

Tomasz Jewartowski

CZYNNIKI KSZTAŁTUJĄCE POZIOM PŁYNNYCH AKTYWÓW W PRZEDSIĘBIORSTWIE. IMPLIKACJE DLA STRATEGII ZARZĄDZANIA RYZYKIEM ORAZ POLITYKI DYWIDEND

1. Wstęp

Prowadzenie działalności gospodarczej wymaga stałego utrzymywania pewnego poziomu płynnych aktywów – środków pieniężnych na rachunkach bieżących, lokat bankowych oraz instrumentów rynku pieniężnego i kapitałowego. Stopa zwrotu z płynnych aktywów – jakkolwiek zróżnicowana w zależności od ich rodzaju – odbiega od kosztu kapitału przedsiębiorstwa, przez co utrzymywanie wysokich sald takich aktywów oznacza koszt utraconych korzyści – zamrożenie kapitału. Krańcowa użyteczność (wartość) płynności maleje wraz z jej wzrostem¹. Zarówno poziom, jak i struktura płynnych aktywów są wśród polskich przedsiębiorstw mocno zróżnicowane. Celem niniejszego artykułu jest identyfikacja czynników kształtujących poziom płynnych aktywów w przedsiębiorstwach na przykładzie spółek notowanych na GPW w Warszawie. Na podstawie wyników przeprowadzonych badań empirycznych podjęta została również próba określenia, w jakim stopniu poziom płynnych aktywów w spółkach giełdowych determinowany jest czynnikami zewnętrznymi oraz w jakim stopniu jest on kształtowany w efekcie podejmowanych w spółkach decyzji niezwiązanych bezpośrednio z operacyjną sferą działalności, w szczególności w zakresie polityki dywidend. Wnioski płynące z analizy przeprowadzonych badań pozwalają również na określenie, w jakim stopniu decyzje w zakresie zarządzania ryzykiem mogą wpływać na poziom utrzymywanych w przedsiębiorstwach płynnych aktywów.

¹ Por. R. A. Brealey, S. C. Myers, *Podstawy finansów przedsiębiorstw*, t. 2, WN PWN, Warszawa 1999, s. 1388 i n.

2. Motywy i konsekwencje utrzymywania płynnych aktywów przez przedsiębiorstwa

J. M. Keynes wyróżnia trzy podstawowe motywy utrzymywania rezerw pieniądza przez podmioty funkcjonujące w gospodarce²: 1) motyw transakcyjny; 2) motyw spekulacyjny oraz 3) motyw przezornościowy. Stopę procentową traktuje jednocześnie jako rekompensatę za wyrzeczenie się płynności na określony czas.

Przedsiębiorstwa (spoza sektora finansowego) utrzymują rezerwy płynnych aktywów głównie ze względu na konieczność regulowania zobowiązań związanych z planowanymi transakcjami oraz ze względu na możliwość pojawienia się nieoczekiwanych wydatków, które mogą być wynikiem pewnych zdarzeń losowych.

W teorii finansów przedsiębiorstw akcentuje się jeszcze jeden motyw utrzymywania płynnych aktywów w przedsiębiorstwie – jest to dążenie do ograniczenia problemu niedoinwestowania. Niedoinwestowanie może wynikać z istniejącej na rynku kapitałowym asymetrii informacji. Problem ten dotyczy przedsiębiorstw, które nie posiadają wolnych środków (tzw. financial slack) wystarczających na realizację pojawiających się przedsięwzięć inwestycyjnych³. W takim przypadku spółka jest zmuszona pozyskać kapitał zewnętrzny poprzez rynek kapitałowy, co w warunkach asymetrii informacji może prowadzić do tzw. efektu negatywnej selekcji, a w konsekwencji może przyczynić się do odrzucenia opłacalnego przedsięwzięcia – rezygnacja z pozyskania zewnętrznego kapitału po zaniżonej cenie może się okazać lepszym rozwiązaniem z punktu widzenia właścicieli spółki.

Zbyt wysokie stany płynnych aktywów w stosunku do faktycznego zapotrzebowania oznaczają nieefektywne wykorzystanie zgromadzonego przez przedsiębiorstwo kapitału. Z drugiej strony zbyt niskie stany płynnych aktywów mogą również stanowić przyczynę dodatkowych kosztów dla przedsiębiorstwa. Koszty takie mogą wynikać z konieczności szybkiego pozyskania płynnych aktywów poprzez pozyskanie zewnętrznego kapitału (koszty transakcyjne), z konieczności szybkiego upłynnienia aktywów innego rodzaju (koszty utraconych korzyści) oraz z rezygnacji z okazji nabycia zasobów po atrakcyjnej cenie w zamian za płatność natychmiastową (koszty utraconych korzyści).

Zatem zarówno zbyt wysokie stany płynnych aktywów, jak i zbyt niskie ich poziomy mogą stanowić przyczynę dodatkowych kosztów – kosztów utraconych korzyści oraz kosztów transakcyjnych. Koszty te uwzględnione zostały w klasycznych modelach zarządzania gotówką, np. w modelu Baumola. Bardziej zaawansowane

² J. M. Keynes, *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza*, WN PWN, Warszawa 2003, s. 150 i n.

³ S. C. Myers, N. S. Majluf, *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have*, „Journal of Financial Economics” 1984, vol. 13, s. 187–221.

modele, jak np. model Millera-Orra, uwzględniają dodatkowo jako czynnik wpływający na optymalne poziomy płynnych aktywów również historyczną zmienność sald gotówkowych (im większa zmienność sald, tym wyższy optymalny poziom sald środków pieniężnych).

Przedsiębiorstwa, w celu ograniczenia kosztów utraconych korzyści wynikających z zamrożenia kapitału w płynnych aktywach przy jednoczesnym ograniczeniu kosztów transakcyjnych oraz kosztów utraconych korzyści związanych ze zbyt niskim ich stanem, mogą wykorzystać inne, substytucyjne rozwiązania, wykraczające poza sferę operacyjną działalności. Do takich działań można zaliczyć hedging oraz „restrykcje” w zakresie polityki dywidend⁴.

Konsekwencją hedgingu jest ograniczenie zmienności przepływów, a w konsekwencji zmniejszenie zapotrzebowania na płynne aktywa i co za tym idzie, zmniejszenie kosztu utraconych korzyści związanego z ich utrzymywaniem. Spółki wypłacające regularne dywidendy również mogą pozwolić sobie na niższy poziom płynnych aktywów, gdyż ewentualne braki środków pieniężnych mogą uzupełnić poprzez tymczasowe ograniczenie wypłat dywidend⁵.

Aby określić optymalny poziom płynnych aktywów (w tym środków pieniężnych), należy odpowiedzieć na dwa zasadnicze pytania: czy zarządzanie płynnością ma polegać na synchronizacji wpływów i wydatków oraz dopasowywaniu sald płynnych aktywów do zmienności przepływów pieniężnych charakterystycznej dla działalności danego rodzaju, czy również w ramach zarządzania płynnością należy uwzględnić możliwości ograniczania samej zmienności przepływów (np. poprzez zabezpieczenia z wykorzystaniem instrumentów pochodnych).

Współcześnie coraz większą rolę zaczyna odgrywać to drugie podejście, o czym może świadczyć częste łączenie działów zarządzania gotówką (ang. treasury) z działami zarządzania ryzykiem (ang. risk management)⁶. Problem powinien być zatem ujmowany nie w postaci optymalizacji zasobów płynnych aktywów przy deterministycznych warunkach ograniczających, ale jako problem doboru odpowiednich narzędzi oraz podjęcia określonych działań, które umożliwią minimalizację płynnych aktywów (w szczególności tych najbardziej płynnych, przynoszących najniższą stopę zwrotu – generujących najwyższe koszty zamrożenia kapitału).

⁴ T. Opler, L. Pinkowitz, R. Stulz, W. Williamson, *The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings*, „Journal of Financial Economics” 1999, vol. 52, s. 3–46.

⁵ Argument ten podnoszony jest głównie przez badaczy amerykańskich. Należy jednak zwrócić uwagę na to, iż amerykańskie spółki wypłacają dywidendy na ogół kwartalnie i dość regularnie. Sytuacja polskich spółek pod tym względem jest odmienna.

⁶ Na marginesie należałoby stwierdzić, iż działania podejmowane przez przedsiębiorstwa w ramach zarządzania ryzykiem powinny być poddane analizie nie tylko pod kątem ich znaczenia dla płynności przedsiębiorstwa, ale również, a raczej przede wszystkim, dla jego wartości. Zagadnienie to wykracza jednak poza zakres niniejszego rozdziału.

3. Możliwości krótkoterminowego lokowania nadwyżek finansowych przedsiębiorstw

Podstawową i najczęściej wykorzystywaną formą lokowania nadwyżek finansowych przedsiębiorstw w Polsce są bankowe lokaty terminowe. Środki utrzymywane przez polskie przedsiębiorstwa na lokatach terminowych w latach 2004–2005 stanowiły ok. 55% ogółu środków na rachunkach bankowych utrzymywanych przez przedsiębiorstwa⁷.

Poza tradycyjnymi terminowymi lokatami bankowymi polskie przedsiębiorstwa mogą lokować nadwyżki finansowe w różnego rodzaju instrumenty rynku pieniężnego, do których należą m.in.:

- bony skarbowe,
- krótkoterminowe papiery dłużne banków (KPDB),
- krótkoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw (KPDP).

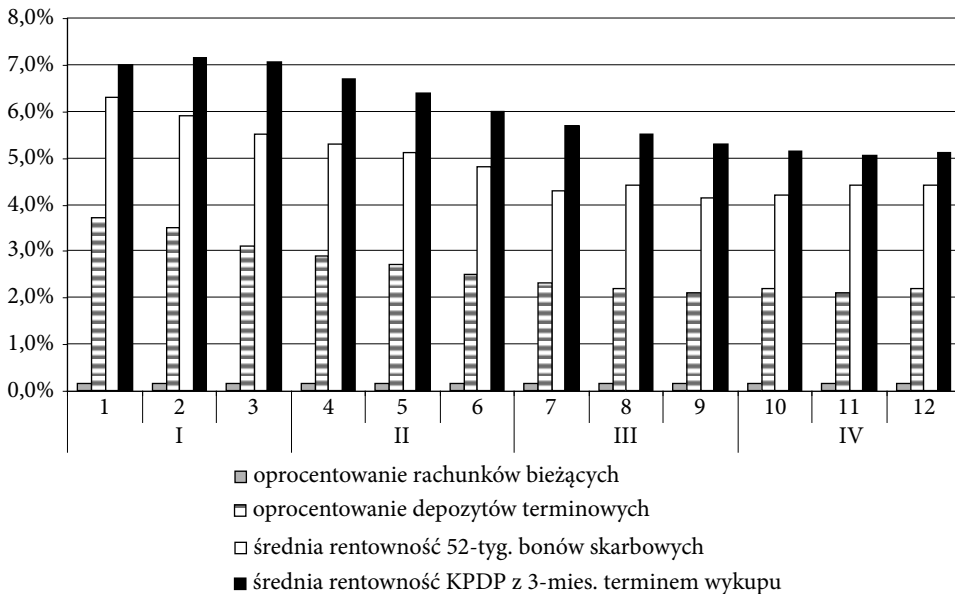
Pod względem wykorzystania instrumentów rynku pieniężnego Polska nadal znacząco odbiega od krajów z rozwiniętymi rynkami oraz instytucjami finansowymi. Wpływ na taki stan rzeczy ma m.in. dominujące znaczenie sektora bankowego w Polsce (podobnie jak w większości krajów kontynentalnej Europy).

Rysunek 1 prezentuje poziomy stóp zwrotu z różnych form lokowania nadwyżek finansowych przez polskie przedsiębiorstwa w 2005r. Najniższą (bliską zeru) rentownością charakteryzowały się rachunki bieżące, które z reguły nie są w ogóle oprocentowane. Oprocentowanie lokat terminowych na koniec 2005 r. wynosiło ok. 2,2%, średnia rentowność 52-tygodniowych bonów skarbowych wynosiła w tym czasie ok. 4,5%, natomiast średnia rentowność KPDP sięgała 5,1% (rentowność KPDB kształtowała się na zbliżonym poziomie).

Ryzyko związane z utrzymywaniem depozytów bankowych (bieżących i terminowych), inwestowaniem w KDPB oraz w bony skarbowe jest porównywalne (w przypadku upadłości banków większość środków chroniona jest dzięki Bankowemu Funduszowi Gwarancyjnemu). Od wymienionych możliwości pod względem profilu ryzyka odbiegają jedynie KPDP – m.in. dlatego ich rentowność jest najwyższa (premia za ryzyko). Emitentami KPDP są przede wszystkim duże podmioty, które stać na rating, gdyż bez niego trudno jest uplasować emisję na rynku. Inną zachętą dla potencjalnych nabywców KPDP są gwarancje udzielane spółkom-córkom działającym w Polsce przez ich zagraniczne spółki-matki.

Depozyty bankowe oraz instrumenty rynku pieniężnego są zróżnicowane nie tylko pod względem rentowności oraz ryzyka, ale również – co ma szczególne znaczenie z punktu widzenia tematyki niniejszego opracowania – pod względem płynności, co jest konsekwencją zróżnicowanego poziomu rozwoju rynku wtórnego na instrumenty rynku pieniężnego.

⁷ *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2005 r.*, NBP, Warszawa, listopad 2006 r.



Rysunek 1. Oprocentowanie bankowych depozytów przedsiębiorstw oraz średnia rentowność instrumentów rynku pieniężnego w Polsce w 2005 r.

Źródło: *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2005 r.*

Wtórny obrót bonami skarbowymi dokonywany jest głównie na rynku nie-regulowanym. Przedsiębiorstwa zainteresowane lokowaniem wolnych środków w bony skarbowe mogą uczestniczyć w obrocie na rynku wtórnym poprzez instytucje pośredniczące, których rolę pełnią najczęściej banki.

Rynek wtórny KPDP jest bardzo płytki i niejednorodny. Za wtórny obrót krótkoterminowymi papierami dłużnymi przedsiębiorstw odpowiedzialni są agenci emisji, czyli banki, które oferują sprzedaż papierów nabytych wcześniej na własny rachunek lub oferują papiery na zlecenie podmiotów chcących je odsprzedać.

Ponieważ banki pełnią rolę depozytariusza prowadzącego ewidencję KPDP, których emisję organizowały, w efekcie rynek wtórny jest rozczłonkowany – każdy bank organizuje rynek wtórny dla „swoich” papierów. Funkcjonowanie kilkunastu ośrodków obrotu tymi papierami, organizowanych przez banki agentów emisji, w warunkach małej skali emisji, nie sprzyja rozwojowi segmentu KPDP. Poważniejsze zmiany takiej sytuacji mogą nastąpić w przypadku ustanowienia dla wszystkich papierów jednej i tej samej izby rozliczeniowej. Podobna sytuacja dotyczy KPDB.

Mimo tak dużej wady, jaką jest niska płynność rynku krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw i banków, coraz częściej znajdują one nabywców wśród przedsiębiorstw. Według danych NBP ok. 51% papierów dłużnych przedsiębiorstw znajdowało się na koniec grudnia 2005 r. w posiadaniu innych przedsiębiorstw spoza sfery finansowej, a rok wcześniej odsetek ten był jeszcze większy

i wynosił 58%⁸. Nieco inne statystyki, również świadczące o przeważającym odsetku przedsiębiorstw jako nabywców KPDP, publikuje Fitch Polska⁹.

4. Czynniki kształtujące poziom i strukturę płynnych aktywów spółek giełdowych – wyniki badań empirycznych

Przeprowadzone badania empiryczne bazują na danych z kwartalnych sprawozdań finansowych spółek notowanych na GPW w Warszawie na koniec I kwartału 2007 r., pochodzących z baz Notoria Serwis Sp. z o.o. Z ogólnej liczby notowanych spółek wyłączone zostały spółki z sektorów finansowych – ze względu na problem z porównywalnością wyników, oraz z sektora określanego mianem „inne usługi” – ze względu na znaczne zróżnicowanie branżowe wewnątrz tej grupy spółek. Następnie wyeliminowane zostały spółki, dla których dostępne informacje obejmowały okres krótszy niż 16 kwartałów. Ostatecznie otrzymano zbiór 156 spółek spełniających następujące kryteria:

- akcje tych spółek stanowiły przedmiot obrotu na GPW w Warszawie na koniec pierwszego kwartału 2007 r.,
- spółki nie są zaliczone do sektorów finansowych oraz „innych usług”,
- w serwisie Notoria dostępne były kwartalne sprawozdania spółek obejmujące co najmniej 16 ostatnich kwartałów do IV kwartału 2006 r. włącznie.

Tak wyodrębnioną grupę spółek podzielono następnie według czterech kryteriów: 1) rodzaju działalności, 2) skali obrotów, 3) skali zmienności przepływów pieniężnych, 4) „stabilności” polityki dywidend.

W odniesieniu do rodzaju działalności posłużono się oficjalnym podziałem spółek na sektory stosowanym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie. Skalę obrotów wyznaczała w badaniach średnia wartość obrotów w kwartałach, za które dostępne były sprawozdania danych spółek.

Zmienność przepływów pieniężnych wyznaczona została dla każdej spółki przy wykorzystaniu następującej formuły:

$$\sigma_{OCF_w} = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^n (OCF_{W(t)} - OCF_{W(SR)})^2}{n-1}},$$

gdzie:

$OCF_{W(t)}$ – względne operacyjne przepływy pieniężne w okresie t , liczone jako iloraz operacyjnych przepływów pieniężnych z okresu t oraz średniej wartości aktywów całego okresu objętego analizą,

⁸ Por. *Rozwój systemu finansowego*, s. 261.

⁹ Podsumowanie IV kwartału 2005 oraz roku 2005 na rynku pozaskarbowych instrumentów dłużnych w Polsce. Fitch Polska.

$OCF_{W(SR)}$ – średnie względne operacyjne przepływy pieniężne w okresie objętym analizą.

Za spółki wypłacające regularną dywidendę uznane zostały spółki spełniające jednocześnie następujące kryteria:

- przynajmniej w połowie lat, za które dostępne były informacje, spółka wypłacała dywidendę,
- wysokość dywidendy w każdym roku stanowiła co najmniej 1% ogółu wypłaconych dywidend w okresie objętym analizą.

Spośród 156 spółek objętych badaniem 29 spełniało powyższe kryteria.

Dla poszczególnych grup spółek w ramach wyżej przedstawionych podziałów analizie poddana została skala oraz struktura utrzymywanych płynnych aktywów.

W tym celu wykorzystane zostały następujące wskaźniki:

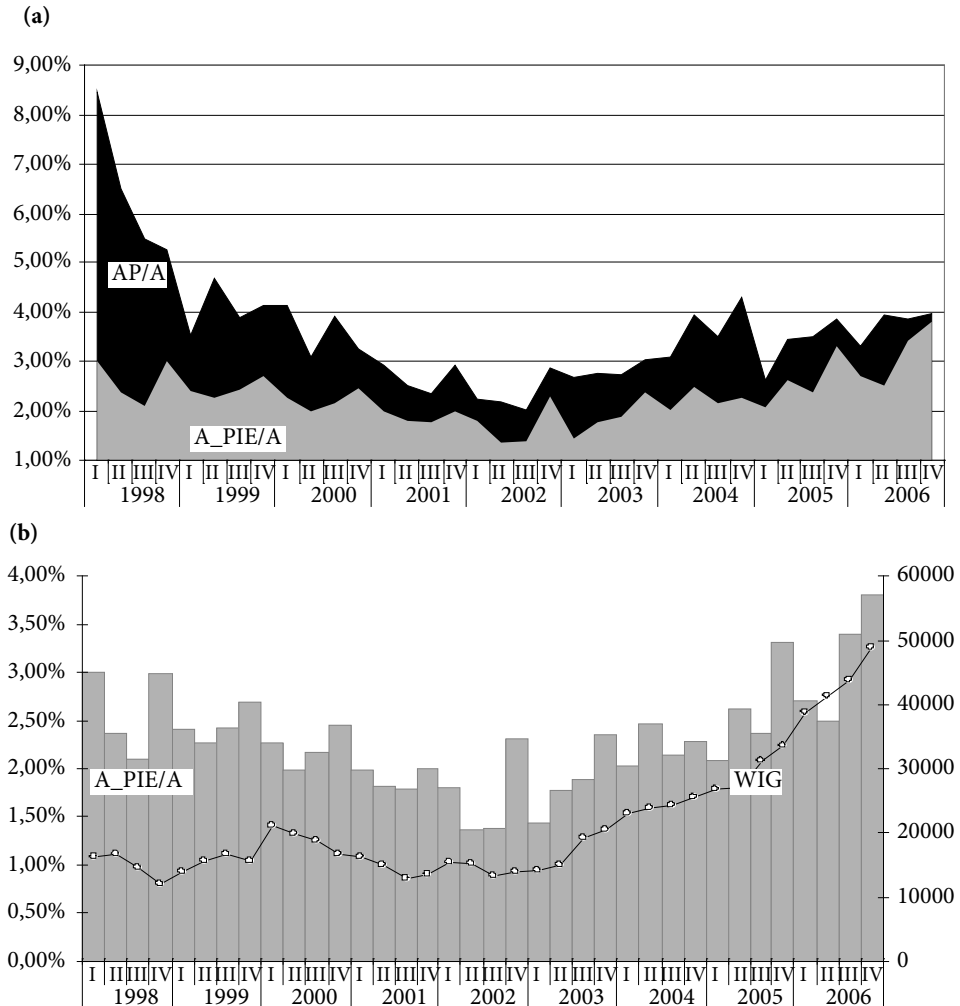
- A_PIE/A – udział aktywów pieniężnych w aktywach ogółem (iloraz środków pieniężnych i innych aktywów pieniężnych do aktywów ogółem);
- AP/A – udział aktywów płynnych w aktywach ogółem (iloraz krótkoterminowych aktywów finansowych bez aktywów w jednostkach powiązanych do aktywów ogółem).

Spółki notowane na GPW w Warszawie objęte analizą wykazywały zmienny w czasie poziom aktywów płynnych, w tym również aktywów pieniężnych. Rysunek 2 przedstawia zmiany poziomu płynnych aktywów w spółkach notowanych na GPW w całym okresie objętym analizą. Dla każdego kwartału wyznaczona została mediana udziału płynnych aktywów oraz aktywów pieniężnych w aktywach ogółem dla wszystkich analizowanych spółek, których sprawozdania obejmowały dany kwartał.

Rysunek 2 przedstawia ciekawą zależność: mediana zarówno wskaźnika AP/A , jak i A_PIE/A maleje w początkowej fazie badanego okresu, tj. do 2002 r., po czym znowu rośnie z pewnymi okresowymi wahaniami. Co więcej, sukcesywnie zmniejsza się różnica pomiędzy poziomami obydwu wskaźników, co oznacza, iż pozostałe płynne aktywa (poza środkami pieniężnymi) wykorzystywane były w badanym okresie przez spółki giełdowe w coraz mniejszym stopniu, mimo ciągłego rozwoju rynku instrumentów pieniężnych.

Rysunek 2b prezentuje kwartalne mediany poziomu aktywów pieniężnych na tle indeksu giełdowego WIG w latach 1998–2006.

Na podstawie powyższych obserwacji można wysnuć wniosek, iż poziom płynnych aktywów w spółkach publicznych w Polsce zależy w dużym stopniu od czynników zewnętrznych, a w mniejszym od wewnętrznej strategii zarządzania płynnymi aktywami. W okresach koniunktury, której wyrazem jest rosnący poziom indeksu WIG, poziom udziału aktywów pieniężnych w aktywach spółek giełdowych wyraźnie rośnie. Co więcej, mimo ciągłego rozwoju rynku instrumentów pieniężnych większość generowanych nadwyżek finansowych spółek utrzymywana jest w postaci środków pieniężnych na rachunkach bankowych. Takie zach-



Rysunek 2. Mediana udziału aktywów płynnych w aktywach oraz aktywów pieniężnych w aktywach (a) dla ogółu badanych spółek w latach 1998–2006 na tle indeksu WIG (b)

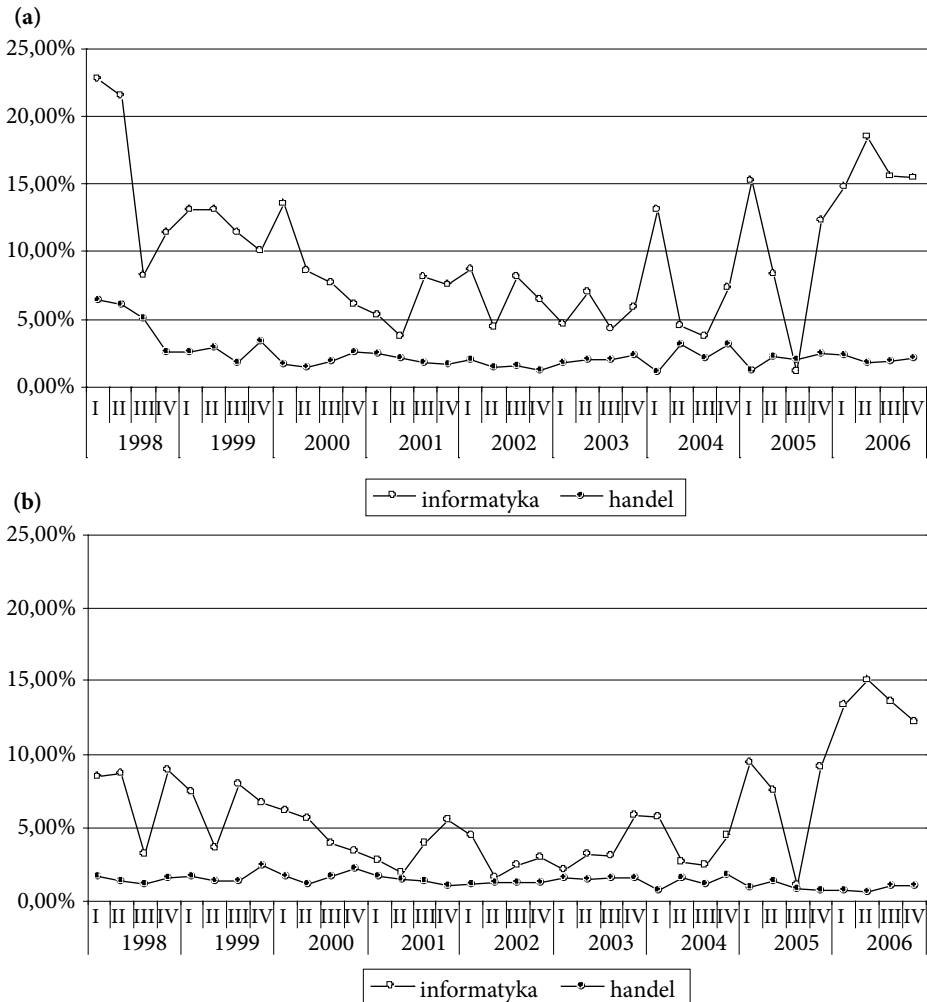
Źródło: Opracowanie własne

wanie spółek giełdowych dziwić może tym bardziej, że stopa zwrotu z depozytów bankowych (zarówno a vista, jak i terminowych) jest niższa niż stopa zwrotu z równie bezpiecznych inwestycji, za jakie uznać można lokatę w bony skarbowe czy papiery dłużne banków (patrz rysunek 1). Dodatkowo płynność na rynku bonów skarbowych jest wyższa niż w przypadku depozytów terminowych.

W dalszej części artykułu zaprezentowane zostaną różnice w poziomie i strukturze płynnych aktywów spółek giełdowych w zależności od przyjętych kryteriów,

tj.: rodzaju oraz skali działalności, zmienności przepływów pieniężnych oraz stabilności polityki dywidend.

Poziom utrzymywanych płynnych aktywów różni się znacząco w zależności od rodzaju działalności. Rysunek 3 przedstawia różnice w poziomie płynnych aktywów pomiędzy sektorem informatycznym a sektorem handlowym. Spółki z branży informatycznej wykazują znacznie wyższy poziom płynnych aktywów, przy czym ich okresowa zmienność jest również dużo większa. Przykładowo mediana tego wskaźnika w 2006 r. wynosiła wśród tych spółek ok. 16–18%. Poziom akty-

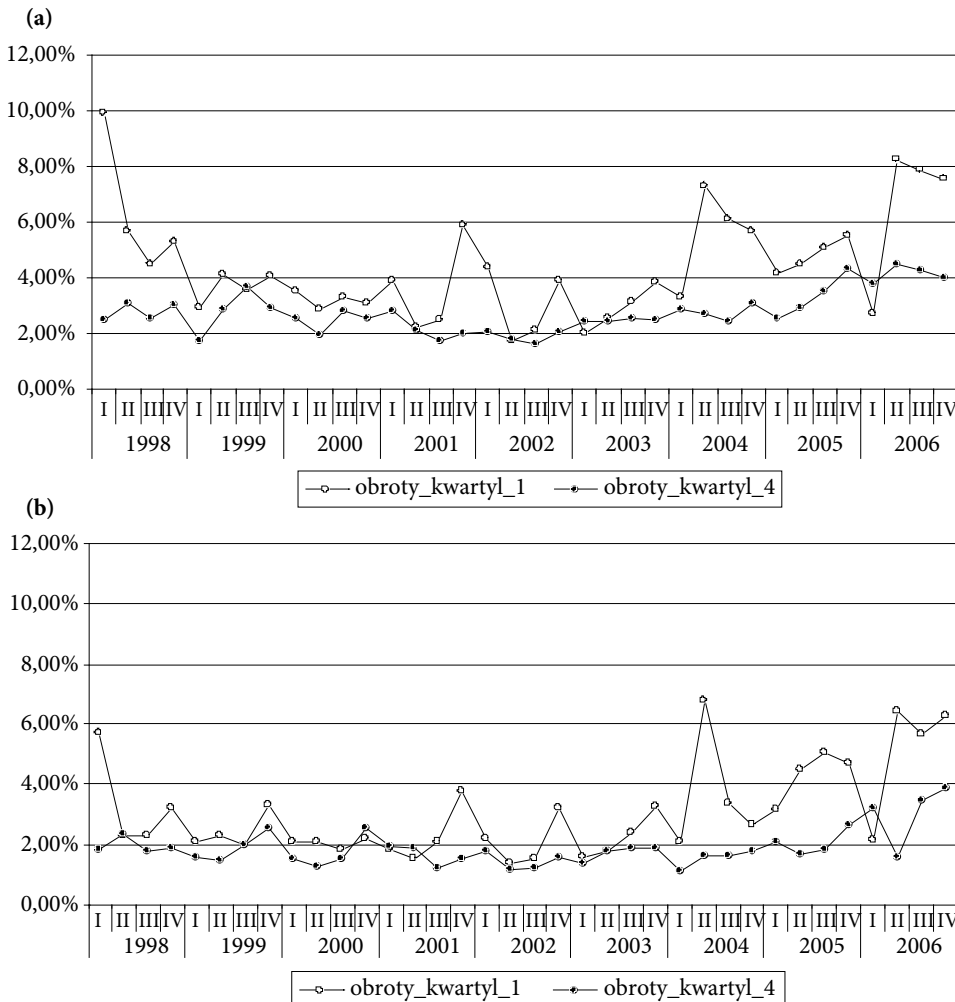


Rysunek 3. Mediana udziału aktywów płynnych w aktywach (a) oraz aktywów pieniężnych w aktywach (b) dla spółek z sektorów informatycznego i handlowego

Źródło: Opracowanie własne

wów płynnych w spółkach handlowych jest dużo niższy (mediana w 2006 r. wynosiła ok. 2,5%) i znacznie bardziej stabilny.

Rysunek 4 przedstawia różnice w poziomie płynnych aktywów pomiędzy spółkami zróżnicowanymi względem skali obrotów. Wykres przedstawia medianę wskaźnika AP/A (a) oraz A_PIE/A (b) dla spółek o najwyższych obrotach (czwarty kwartył zbioru spółek uszeregowanego względem średnich obrotów w badanym okresie) oraz dla spółek o najniższych obrotach (pierwszy kwartył tego zbioru). Zarówno poziom wszystkich płynnych aktywów, jak i tylko aktywów pieniężnych

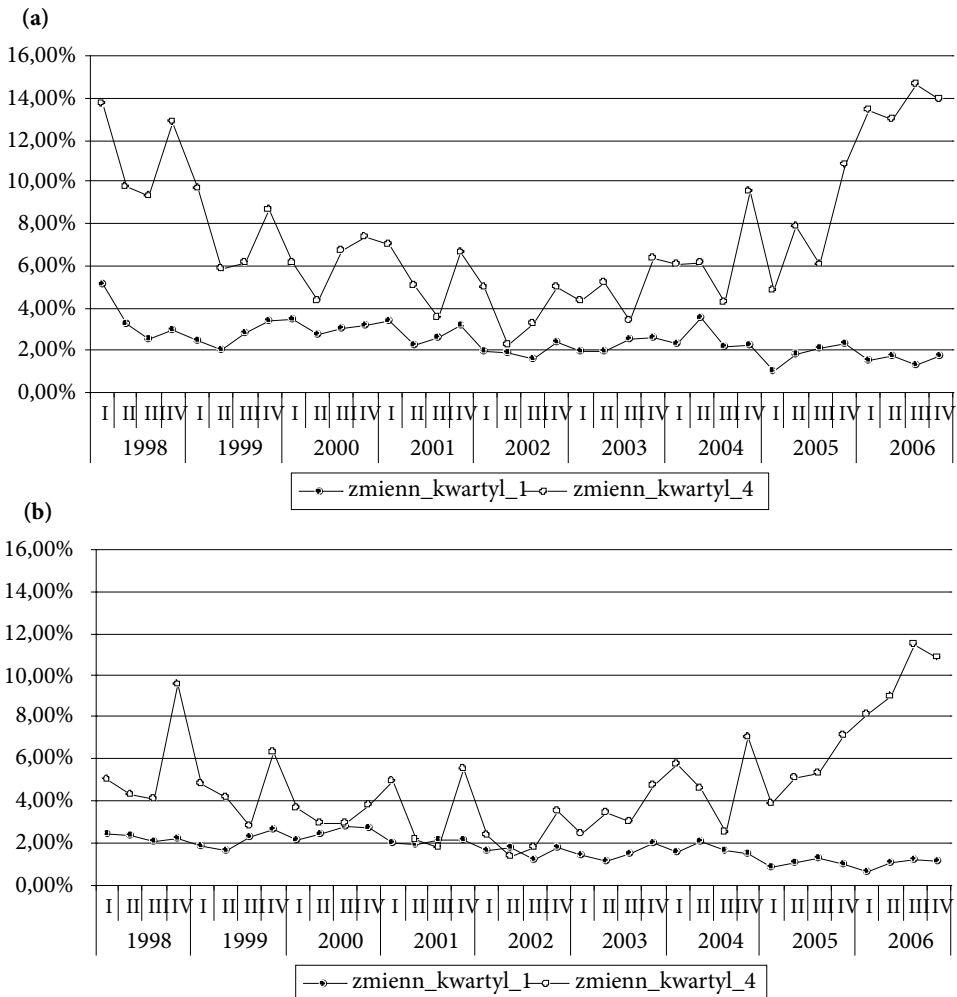


Rysunek 4. Mediana udziału aktywów płynnych w aktywach (a) oraz aktywów pieniężnych w aktywach (b) dla spółek o najmniejszych i największych obrotach

Źródło: Opracowanie własne

jest znacznie wyższy (średnio ponad 2-krotnie) dla spółek o mniejszych obrotach. Różnica ta jest większa dla aktywów płynnych ogółem, co świadczy o tym, iż duże przedsiębiorstwa w większym stopniu wykorzystują instrumenty rynku pieniężnego do lokowania okresowych nadwyżek finansowych.

Rysunek 5 przedstawia różnice w poziomie płynnych aktywów pomiędzy spółkami zróżnicowanymi względem zmienności przepływów pieniężnych. Wykres przedstawia medianę wskaźnika AP/A (a) oraz A_PIE/A (b) dla spółek o największej zmienności (czwarty kwartył zbioru spółek uszeregowanego względem od-

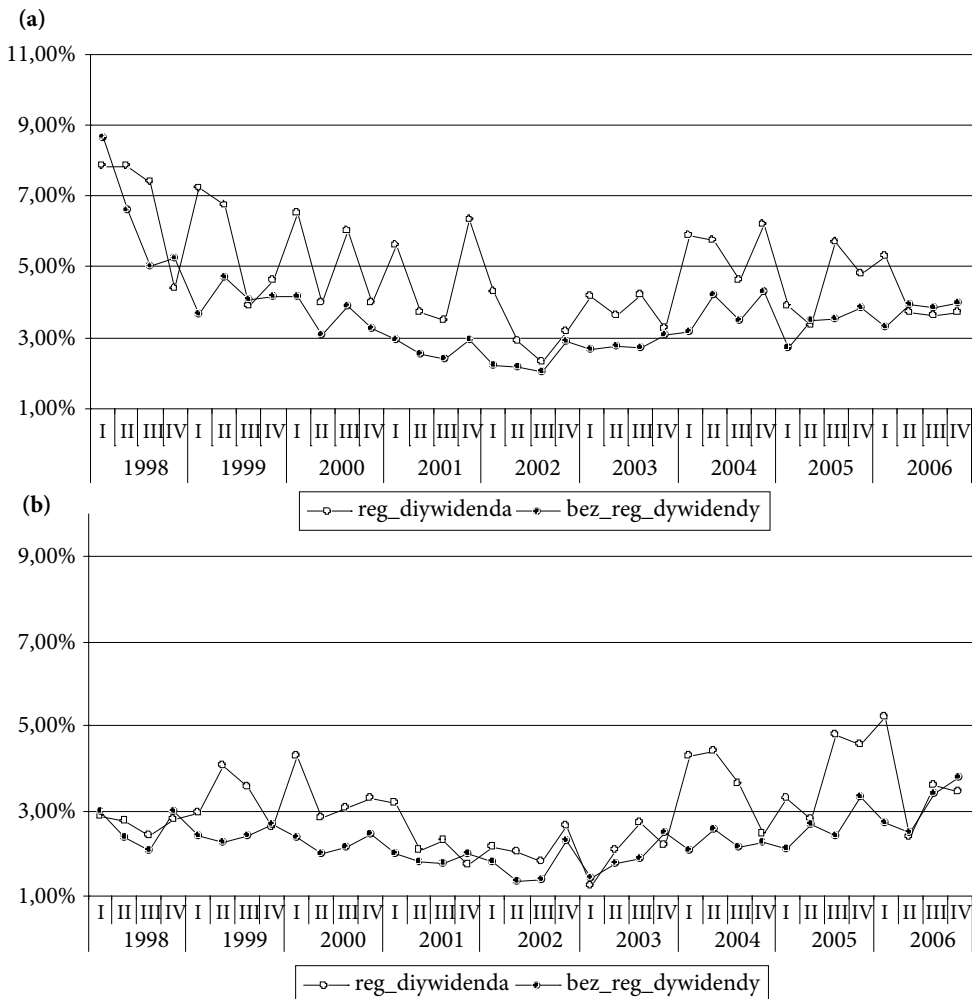


Rysunek 5. Mediana udziału aktywów płynnych w aktywach (a) oraz aktywów pieniężnych w aktywach (b) dla spółek o najmniejszej i największej zmienności przepływów

Źródło: Opracowanie własne

chylenia standardowego względnych operacyjnych przepływów pieniężnych) oraz dla spółek o najmniejszej zmienności (pierwszy kwartył tego zbioru). Różnice w poziomie utrzymywanych płynnych aktywów są bardzo wyraźne. Średnia wartość mediany obydwu wskaźników jest dla spółek charakteryzujących się większą zmiennością prawie 3-krotnie wyższa niż dla spółek o bardziej stabilnych przepływach pieniężnych.

Zależności przedstawione na rysunku 5 stanowią bezpośrednią ilustrację motywu przezrocznościowego utrzymywania płynnych aktywów. Im większa niepew-



Rysunek 6. Mediana udziału aktywów płynnych w aktywach (a) oraz aktywów pieniężnych w aktywach (b) dla spółek regularnie wypłacających dywidendę i pozostałych

Źródło: Opracowanie własne

ność co do przyszłych wpływów i wydatków związanych z prowadzeniem działalności, tym większa skłonność do tworzenia rezerw płynności.

Najbardziej zaskakujące wydają się wyniki badania różnicy w poziomie płynnych aktywów w spółkach, które wypłacają regularną dywidendę względem spółek, które akumulują większość wypracowanych zysków, co prezentuje rysunek 6.

Mimo iż spółki wypłacające regularną dywidendę mogą liczyć na pewien „buffer bezpieczeństwa” w przypadku nagłej konieczności uruchomienia rezerw płynnych aktywów, wykazywany przez nie poziom płynnych aktywów jest nieco wyższy niż dla pozostałych spółek¹⁰.

5. Podsumowanie

Przeprowadzone badania pozwoliły na wyciągnięcie wniosku, iż poziom płynnych aktywów w spółkach giełdowych kształtowany jest w dużym stopniu w następstwie czynników zewnętrznych, takich jak wahania koniunktury. Wpływ na poziom i strukturę płynnych aktywów ma też rodzaj i skala prowadzonej działalności. Badania potwierdziły również, iż motyw przezornościowy ma duże znaczenie dla skłonności do utrzymywania rezerw płynności w przedsiębiorstwach. Spółki o większej historycznej zmienności przepływów pieniężnych, czyli jednocześnie te, które charakteryzuje większa niepewność co do przyszłych przepływów pieniężnych, utrzymują znacznie wyższe salda płynnych aktywów, ponosząc koszty utraconych korzyści związane z zamrożeniem kapitału. Jednym ze sposobów ograniczenia zmienności przepływów jest hedging. Właściwa strategia zarządzania ryzykiem może zatem przynieść pozytywne efekty w postaci ograniczenia kosztów utraconych korzyści związanych z utrzymywaniem płynnych aktywów.

Podobny efekt mogłyby uzyskać spółki regularnie wypłacające dywidendę poprzez jej czasowe ograniczenie. Z drugiej strony działanie takie mogłoby być odebrane przez rynek jako sygnał, którego negatywne konsekwencje znacznie przewyższyłyby korzyści związane ze zmniejszeniem kosztów utrzymywania dodatkowej rezerwy płynności. Niewykluczone, iż dlatego właśnie polskie spółki publiczne wypłacające regularną dywidendę utrzymują nie niższe, ale wyższe poziomy płynnych aktywów od spółek, które reinwestują osiągnięte zyski.

¹⁰ Warto nadmienić, że kryterium podziału stanowił fakt wypłacania regularnej dywidendy, a nie dywidendy w danym okresie. Nie można zatem odwrócić argumentacji, stwierdzając, że skoro w danym okresie spółka wykazuje wysoką płynność, stać ją na wypłacenie dywidendy. Oznaczałoby to, że spółki nie stosują długoterminowej polityki dywidend, a decyzje o podziale zysku podejmują *ad-hoc*. Na podstawie przeprowadzonych badań nie można jednak i nie należy wyciągać takich wniosków. Samo kryterium wypłacania regularnej dywidendy oznacza już bowiem założenie pewnej niezależności polityki dywidend od okresowych wahań przepływów pieniężnych.

**DETERMINANTS OF CORPORATE LIQUID ASSETS HOLDINGS.
IMPLICATIONS FOR CORPORATE RISK MANAGEMENT
AND DIVIDEND POLICY**

Summary

The level and structure of liquid assets differ across Polish companies. The aim of the paper is to identify the determinants of corporate liquid assets holdings among Polish public companies. The level of liquid assets is to a large extent exogenous – it depends for example on the current economic situation. The character and scale of business as well as the cash flow volatility belong to other important determinants of corporate liquid assets holdings. The results give grounds for formulating a thesis that corporate risk management may reduce the opportunity costs of holding high levels of liquid assets.