

Tomasz Maślanka

Przepływy pieniężne

w zarządzaniu finansami
przedsiębiorstw



F I N A N S E



Przepływy pieniężne

w zarządzaniu finansami
przedsiębiorstw

Iwonie i Michałowi

F I N A N S E

Tomasz Maślanka

Przepływy pieniężne

w zarządzaniu finansami
przedsiębiorstw



Wydawnictwo C.H. Beck
Warszawa 2008

Wydawca: Dorota Ostrowska-Furmanek
Redakcja merytoryczna: Jadwiga Witecka
Recenzent: prof. zw. dr hab. Bronisław Micherda

Projekt okładki i stron tytułowych: GRAFOS
Ilustracja na okładce: © Mark Evans/iStockphoto.com

Seria: Finanse
Podseria: Finanse przedsiębiorstwa



© Wydawnictwo C.H. Beck 2008

Wydawnictwo C.H. Beck Sp. z o.o.,
ul. Bonifraterska 17, 00-203 Warszawa

Skład i łamanie: GRAFOS
Druk i oprawa: Studio Spartan, Gdynia

ISBN 978-83-255-0239-3

Spis treści

Wstęp	7
1. Istota i przesłanki wykorzystania przepływów pieniężnych	11
1.1. Memoriałowe i kasowe ujęcie procesów finansowych w przedsiębiorstwie	11
1.2. Wyjaśnienie podstawowych pojęć	14
1.3. Przepływy pieniężne w sprawozdawczości finansowej	18
1.3.1. <i>Cash flow</i> w międzynarodowej sprawozdawczości	18
1.3.2. <i>Cash flow</i> w polskiej sprawozdawczości	19
1.3.3. Metoda pośrednia i bezpośrednia	22
1.4. Przepływy pieniężne w zarządzaniu przedsiębiorstwem	26
2. Ograniczenia tradycyjnej analizy finansowej	31
2.1. Statyczny pomiar płynności finansowej	31
2.1.1. Płynność a wypłacalność	31
2.1.2. Podstawowe miary płynności i ich korekta	36
2.2. Pomiar rentowności w ujęciu memoriałowym	44
2.2.1. Słabości memoriałowych mierników rentowności	44
2.2.2. Zależności między miernikami płynności i rentowności	50
3. Przepływy pieniężne w analizie finansowej	53
3.1. Ocena przedsiębiorstwa na podstawie strumieni pieniężnych z poszczególnych rodzajów działalności	53
3.2. Wstępna analiza rachunku przepływów pieniężnych	59
3.3. Wskaźniki analityczne bazujące na przepływach pieniężnych	63
3.4. Wykorzystanie wskaźników zbudowanych na rachunku przepływów pieniężnych	73
4. Przepływy pieniężne w prognozowaniu upadłości, wycenie oraz ocenie efektywności inwestycji	77
4.1. Prognozowanie upadłości – systemy wczesnego ostrzegania	77
4.2. Przepływy pieniężne w prognozowaniu upadłości przedsiębiorstw	81
4.3. Wycena przedsiębiorstw	92
4.3.1. Przepływy pieniężne w wycenie przedsiębiorstw	92
4.3.2. Nowoczesne metody pomiaru wartości	100

4.3.3. Wycena przedsiębiorstw z wykorzystaniem metody DCF w Polsce	105
4.4. Wykorzystanie przepływów pieniężnych w ocenie efektywności inwestycji	106
5. Wykorzystanie przepływów pieniężnych we wstępnej ocenie przedsiębiorstwa – wyniki badań empirycznych	111
5.1. Metody i zakres przeprowadzonych badań	111
5.1.1. Przepływy pieniężne we wstępnej ocenie przedsiębiorstw – wybrane badania polskich przedsiębiorstw	111
5.1.2. Metody przeprowadzonych badań	114
5.2. Ocena przedsiębiorstwa na podstawie strumieni pieniężnych z poszczególnych rodzajów działalności	120
5.3. Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	135
5.4. Analiza struktury przepływów pieniężnych z działalności inwestycyjnej i finansowej	149
5.5. Podsumowanie	158
6. Przepływy pieniężne w ocenie płynności, rentowności oraz wypłacalności polskich przedsiębiorstw	159
6.1. Metody i zakres przeprowadzonych badań	159
6.1.1. Wybrane badania polskich przedsiębiorstw	159
6.1.2. Metody przeprowadzonych badań	161
6.2. Ocena płynności i rentowności analizowanych przedsiębiorstw w ujęciu statycznym	162
6.3. Wykorzystanie przepływów pieniężnych w ocenie płynności finansowej przedsiębiorstw	171
6.4. Wykorzystanie przepływów pieniężnych w ocenie rentowności przedsiębiorstw	179
6.5. Wykorzystanie przepływów pieniężnych w ocenie zadłużenia przedsiębiorstw	185
6.6. Podsumowanie	192
7. Przepływy pieniężne w prognozowaniu upadłości polskich przedsiębiorstw	193
7.1. Wykorzystanie <i>cash flow</i> w kompleksowej ocenie przedsiębiorstw	193
7.2. Metody i zakres przeprowadzonych badań	196
7.3. Ocena zdolności prognostycznych wybranych danych ekonomiczno- -finansowych	210
7.4. Przepływy pieniężne w wielowymiarowych modelach prognozowania upadłości przedsiębiorstw	230
7.4.1. Omówienie modeli oszacowanych na całej grupie badawczej	230
7.4.2. Modele poddane weryfikacji na próbie walidacyjnej	241
7.5. Podsumowanie	252
Zakończenie	255
Załączniki	259
Bibliografia	293
Indeks	301

Wstęp

W zarządzaniu finansami przedsiębiorstwa podejmuje się różnorodne decyzje bieżące i decyzje o znaczeniu długoterminowym, strategicznym dla funkcjonowania firmy w przyszłości. Decyzje bieżące mają na celu głównie zapewnienie pożądanej płynności finansowej, a także osiągnięcie przez firmę oczekiwanej rentowności. Natomiast decyzje długoterminowe dotyczą określenia kierunków rozwoju (działalności inwestycyjnej) oraz sposobów jego finansowania.

Teoria i praktyka rachunkowości i finansów wykształciła wiele różnych narzędzi i procedur wykorzystywanych w zarządzaniu przedsiębiorstwem. Wszystkie te narzędzia i procedury można zakwalifikować do jednego z dwóch ujęć procesów finansowych – ujęcia memoriałowego lub kasowego. Przez długi okres w podejściu do finansowych aspektów procesów gospodarczych dominowało **ujęcie memoriałowe**. Praktyka jednak dowiodła, że jest to podejście zbyt wąskie, nieuwzględniające lub w małym stopniu biorące pod uwagę towarzyszące tym procesom przepływy środków pieniężnych.

Formalnie rzecz biorąc, **ujęcie kasowe** procesów finansowych w Polsce pojawiło się w połowie lat 90. XX w., w momencie wprowadzenia do sprawozdawczości finansowej **sprawozdania z przepływu środków pieniężnych**. Od roku 1995 przepływy pieniężne stały się częścią sprawozdawczości finansowej polskich przedsiębiorstw. Pomimo długiego okresu, jaki upłynął od tego momentu, znajomość oraz potencjalne i rzeczywiste wykorzystanie tej części sprawozdania finansowego w Polsce jest nadal niewielkie.

W ujęciu teoretycznym uważa się, że przepływy pieniężne mogą zostać wykorzystane m.in. w takich obszarach, jak: planowanie i analiza finansowa, zarządzanie płynnością i kapitałem obrotowym, ocena sytuacji finansowej, prognozowanie upadłości przedsiębiorstwa oraz ocena jego wiarygodności kredytowej.

Ponadto różnorodne wersje przepływów pieniężnych znajdują zastosowanie w wycenie przedsiębiorstw oraz przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Jak widać, w większości decyzji finansowych w firmie pomocnym narzędziem mogą być przepływy pieniężne. Nasuwa się pytanie, czy i w jakim zakresie w praktyce gospodarczej wykorzystuje się to nowoczesne narzędzie, czy też może *cash flow* ciągle pozostaje narzędziem niewykorzystywanym, a jego sporządzanie traktowane jest czysto formalnie, jako wymóg wprowadzony ustawą o rachunkowości.

W polskojęzycznej literaturze, dotyczącej analizy sytuacji finansowej przedsiębiorstw, w wielu przypadkach analiza *cash flow* jest przedstawiana marginesowo, a nawet wręcz pomijana. Często nie uwzględnia się też faktu, że przepływy pieniężne mogą być źródłem informacji o ocenianej firmie. Jeszcze mniej uwagi poświęca się empirycznym badaniom, które mogą wykazać, jakie jest faktyczne wykorzystanie przepływów pieniężnych w różnych obszarach zarządzania finansami przedsiębiorstw. Studia literatury fachowej uzasadniają stwierdzenie, że brak jest szerszych opracowań przedstawiających kształtowanie się przepływów pieniężnych lub wskaźników wydajności czy wystarczalności gotówkowej dla polskiej gospodarki. Opublikowane badania są fragmentaryczne – obejmują krótki okres lub dotyczą tylko wybranych branż. W dostępnych publikacjach zagranicznych również dość rzadko pojawiają się wyniki badań dotyczących kształtowania się wspomnianych powyżej wskaźników.

Powyższa ocena stanu wiedzy o teoretycznym i praktycznym wykorzystaniu przepływów pieniężnych, szczególnie w polskiej gospodarce, była główną przesłanką podjęcia szerszych badań na ten temat. Ich zasadnicze cele określono następująco:

- ▶ przedstawienie w ujęciu teoretycznym możliwości wykorzystania koncepcji przepływów pieniężnych w zarządzaniu przedsiębiorstwem, a w szczególności w zarządzaniu finansami przedsiębiorstw;

- ▶ dokonanie empirycznej weryfikacji możliwości wykorzystania *cash flow* w wybranych obszarach zarządzania finansami polskich przedsiębiorstw, a w szczególności w analizie, ocenie sytuacji finansowej oraz prognozowaniu ich upadłości.

Niniejsza publikacja została podzielona na siedem rozdziałów: cztery teoretyczne oraz trzy empiryczne.

W **rozdziale pierwszym** rozwinięto aspekt memoriałowy oraz kasowy procesów zachodzących w przedsiębiorstwie. Przybliżone zostały podstawowe pojęcia oraz definicje związane z przepływami środków pieniężnych. W tej części omówiono problematykę sprawozdawczości finansowej, dotyczącej *cash*

flow w polskim oraz międzynarodowym aspekcie. Ponadto w pierwszym rozdziale przybliżono możliwe obszary wykorzystania przepływów pieniężnych w krótko- i długoterminowych decyzjach dotyczących finansów przedsiębiorstwa.

W **rozdziale drugim** przedstawiono problemy, jakie mogą się pojawić w toku analizy bilansu, rachunku zysków i strat oraz wskaźników opierających się na tych częściach sprawozdania finansowego przedsiębiorstwa. W tej części zaprezentowano również pewne możliwości korygowania wybranych mierników analizy, skupiono się na wskaźnikach płynności i rentowności, w celu uzyskania prawidłowego obrazu analizowanego przedsiębiorstwa w tych obszarach.

Rozdział trzeci dotyczy szerokiej możliwości wykorzystania rachunku przepływów pieniężnych w analizie i ocenie sytuacji finansowej przedsiębiorstwa. Zaprezentowano w nim możliwości użycia *cash flow* we wstępnej ocenie jednostki gospodarczej, z wykorzystaniem wiedzy o przepływach z poszczególnych rodzajów działalności. W rozdziale tym przybliżono również całą gamę różnego rodzaju wskaźników, zbudowanych z wykorzystaniem strumieni pieniężnych, wraz z ich interpretacją.

Rozdział czwarty, ostatni z rozdziałów teoretycznych, prezentuje wykorzystanie przepływów pieniężnych (w rozumieniu **nadwyżki finansowej** oraz jako **operacyjne przepływy pieniężne**) w prognozowaniu upadłości przedsiębiorstw. W rozdziale tym przybliżono wybrane modele powstałe głównie na gruncie amerykańskim. W tej części przedstawiono również problematykę szacowania przepływów pieniężnych, niezbędnych przy dyskontowych metodach oceny efektywności projektów inwestycyjnych oraz przy wycenie przedsiębiorstw metodami dochodowymi. Rozróżnione zostały i szczegółowo omówione przepływy pieniężne przynależne wszystkim stronom finansującym (*FCFF*), oraz przepływy pieniężne dla właścicieli (*FCFE*). Ponadto przedstawiono wybrane nowoczesne narzędzia, takie jak *EVA* czy *MVA*, pomocne przy ocenie wartości przedsiębiorstwa.

W kolejnych trzech rozdziałach wykorzystano informacje finansowe dotyczące spółek giełdowych działających w latach 1998–2004. W rozdziale piątym i szóstym ograniczono się do dwóch najliczniejszych branż reprezentowanych na GPW w Warszawie – wykorzystano dane finansowe spółek budowlanych oraz handlowych. W **rozdziale piątym** przedstawione zostały wyniki badań dotyczące kształtowania się przepływów pieniężnych z poszczególnych rodzajów działalności w analizowanych przedsiębiorstwach. W tej części zaprezentowano również możliwości wykorzystania *cash flow* we wstępnej ocenie analizowanych jednostek. Ponadto przybliżone zostały rozważania dotyczące najlepszego oszacowania operacyjnych przepływów pieniężnych, z wykorzystaniem informacji

z rachunku zysków i strat oraz bilansu. W tym celu zweryfikowano korelacje zachodzące między operacyjnym strumieniem pieniężnym a różnymi jego przybliżeniami.

W **rozdziale szóstym** przedstawiono możliwości wykorzystania wskaźników opartych na *cash flow* w ocenie płynności, rentowności oraz zadłużenia jednostki gospodarczej. Dla pogłębienia analizy wyznaczono korelacje między miarami opartymi na przepływach pieniężnych a wskaźnikami, wykorzystującymi dane z bilansu oraz rachunku zysków i strat.

W **rozdziale siódmym** przedstawiono badania nad możliwościami wykorzystania przepływów pieniężnych w prognozowaniu upadłości. Zaprezentowane badania przeprowadzono na podstawie danych finansowych spółek giełdowych notowanych na GPW w Warszawie, w okresie 2001–2004. W toku badań zweryfikowano możliwość wykorzystania wskaźników opartych na przepływach w jedno- oraz wielowymiarowych modelach przewidywania upadłości. W wyniku przeprowadzonych analiz zaproponowano kilka modeli predykcji bankructwa wykorzystujących *cash flow* oraz kilka opartych wyłącznie na wielkościach bilansowych i wynikowych.

1 Istota i przesłanki wykorzystania przepływów pieniężnych

1.1. Memoriałowe i kasowe ujęcie procesów finansowych w przedsiębiorstwie

Rachunkowością, a więc i sprawozdaniami finansowymi, rządzą określone normy i zasady. D. Krzywda wskazuje na następujące nadrzędne **zasady rachunkowości** [Krzywda, 1999, s. 24]¹:

- ▶ zasada kontynuacji działania,
- ▶ zasada memoriałowa (oraz związane z nią zasady realizacji i współmierności),
- ▶ zasada ciągłości,

¹ W opracowaniach dotyczących rachunkowości można znaleźć różniące się od siebie zestawy zasad i norm rządzących rachunkowością. Na przykład M. Gmytrasiewicz, A. Karmańska, I. Olchowicz podkreślają, że naczelną koncepcją rachunkowości jest koncepcja wiernego i rzetelnego obrazu (*true and fair view*) – z czym, myślę, większość teoretyków i praktyków rachunkowości powinna się zgodzić. Autorki wymieniają następujące nadrzędne zasady rachunkowości: zasada memoriałowa (*accrual basis assumption*), zasada współmierności, zasada ostrożności, zasada kontynuacji działania (*going concern assumption*). Ponadto wymieniają następujące reguły uzupełniające wymienione wcześniej zasady: reguła istotności, reguła porównywalności, reguła kompletności, reguła neutralności oraz reguła zrozumiałości [Gmytrasiewicz, Karmańska, Olchowicz 2000, s. 28–42]. W *Analizie finansowej w przedsiębiorstwie* [Bednarski, 1999, s. 40–41] można odnaleźć następujący podział: zasada memoriałowa, zasada kontynuacji działania, oraz cechy jakościowe sprawozdania finansowego: zrozumiałość, istotność, wiarygodność, porównywalność, wierność prezentacji, przewaga treści nad formą, neutralność.

Przedstawione podziały odbiegają od zaprezentowanego przez D. Krzywdę, jednak w każdym z proponowanych podziałów na jednym z pierwszych miejsc można odnaleźć zasadę memoriałową, znacząco wpływającą na tezy niniejszej pracy. Za komentarz niech posłuży zdanie z opracowania *Przepływy środków pieniężnych; Poradnik w zakresie metodologii i techniki sporządzania sprawozdań* [Rzepnikowska, Śnieżek, 1995, s. 14]: „Teoretycy rachunkowości toczą wciąż zacięte spory o to, czy dana zasada posiada cechy założenia, koncepcji, czy też konwencji, lub czy stanowi jedynie i po prostu zasadę rachunkowości”.

- ▶ zasada ostrożności,
- ▶ zasada przewagi treści nad formą,
- ▶ zasada istotności (oraz zasady: indywidualnej wyceny i zakazu kompensat).

Z punktu widzenia niniejszego opracowania ważne jest, obowiązujące w rachunkowości, memoriałowe ujęcie procesów gospodarczych, bez względu na uregulowanie, bądź nie, rozrachunków z nich wynikających. Zasada ta obowiązuje nieprzerwanie od XIV w., od momentu pojawienia się w księgowości podwójnego zapisu i kategorii kapitału własnego [Gmytrasiewicz, Karmańska, Olchowicz, 2000, s. 32]. Stosowanie tej zasady obliguje przedsiębiorstwa do prezentacji w sprawozdaniach finansowych (bilansie, rachunku zysków i strat) nie tylko skutków zdarzeń związanych z wpływem i wypływem środków pieniężnych (taka sytuacja wystąpiłaby przy stosowaniu zasady kasowej), lecz również skutków zdarzeń niepieniężnych związanych z powstaniem zobowiązań, należności, osiągnięciem przychodu czy też poniesieniem kosztu itp. (art. 6.1. ustawy o rachunkowości).

Z zasadą memoriałową są związane bezpośrednio **zasady realizacji i współmierności** [Krzywda, 1999, s. 26–27]. Pierwsza z wymienionych zasad mówi o tym, że „zyski powstają dopiero w momencie sprzedaży lub czynności z nią zrównanej” [Krzywda, 1999, s. 26]. Druga zasada wymaga, aby na wynik finansowy okresu wpływały tylko koszty związane z przychodami tegoż okresu (współmierne przychodom – art. 6.2. ustawy o rachunkowości).

Praktyka gospodarcza pokazuje, iż **ujęcie memoriałowe procesów zachodzących w przedsiębiorstwie**, z punktu widzenia zarządzania finansami, zwłaszcza zarządzania krótkoterminowego, jest zbyt wąskie i wymaga poszerzenia o prezentację, równoległe zachodzących, procesów kasowych. Bilans, sporządzony na określony moment, w związku z polityką rachunkowości, może przedstawiać sytuację lepszą lub gorszą od tej, jaka jest w rzeczywistości w jednostce gospodarczej. W tej statycznej części sprawozdania brak jest informacji o możliwym czasie ewentualnego upłynnienia posiadanych aktywów oraz wpływach gotówkowych, jakie są możliwe, z tego tytułu, do uzyskania. Analiza pasywów nie niesie informacji o terminach spłaty kapitału obcego czy też ewentualnych możliwościach jego prolongaty. Memoriałowe ujęcie wyniku finansowego przedsiębiorstwa prezentowane w rachunku zysków i strat nie odzwierciedla gotówki wygenerowanej w toku działalności gospodarczej, nie informuje o możliwości spłaty zobowiązań czy też, ogólnie, o wypłacalności firmy – wynik finansowy może być kształtowany przez

zarządzających przedsiębiorstwem. Zysk, płynność i wypłacalność są ze sobą powiązane, jednak rzadko występują równocześnie. „Fakt osiągnięcia zysku, zjawisko samo w sobie korzystne, nie jest gwarantem utrzymania równowagi gospodarczo-finansowej” [Cebrowska, 1992, s. 9–17]. Zachodzące równolegle, ale oderwane od siebie przychody i wpływy, koszty oraz wypływy gotówki implikują konieczność równoległej oceny procesów zachodzących w przedsiębiorstwie w ujęciu zarówno memoriałowym, jak i kasowym. Oderwanie jednej płaszczyzny od drugiej oczywiście jest możliwe, jednak może przedstawiać niepełny obraz jednostki gospodarczej.

Okres życia aktywów obrotowych jest zwykle krótszy niż jeden rok, aktywa te szybko zmieniają swoją postać (np. materiały przekształcają się w produkty gotowe, a te w należności) brak jest także synchronizacji pomiędzy cyklem eksploatacyjnym a cyklem finansowym. Obserwowane między wymienionymi cyklami rozbieżności wymagają istnienia kapitału długoterminowego (kapitału obrotowego netto), który jest zaangażowany w działalność bieżącą. Wysoki poziom kapitału pracującego w przedsiębiorstwie można potraktować jako bufor bezpieczeństwa, dzięki któremu rozbieżności pomiędzy cyklem eksploatacyjnym a finansowym nie grożą pojawieniem się problemów z bieżącym regulowaniem zobowiązań, czy wręcz, w dłuższym terminie, problemami z wypłacalnością finansową firmy.

W. Parteka wyraża opinię, że: „Zarządzanie ZYSKIEM pomimo naturalnego połączenia z zarządzaniem ŚRODKAMI PIENIĘŻNYMI, nie jest mu równoważne” [Eljasiak, Parteka, s. 42]. T. Waśniewski i W. Skoczylas prezentują przykład firmy W.T. Grant Company, osiągającej w latach 1970–1973 zyski netto rzędu 40 mln dolarów rocznie, generującej równocześnie, rokrocznie, ujemne przepływy środków pieniężnych netto [Waśniewski, Skoczylas, 1995, s. 12]. Zignorowanie tej kwestii doprowadziło do upadku przedsiębiorstwa, przy wysokich, corocznych wskaźnikach zysku na akcje z powodu utraty długoterminowej wypłacalności. Zasadne jest przytoczenie wypowiedzi z publikacji M. Rzepnikowskiej i E. Śnieżek: „Rachunkowość memoriałowa jest konwencją ogólnie przyjętą i akceptowaną, chociaż pomiar przy tym założeniu nadal pozostaje problemem kontrowersyjnym. Z drugiej strony jednakże nie zawsze odpowiednim wskaźnikiem sukcesu firmy jest wielkość wpływów i wydatków oraz relacja między nimi w danym okresie” [Rzepnikowska, Śnieżek, 1995, s. 17].

Jako komentarz do problemu memoriałowego i kasowego ujęcia procesów gospodarczych zachodzących w przedsiębiorstwie, można przytoczyć wypowiedź T. Kiziukiewicz: „W gospodarce rynkowej generacja gotówki jest fundamentem

przetwarzania i rozwoju każdej firmy. Strumienie finansowe są konsekwencją procesów materialnych, które jednak są uwarunkowane wcześniejszym dysponowaniem środkami pieniężnymi. Występuje tu wyraźne sprzężenie zwrotne, z tym, że dla sprawnego funkcjonowania firmy jest niezbędna koordynacja powiązań” [Kiziukiewicz, 1995, s. 6]. Przepływy środków pieniężnych są jednoznaczne, natomiast przychody i koszty wpływające na wynik finansowy przedsiębiorstwa są wypadkową stosowanej polityki rachunkowej w danej firmie.

Wielopłaszczyznowe ujęcie procesów gospodarczych we współczesnej rachunkowości przedstawiono m.in. w pracy B. Micherdy. Autor wskazuje na trzy rodzaje rachunków w przedmiotowej strukturze rachunkowości: rachunek zasobów, rachunek strumieni oraz rachunek sił (czynników). Rachunek zasobów jako podstawowy wymiar rachunkowości obrazuje składniki aktywów przedsiębiorstwa oraz źródła jego finansowania. Rachunek strumieni, który zawiera strumienie przychodowe i kosztowe, przedstawia proces powstawania wyniku finansowego w firmie, natomiast rachunek sił prezentuje „czynniki przyspieszające bądź opóźniające procesy tworzenia wyniku finansowego” [Micherda, 2001, s. 122–133].

1.2. Wyjaśnienie podstawowych pojęć

Poniżej przedstawiono podstawowe pojęcia związane z tematyką wykorzystania przepływów pieniężnych w zarządzaniu przedsiębiorstwem. Podjęto również próbę przybliżenia sformułowań (oraz wskazania różnic między nimi): przepływy pieniężne, nadwyżka pieniężna (nadwyżka finansowa) czy *cash flow*.

Najczęściej **nadwyżka pieniężna** definiowana jest jako zysk netto powiększony o amortyzację [Gos, 1999, s. 230–236; Śniezek, 1997, s. 73–78; Skoczyła, 1998, s. 123–133; Sierpińska, Wędzki, 2002, s. 36]. Należy zwrócić uwagę na fakt, że w interpretacji tak zdefiniowanej nadwyżki finansowej mogą pojawić się pewne problemy natury metodologicznej w momencie, gdy przedsiębiorstwo nie osiąga zysku. Problem ten będzie do przewyciężenia w sytuacji, gdy amortyzacja w wartościach bezwzględnych będzie większa od wygenerowanej straty (per saldo zaobserwuje się wtedy „dodatnią” nadwyżkę finansową).

Nieco większa niejasność terminologiczna pojawia się w momencie, gdy strata (w wielkości bezwzględnej) przewyższy wielkość amortyzacji. Pomimo tego, tak zdefiniowana nadwyżka finansowa jest dość powszechnie używana

w analizie i ocenie jednostek gospodarczych, zwłaszcza przy szybkich i prostych analizach.

Interesujące rozważania dotyczące kształtowania nadwyżki finansowej rozumianej jako suma zysku netto i amortyzacji przedstawia W. Bień. Autor omawia zależności, jakie można zaobserwować między wielkością nadwyżki finansowej a zasadami amortyzacji środków trwałych [Bień, 2001, s. 148–152]. Podobna tematyka kształtowania obrazu firmy z wykorzystaniem nadwyżki finansowej i polityki amortyzacji aktywów, pojawia się w artykule E. Śnieżek i M. Wiatra [Śnieżek, Wiatr, 2003, s. 70–91]. J. Iwin zaprezentowała wyniki badań z 2002 r. dotyczące znaczenia nadwyżki finansowej, rozumianej jako suma wyniku netto i amortyzacji, jako źródła finansowania inwestycji rzeczowych w polskich przedsiębiorstwach [Iwin, 2003, s. 48–52]².

E. Śnieżek, podsumowując rozważania dotyczące nadwyżki finansowej, zdefiniowanej jako suma zysku netto i amortyzacji, wskazuje, że takie podejście pomija wiele ważnych źródeł operacyjnych środków pieniężnych³, w związku z czym warte rozważenia jest nieco szersze ujęcie tej wielkości [Śnieżek, 1997, s. 75]. Autorka podkreśla, że opisana nadwyżka finansowa (zysk netto + amortyzacja) w wielu anglojęzycznych źródłach utożsamiana była z *cash flow*⁴ i w takim ujęciu była wykorzystywana w analizie oraz w przewidywaniu upadłości przedsiębiorstw [Ross, Westerfield, Jordan, 1999, s. 49]. W związku z powyższym należy sprecyzować, iż w literaturze pojawiają się również następujące definicje *cash flow* (łącznie z rozumieniem jako nadwyżki finansowej) [Śnieżek, 1997, s. 73–78; Gos, 2004, s. 38; Sierpińska, Nesterak, 1994, s. 49–54]:

- 1) *cash flow* = wynik finansowy + amortyzacja (czyli nadwyżka finansowa),
- 2) *cash flow* = wynik finansowy + przyrost rezerw tworzonych z zysku,
- 3) *cash flow* = wynik finansowy + amortyzacja + przyrost rezerw tworzonych z zysku + inne koszty niepieniężne,
- 4) *cash flow* = wynik finansowy + koszty niepieniężne – przychody niepieniężne.

Autorzy zwracają uwagę na fakt, że w trzech pierwszych definicjach *cash flow* pomijane są korekty związane z obszarem przychodowym przedsiębiorstwa.

² W badaniach (dotyczyły one okresu 1995–2001) autorka wskazała wynik operacyjny oraz amortyzację jako najważniejsze źródło inwestycji odtworzeniowych w polskich przedsiębiorstwach.

³ Autorka wskazała następujące obszary pominięte w tak zdefiniowanej nadwyżce finansowej: zmiana stanu rozrachunków, zmiana stanu zapasów, zmiana stanu rozliczeń międzyokresowych, niepieniężne pozycje kształtujące wynik finansowy.

⁴ „W praktyce księgowej operacyjne przepływy pieniężne (*operating cash flow*) są często definiowane jako dochód netto powiększony o amortyzację”.

Natomiast za najbardziej pełne (prezentujące faktycznie uzyskaną nadwyżkę wpływów nad wydatkami), z powyższych definicji, wskazują podejście czwarte. E. Śnieżek stwierdza jednak, że jest to nadwyżka wpływów nad wydatkami z trzech obszarów działalności jednostki gospodarczej (działalności operacyjnej, inwestycyjnej i finansowej), czyli jest to po prostu zmiana stanu środków pieniężnych w przedsiębiorstwie [Śnieżek, 1997, 76–77]⁵. E. Śnieżek podkreśla, że w rozwiązaniach światowych, przez *cash flow* rozumie się:

- 1) wynik finansowy powiększony o amortyzację,
- 2) przepływy środków pieniężnych netto z całości działalności przedsiębiorstwa, czyli po prostu zmianę stanu środków pieniężnych w badanym okresie (nadwyżka wpływów nad wydatkami)⁶,
- 3) środki pieniężne netto z działalności operacyjnej (podstawowej działalności podmiotu).

Autorka wskazuje to ostatnie podejście jako najbardziej przydatne przy budowie wskaźników niezbędnych w analizie i ocenie sytuacji finansowej jednostki gospodarczej. Jednak, jak podkreśla E. Śnieżek, w praktyce spotykane są wskaźniki wykorzystujące jako nadwyżkę finansową każdy z zaprezentowanych powyżej wariantów, co rzutuje na mnogość wskaźników oraz wymaga każdorazowo odmiennej interpretacji. W. Gos prezentuje podobne zdanie dotyczące wykorzystania różnego poziomu przepływów pieniężnych [Gos, 2000, s. 373–383].

Pojęcie nadwyżki finansowej pojawia się w wielu publikacjach dotyczących analizy finansowej. M. Sierpińska, omawiając narzędzia oceny zadłużenia przedsiębiorstwa przytacza wskaźniki oceny zdolności firmy do obsługi długu (w opracowaniu pojawia się m.in. wskaźnik pokrycia kapitałów obcych nadwyżką finansową) [Sierpińska, 1996, s. 53–69]. W tym samym artykule autorka przywołuje wśród mierników oceniających gospodarowanie zasobami firmy wskaźniki: stopień sfinansowania przyrostu środków trwałych z *cash flow* oraz stopień sfinansowania przyrostu aktywów z *cash flow*, opierając je na nadwyżce pieniężnej rozumianej jako suma wyniku finansowego i amortyzacji przedsiębiorstwa.

⁵ Uważam, że E. Śnieżek w tym względzie popełniła błąd, gdyż utożsamiła zmianę stanu środków pieniężnych w przedsiębiorstwie z wartością przychodów pieniężnych skorygowanych o wartość kosztów pieniężnych w danym okresie, a przecież na zmianę stanu środków pieniężnych firmy wpływają również zdarzenia inwestycyjne i finansowe niemające odbicia w rachunku zysków i strat.

⁶ M. Sierpińska, D. Wędzki napisali, że „Najlepszą podstawę do analizy sytuacji finansowej przedsiębiorstwa daje rozwinięta definicja, która dokładnie przedstawia *cash flow* jako realizowaną w danym okresie nadwyżkę wpływów nad wydatkami” [Sierpińska, Wędzki, 2002, s. 36].

W literaturze finansowej [Dudek-Szczepankiewicz, 2004, s. 32–39]⁷ spotyka się również pojęcie trzech stopni *cash flow*. Zależności między nimi przedstawiają się następująco:

$$\begin{aligned} \text{operacyjne przepływy pieniężne netto} &= \text{cash flow I stopnia} \\ &+ \frac{\text{inwestycyjne przepływy pieniężne netto}}{\text{cash flow II stopnia}} \\ &+ \frac{\text{finansowe przepływy pieniężne netto}}{\text{cash flow III stopnia}} \end{aligned}$$

Jak widać z powyższego zestawienia, autorzy mianem **cash flow I stopnia** określili operacyjny strumień środków pieniężnych netto, czyli gotówkę wypracowaną w analizowanym okresie w toku działalności podstawowej przedsiębiorstwa. **Cash flow II stopnia** to suma operacyjnych i inwestycyjnych strumieni pieniężnych netto. Gdy *cash flow II stopnia* jest większe od *cash flow I stopnia*, przy dodatnim operacyjnym strumieniu pieniężnym netto, świadczy to o znacznej efektywności działalności inwestycyjnej firmy, w sytuacji odwrotnej uzyskuje się informację o sfinansowaniu inwestycji firmy ze środków z działalności bieżącej przedsiębiorstwa. M. Nowak podkreśla: „saldo przepływów gotówki z działalności operacyjnej powinno co najmniej pokryć ujemne saldo przepływów gotówki z działalności inwestycyjnej, związane z rozszerzoną reprodukcją majątku trwałego” [Nowak, 2002, s. 54–58].

Cash flow III stopnia to nic innego jak suma operacyjnych, inwestycyjnych i finansowych strumieni pieniężnych netto, czyli zmiana stanu środków pieniężnych w danym okresie. Dodatnia wartość *cash flow III stopnia* niesie informację o wzroście środków pieniężnych będących do dyspozycji firmy, natomiast wartość ujemna świadczy o zmniejszaniu się zasobów gotówkowych przedsiębiorstwa.

⁷ Odmienne podejście do stopni *cash flow* można znaleźć u T. Kiziukiewicza i P. Łagodźkiego [Kiziukiewicz, 1995, s. 11–12; Łagodźki, 1999, s. 40–54]. Autorzy prezentują następujące zestawienie:

$$\begin{aligned} &\text{przychody ze sprzedaży} \\ &- \text{koszt własny sprzedaży} \\ &\text{zysk z działalności operacyjnej} \\ &+ \text{amortyzacja} \\ &+ \text{zmiana rezerw długoterminowych} \\ &\text{cash flow brutto} \\ &- \text{podatek od dochodu i wyniku z normalnej działalności} \\ &\text{cash flow netto (cash flow I stopnia)} \\ &+ \text{pozostałe przychody} \\ &- \text{pozostałe koszty} \\ &+/- \text{wyniki nadzwyczajne} \\ &\text{cash flow II stopnia} \\ &+/- \text{zmiana kapitału własnego} \\ &\text{cash flow III stopnia} \end{aligned}$$

1.3. Przepływy pieniężne w sprawozdawczości finansowej

1.3.1. *Cash flow* w międzynarodowej sprawozdawczości

Celem niniejszego opracowania nie jest przedstawianie historii zmian w zakresie kształtowania się przepływów pieniężnych w międzynarodowej sprawozdawczości finansowej. W związku z powyższym ta tematyka przedstawiona zostanie w ogólnym zarysie.

Pierwsze przykłady przepływów w ujęciu funduszowym pojawiły się w latach 70. XIX w. w USA i Wielkiej Brytanii [Rzepnikowska, Śnieżek, 1995 s. 32–33; Dratwińska, 1999, s. 5–15]. W raportach rocznych rachunek ten stał się powszechny dopiero kilkadziesiąt lat później (lata 50. w USA, lata 70. XX w. w Wielkiej Brytanii).

Pierwsza oficjalna wypowiedź profesjonalnego organu rachunkowości (USA) datowana jest na 1963 r., kiedy to Biuro Zasad Rachunkowości (APB, Accounting Principles Board) wydało Opinię nr 3 pod tytułem „Sprawozdanie ze źródeł pochodzenia i wykorzystania funduszy”, zachęcającą do sporządzania tego sprawozdania [Śnieżek, 2002, s. 155; Dratwińska, 1999, s. 5–15].

W październiku 1977 r. Międzynarodowy Komitet Standardów Rachunkowości (IASB, International Accounting Standards Committee) opublikował Międzynarodowy Standard Rachunkowości Nr 7 „Sprawozdanie o zmianach w sytuacji finansowej”. Proponowane w standardzie podejście opierało się na rachunku funduszowym (*funds flow*) i miało pomóc w odpowiedzi na pytanie, jak przedsiębiorstwo jest finansowane oraz w jaki sposób wykorzystuje posiadane zasoby. Niejednoznaczność pojęcia „fundusz” oraz doświadczenia w sporządzaniu tego sprawozdania spowodowały, że w grudniu 1992 r. opublikowano nowy MSR Nr 7 „Sprawozdanie z przepływów pieniężnych” (*Cash Flow Statements*), który zastąpił dotychczas istniejący. Standard ten zaczął obowiązywać w odniesieniu do sprawozdań obejmujących rok obrotowy rozpoczynający się od 1 stycznia 1994 r. Unormowano w nim m.in. podział działalności na trzy obszary: **operacyjny, inwestycyjny i finansowy** oraz dopuszczono dwie metody sporządzania sprawozdania: bezpośrednią i pośrednią, bez narzucania którejkolwiek z nich (w Standardzie znajduje się jedynie zalecenie stosowania metody bezpośredniej, jednak, jak pokazuje praktyka, częściej jest stosowana **metoda pośrednia** [Śnieżek, 2002, s. 164–165; *Międzynarodowe regulacje...*,

2002, s. 288–289]). Ponadto, co jest godne podkreślenia, MSR Nr 7 pozostawia w pewnych przypadkach jednostce sporządzającej sprawozdanie finansowe możliwość wyboru szczegółowej klasyfikacji wpływów czy wypływów pieniężnych (przykładem może być kwalifikowanie odsetek od pożyczek i kredytów do działalności operacyjnej lub finansowej) [*Międzynarodowe Standardy...*, s. 791–792; Gmytrasiewicz, Karmańska, Olchowicz, 2000, s. 518–519; *Międzynarodowe regulacje...*, 2002, s. 293–294].

Jako pierwsze w rozwiązaniach krajowych obowiązkowymi wzorami unormowano przepływy pieniężne w USA i w Wielkiej Brytanii (USA – 1987 r., SFAS Nr 95, „Sprawozdanie z przepływów pieniężnych” – „*Statements of Cash Flow*”; Standard ten zastąpił opinię nr 19 z 1971 r. dotyczącą sprawozdania ze zmian w sytuacji finansowej *Reporting Changes in Financial Position*; Wielka Brytania – 1991 r., Standard Sprawozdawczości Finansowej Nr 1 – *FRS, Financial Reporting Standard No. 1*; Standard ten zastąpił Standard Praktyki Rachunkowości Nr 10 *SAAP, Statement of Standard Accounting Practice* obowiązujący od 1975 r.) [Gmytrasiewicz, Karmańska, Olchowicz, 2000, s. 512; Śnieżek, 2002, s. 155–157; Henderson, Maness, 1989, s. 3–4].

1.3.2. Cash flow w polskiej sprawozdawczości

W polskiej sprawozdawczości finansowej sprawozdanie z przepływów środków pieniężnych, sporządzone metodą pośrednią, pojawiło się w 1995 r.⁸ wraz z wprowadzeniem w życie ustawy o rachunkowości⁹, czym znacznie rozszerzono zakres sprawozdawczości finansowej. Wprowadzeniem obowiązku sporządzania przepływów pieniężnych Polska, jak pisze Z. Fedak wyprzedziła w 1995 r. kraje UE [Fedak, 1996, s. 397–404], w których Czwarta¹⁰ i Siódma¹¹ Dyrektywa nie narzucały takiego obowiązku.

⁸ Od roku 1991 *Rachunek przepływów finansowych* (ujęcie *funds flow*) był obligatoryjnym elementem prospektu emisyjnego przedsiębiorstw ubiegających się o dopuszczenie do publicznego obrotu ich akcji (*Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 29 lipca 1991 roku w sprawie szczegółowych warunków, jakim powinien odpowiadać prospekt papierów wartościowych wprowadzonych do publicznego obrotu*; Dz.U. z 1991 r., Nr 71, poz. 308).

⁹ Ustawa o rachunkowości z dnia 29.10.1994 r. została opublikowana w Dz.U. z 1994 r., Nr 121, poz. 591, i weszła w życie 1 stycznia 1995 r.

¹⁰ Czwarta Dyrektywa z dnia 25 lipca 1978 r. w sprawie rocznych sprawozdań finansowych podmiotów gospodarczych (78/660/EEC).

¹¹ Siódma Dyrektywa z dnia 13 czerwca 1983 r. w sprawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych, ich przygotowania, publikacji i badania (83/349/EEC).