analiza czynników kształtujących przepływy pieniężne w grupach kapitałowych wskazuje na możliwość zbadania korzyści, które wystąpią w wyniku zastosowania danego czynnika w zarządzaniu grupą kapitałową. Korzyści, które powstaną w wyniku zastosowania poszczególnych charakteryzowanych czynników, są możliwe do realnego pomiaru i oceny ich wpływu na przepływy pieniężne generowane w grupach kapitałowych. Korzyści wyniku zastosowania cen transferowych to zysk wynikający z zastosowania niższych cen w rozliczeniach wewnątrz grupy kapitałowej, wyższy dochód wynikający z zapłaty mniejszej kwoty podatku dochodowego po zastosowaniu wyższych cen transferowych. Korzyści wynikające z stosowania *cash management* to zyski powstałe w wyniku zmniejszenia kosztów odsetkowych z zadłużenia w rachunku bieżącym, kosztów realizacji płatności, kosztów utrzymywania środków pieniężnych w kasie, na rachunku bankowym i innych inwestycji krótkoterminowych.

## Literatura

- Bačkowski D., *Ceny transferowe w spółkach międzynarodowych koncernów działających w Polsce – prezentacja wyników badań*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” 2001, nr 58, t. 2, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce.
- Chadam J., *Synergia i wartość w strukturach kapitałowych. Identyfikacja. Analiza. Zarządzanie*, Difin, Warszawa 2012.
- Chisholom A.M., *Wprowadzenie do międzynarodowych rynków finansowych. Instrumenty, strategie, uczestnicy*, Oficyna Ekonomiczna Wolters Kluwer, Warszawa 2011.
- Chojnacka E., *Struktura kapitału spółek akcyjnych w świetle hierarchii źródeł finansowania*, CeDuWu, Warszawa 2012.
- Damodaran A., *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, Helion, Gliwice 2007.
- Dłubek M., *Cash pooling – zaawansowany instrument optymalizujący przepływy finansowe grupy kapitałowej*, „Prawo Przedsiębiorcy” 2006, nr 32.
- Gierszewska G., M. Romanowska, *Analiza strategiczna*, PWE, Warszawa 2003.
- Iwin-Garzyńska J., *Finanse przedsiębiorstw*, Economicus, Szczecin 2011.
- Kisielnicki J., Turyna J., *Decyzyjne systemy zarządzania*, Difin, Warszawa 2012.  
[mfiles.pl/pl/index.php/Cash\\_management](http://mfiles.pl/pl/index.php/Cash_management) (9.06.2012).
- Mioduchowska-Jaroszewicz E., *Analiza finansowa grupy kapitałowej*, w: *Efektywność. Wymiary, uwarunkowania, wyzwania*, red. T. Dudycz, G. Osbert-Pociech, Wydawnictwo Społecznej Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania, Wrocław–Łódź 2010.

- Mioduchowska-Jaroszewicz E., *Wpływ stosowania cen transferowych na przepływy finansowe w grupach kapitałowych*, w: *Zarządzanie finansami. Analiza finansowa i zarządzanie ryzykiem*, red. D. Zarzecki, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 587, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2010, nr 26.
- Mioduchowska-Jaroszewicz E., *Źródła finansowania działalności w grupie kapitałowej*, w: *Przedsiębiorstwo zorientowane na wiedzę*, red. W. Janasz, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, nr 629, „Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania” 2011, nr 21.
- Myers S.C., *Determinants of Corporate Borrowing*, „Journal of Financial Economics” 1977, nr 5(2).
- Ostaszewski J., *Źródła pozyskiwania kapitału przez spółkę akcyjną*, Difin, Warszawa 2000.
- Rosa A., *Istota stosowania cen transferowych przez przedsiębiorstwo*, w: *Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka*, red. B. Bernaś, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2009, nr 48.
- Siemińska E., *Metody pomiaru i oceny kondycji finansowej przedsiębiorstwa*, TNOiK, Toruń 2002.
- Smithson C., Smith W., Wilford D.S., *Managing Financial Risk*, Irwin, Chicago 1995.
- Sojak S., *Polityka cen transferowych stosowanych w Polsce przez przedsiębiorstwa krajowe i wielonarodowe*, „Zeszyty Teoretyczne Rady Naukowej” 2001, nr 58, t. 2, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce.
- Sojak S., *Polityka cen transferowych w przedsiębiorstwach krajowych i wielonarodowych*, „Zeszyty Teoretyczne Rady Naukowej” 2000, t. LVI, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce.
- Sojak S., *Polityka przedsiębiorstwa w zakresie kształtowania cen transferowych*, w: *Kierunki rozwoju controllingu a praktyka polskich przedsiębiorstw*, „Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu” 2003, nr 987.
- Suszyński C., *Restrukturyzacja, konsolidacja, globalizacja przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2003.
- Szumielewicz W., *Cash management w grupach kapitałowych*, Difin, Warszawa 2009.
- Szumielewicz W., *Cash pooling w grupie kapitałowej*, „Monitor Rachunkowości i Finansów” 2003, nr 5.
- Toborek-Mazur J.,  *Holding jako podmiot rachunkowości*, Oficyna Wolters Kluwers business, Warszawa 2010.
- Trocki M., *Grupy kapitałowej. Tworzenie i funkcjonowanie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004.
- Zbudniewek A., *Problem cen transferowych – dostępne w prawie polskim sposoby unikania konfliktów z urzędami skarbowymi*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów SGH. Zeszyt Naukowy” 2008, nr 81.

## DETERMINANT CASH FLOW IN CAPITAL GROUP

### Abstract

Presentation of factor was purpose of article in capital group determining cash flow. Requirement of knowledge of this factor results from their taking into consideration in estimate of financial status of capital group. It is possible to divide factors on internal most generally forming liquidity financial and on external. It describe factors of like quantitative particularly this article transfer pricing, sources finances of group capital and cash management.

**Keywords:** cash flow, capital group, transfer pricing, cash management, sources finances of group capital

**JEL code:** G330

*Translated by Edyta Mioduchowska-Jaroszewicz*