

Marek Pauka

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

Bogumiła Brycz

Politechnika Wrocławska

**WARTOŚĆ INFORMACYJNA
RACHUNKU PRZEPIYWÓW PIENIĘŻNYCH
W OKRESIE KRYZYSU – BADANIA EMPIRYCZNE**

Streszczenie: Artykuł koncentruje się na wartości informacyjnej płynącej z analizy rachunku przepływów pieniężnych. Do badań wybrano spółki handlujące odzieżą i butami, notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, które w okresie 2006-2009 zmagaly się z sytuacją kryzysową. Celem artykułu było zatem ustalenie przydatności rachunku przepływów pieniężnych do oceny kondycji przedsiębiorstw w okresie kryzysu na przykładzie wybranych spółek.

Słowa kluczowe: analiza finansowa, płynność finansowa, rachunek przepływów pieniężnych.

1. Wstęp

Polska gospodarka nie odczuła tak dotkliwie jak wiele innych gospodarek światowych, pierwszej fali trwającego obecnie kryzysu gospodarczego, jednak i w Polsce wiele firm przeżywa poważne kłopoty finansowe i ma problemy z utrzymaniem się na rynku. Z raportu opublikowanego przez Konferencję Przedsiębiorstw Finansowych [Antonowicz 2010] wynika, że w 2009 r. niemal 700 polskich firm ogłosiło upadłość – o 63% więcej niż rok wcześniej. Analiza kondycji finansowej firm w poszczególnych branżach wskazuje na to, iż w 2009 r. zbankrutowało najwięcej firm z branży budowlanej oraz sprzedaży hurtowej i detalicznej. Biorąc pod uwagę dane z początku 2010 r. (w styczniu tego roku bankructwo ogłosiło o blisko 65% więcej przedsiębiorstw aniżeli w analogicznym okresie 2009 r.) oraz to, iż skutki kryzysu widoczne są z pewnym opóźnieniem, należy się spodziewać dalszego wzrostu liczby upadłości. Warto przy tym zauważyć, że – jak czytamy w raporcie – „upadłości przedsiębiorstw stanowią, w odniesieniu do skali procesów likwidacyjnych, zaledwie niewielki odsetek. Na 693 upadłości z bazy REGON zostało wyrejestrowanych

(zlikwidowanych) w 2009 r. 357 530 jednostek gospodarczych. Oznacza to, iż w 2009 r., na każde 1000 likwidowanych podmiotów gospodarczych, przypadały zaledwie dwie upadłości” [Antonowicz 2010, s. 12].

Takie wydarzenia jak trwający obecnie kryzys gospodarczy, skutkujący m.in. poważnym pogorszeniem się sytuacji finansowej, a nawet upadłością, wielu przedsiębiorstw, dostarczają bogatego materiału badawczego umożliwiającego weryfikację różnych hipotez naukowych. W literaturze przedmiotu niejednokrotnie podkreśla się duże znaczenie analizy przepływów pieniężnych w zarządzaniu przedsiębiorstwem, zwłaszcza w zarządzaniu płynnością finansową oraz prognozowaniu upadłości przedsiębiorstw, dlatego też w niniejszym artykule w oparciu o materiał empiryczny pochodzący ze sprawozdań finansowych postanowiliśmy przeprowadzić wstępne badania na ten temat. Celem artykułu jest ocena przydatności rachunku przepływów pieniężnych, w szczególności w jego części operacyjnej, jako źródła informacji prognostycznej do oceny przedsiębiorstw w okresie kryzysu na przykładzie wybranych spółek giełdowych, których sytuacja finansowa znacznie się pogorszyła. Aby osiągnąć ten cel, wybrano grupę przedsiębiorstw, które w okresie trwającego obecnie kryzysu rzeczywiście miały poważne problemy finansowe, a następnie dokonano analizy przepływów pieniężnych tak, aby można było zweryfikować, czy teoretyczne wnioski płynące z przeprowadzonej analizy wskazywały na pogarszanie się sytuacji finansowej badanych przedsiębiorstw.

2. Metodyka badań

Obecny kryzys gospodarczy mocno dotknął m.in. spółki zajmujące się dystrybucją odzieży i obuwia, i to nie tylko średnie firmy, ale również działające na dużą skalę spółki akcyjne notowane na GPW [Zatoński 2009; Brzóska 2009]. Problemy finansowe tych spółek wynikają przede wszystkim:

- ze spadku popytu (powodującego spadek rotacji zapasów, wzrost kapitału obrotowego);
- ze wzrostu kosztów (na skutek osłabienia złotego nastąpił wzrost kosztów wynajmu powierzchni w centrach handlowych, zwykle denominowanych w euro, oraz wzrost kosztów produktów importowanych, gdyż większość spółek korzysta z outsourcingu w Azji);
- z nadmiernego zadłużania się przedsiębiorstw przy finansowaniu inwestycji, co w konsekwencji w obliczu pogarszającej się koniunktury oznaczało konieczność obsługi długu przy negatywnym efekcie dźwigni finansowej.

Prowadzone badania dotyczą właśnie spółek działających w branży odzieżowej i obuwniczej notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, przy czym wybrano grupę tych spółek, które w czasie kryzysu rzeczywiście znalazły się w bardzo trudnej sytuacji finansowej. Szczegółowe zestawienie spółek, które poddano analizie, zamieszczono w tab. 1.

Tabela 1. Charakterystyka badanych spółek

Spółka	Charakterystyka
Bytom SA	Z danych zawartych w skróconym skonsolidowanym sprawozdaniu finansowym spółki sporządzonym na 30 czerwca 2010 r. wynika, iż całkowite ujemne dochody netto spółki za okres 1.01.2010-30.06.2010 wynoszą 17 621 tys. zł. Strata ta jest tak duża, iż przewyższa sumę kapitału zapasowego i rezerwowego oraz jedną trzecią kapitału zakładowego, a w takiej sytuacji, zgodnie z przepisami Kodeksu spółek handlowych, konieczne jest zwołanie walnego zgromadzenia akcjonariuszy i podjęcie uchwały dotyczącej dalszego istnienia spółki. Ponadto biegły rewident w sporządzonym przez siebie raporcie zwraca uwagę, iż w analizowanym sprawozdaniu zarząd uzależnia dalsze istnienie grupy kapitałowej (w okresie powyżej 12 miesięcy) od uzyskania finansowania zewnętrznego.
Gino Rossi SA	W drugim kwartale 2009 r. rozpoczęła realizację planu restrukturyzacyjnego obejmującego m.in. likwidację spółek zależnych, nie rokujących w najbliższym czasie nadziei na poprawę wyników (m.in. likwidacja spółki Cossimo Martinelli Poland oraz Lugano), zamknięcie nierentownych lokalizacji, uproszczenie struktury organizacyjnej i redukcję zatrudnienia. Konieczność wdrożenia programu restrukturyzacyjnego była związana z trudną sytuacją finansową spółki, ponieważ w marcu 2009 r. zobowiązania Gino Rossi wynosiły prawie 123 mln zł, z czego ponad 90 mln zł to kredyty krótkoterminowe, a kredytujące spółkę banki nie chciały z nią dalej współpracować bez jej wzmocnienia kapitałowego.
Monnari Trade SA	Spółka znajduje się obecnie w upadłości układowej; w sierpniu 2009 r. Sąd Rejonowy w Łodzi podjął decyzję o ogłoszeniu upadłości obejmującej likwidację majątku, natomiast zgodnie z decyzją sądu z 22 stycznia 2010 r. postępowanie upadłościowe obejmujące likwidację majątku zostało zmienione na postępowanie upadłościowe z możliwością zawarcia układu, przy czym układ z wierzycielami został przyjęty 29 września 2010 r.
Prima Moda SA	Pogarszający się wynik netto przesądził o dołączeniu Spółki do grupy poddanej analizie.
Próchnik SA	Postępowanie układowe zostało zakończone w sierpniu 2009 r. W 2009 r. akcjonariusze Spółki na WZA zdecydowali się na podwyższenie kapitałów własnych i o dalszym istnieniu Spółki, gdyż strata poniesiona w 2008 r. przekraczała sumę kapitałów zapasowego i rezerwowego oraz jedną trzecią kapitału zakładowego.
Redan SA	Spółka mająca kłopoty jeszcze przed obecnym kryzysem gospodarczym; w 2005 r. opracowała program odzyskania efektywności, w 2006 r. ze względu na brak możliwości spłaty wymagalnych kredytów złożyła w sądzie wniosek o wszczęcie postępowania naprawczego w celu zawarcia układu z wierzycielami; ze względu na istotne pogorszenie się koniunktury w 2009 r. spółka podjęła restrukturyzację obejmującą likwidację wszystkich nierentownych obszarów działalności, mianowicie Redan zamyka sklepy własne Trolla, sprzedaje sklepy Morgana oraz likwiduje spółki w Czechach i na Słowacji.
Vistula Group SA	Spółka, której udało się uniknąć bankructwa po tym, jak bez porozumienia z bankiem nie była w stanie spłacić ogromnego kredytu zaciągniętego w 2008 r. na zakup akcji firmy jubilerskiej W. Kruk, na co nałożyła się zła sytuacja na rynku odzieżowym związana z kryzysem finansowym i upadek spółki zależnej Galeria Centrum.

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych oraz artykułów prasowych [Ogłoszenie upadłości...; Przyjęcie układu...; Postanowienie o..., Raport niezależnego...; Zmiana postępowania...].

W badaniach prowadzonych na wskazanej grupie przedsiębiorstw opierano się na danych pochodzących ze skonsolidowanych sprawozdań finansowych obejmujących lata 2006-2009, publikowanych w oficjalnych raportach rocznych przez poddane analizie spółki. Na podstawie tych sprawozdań podjęto próbę weryfikacji tezy, iż analiza rachunku przepływów pieniężnych dostarcza informacji *ex ante* o zagrożeniu pogorszenia się sytuacji finansowej przedsiębiorstwa.

Na pierwszym etapie badań dokonano wstępnej oceny przedsiębiorstw na podstawie rachunku przepływów pieniężnych. Mianowicie przeprowadzono analizę sald przepływów pieniężnych z poszczególnych rodzajów działalności, tj. salda przepływu środków pieniężnych z działalności operacyjnej, inwestycyjnej i finansowej oraz salda przepływów pieniężnych łącznie ze wszystkich rodzajów działalności, przy czym wyróżniono czternaście możliwych wariantów sytuacji finansowej firmy [Rybicki, 2009, s. 158-159]. Warto podkreślić, iż niektórzy autorzy wyróżniają osiem wariantów [Maślanka 2008, s. 55; Sierpińska, Jachna 2004, s. 121], nie analizując całkowitej zmiany środków pieniężnych. Na tej podstawie oceniono, czy wstępna analiza przepływów pieniężnych poszczególnych przedsiębiorstw wskazywała na wyraźne pogorszenie ich sytuacji finansowej.

Następnie sprawozdania finansowe, przede wszystkim zaś rachunek przepływów pieniężnych wskazanych spółek, zostały poddane szczegółowej analizie. Przeprowadzono m.in. analizę dekompozycyjną przepływów na poziomie operacyjnym oraz wykorzystując klasyczne wskaźniki oparte na przepływach pieniężnych. Na koniec zaś dokonano próby oceny użyteczności rachunku przepływów pieniężnych w kontekście prowadzonych analiz finansowych, nastawionych na ocenę przyszłej kondycji finansowej przedsiębiorstwa.

3. Wyniki badań

W zależności od charakteru salda przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej, inwestycyjnej i finansowej oraz łącznie ze wszystkich rodzajów działalności można wyróżnić czternaście możliwych wariantów sytuacji finansowej przedsiębiorstwa. Wyniki analizy owych wariantów przeprowadzonej na badanej grupie przedsiębiorstw przedstawia tab. 2.

Opierając się na teorii dotyczącej analizy rachunku przepływów pieniężnych, należałoby oczekiwać, że dla analizowanych przedsiębiorstw, wybranych do badań ze względu na ich rzeczywistą trudną sytuację w okresie kryzysu, charakterystyczne będzie przede wszystkim generowanie wówczas ujemnych przepływów pieniężnych na działalności operacyjnej. Jak jednak wynika z tab. 2, ujemne saldo na działalności operacyjnej na koniec 2008 r. wykazały dwie spółki (Prima Moda i Vistula), a na koniec 2009 r. tylko jedna – Próchnik. Należy przy tym zwrócić uwagę, że w przypadku Próchnika sytuacja w obszarze operacyjnym nie była dobra w zasadzie w całym analizowanym okresie, bowiem pomimo iż w 2008 r. spółka ta generuje dodatnie przepływy pieniężne na działalności operacyjnej, to jednak jest to wartość

Tabela 2. Salda przepływów pieniężnych analizowanych spółek w latach 2006-2009

Przepływy środków pieniężnych z działalności	Bytom	Gino Rossi	Monnari	Prima Moda	Próchnik	Redan	Vistula
2006							
Operacyjnej	-	-	+	+	-	+	-
Inwestycyjnej	-	-	-	-	-	+	+
Finansowej	+	+	+	-	+	-	+
Razem	+	+	+	+	+	+	+
2007							
Operacyjnej	-	-	-	-	-	+	-
Inwestycyjnej	-	-	-	-	-	-	-
Finansowej	+	+	+	+	-	-	+
Razem	+	-	+	+	-	-	-
2008							
Operacyjnej	+	+	+	-	+	+	-
Inwestycyjnej	-	-	-	-	+	+	-
Finansowej	+	-	+	-	-	-	+
Razem	-	-	-	-	+	-	-
2009							
Operacyjnej	+	+	+	+	-	+	+
Inwestycyjnej	-	-	-	-	-	-	-
Finansowej	+	+	+	-	+	+	-
Razem	-	+	+	-	-	+	-

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek.

niewielka, stanowiąca 2% przychodów ze sprzedaży. W przypadku Vistuli trudna sytuacja w obszarze operacyjnym (co potwierdzone jest przez ujemne salda przepływów pieniężnych w tym obszarze działalności) również jest widoczna już przed kryzysem, przy czym przy interpretacji strumieni pieniężnych tej grupy kapitałowej dodatkowym utrudnieniem były problemy spółek należących do tej grupy (upadłość DT Centrum) oraz fuzja z W. Kruk. Można natomiast zauważyć, że wstępna analiza rachunku przepływów pieniężnych w przypadku takich spółek, jak Bytom, Gino Rossi i Monnari sugerowałaby poprawę efektywności gotówkowej w obszarze operacyjnym w okresie kryzysu. Przysłowiowe „rafy interpretacyjne” napotkać można w przypadku spółki Redan. Przy ograniczeniu się jedynie do wstępnej analizy sald przepływów pieniężnych można by wnioskować, że kondycja tego przedsiębiorstwa nie jest najgorsza (w każdym z analizowanych okresów saldo na działalności operacyjnej jest dodatnie).

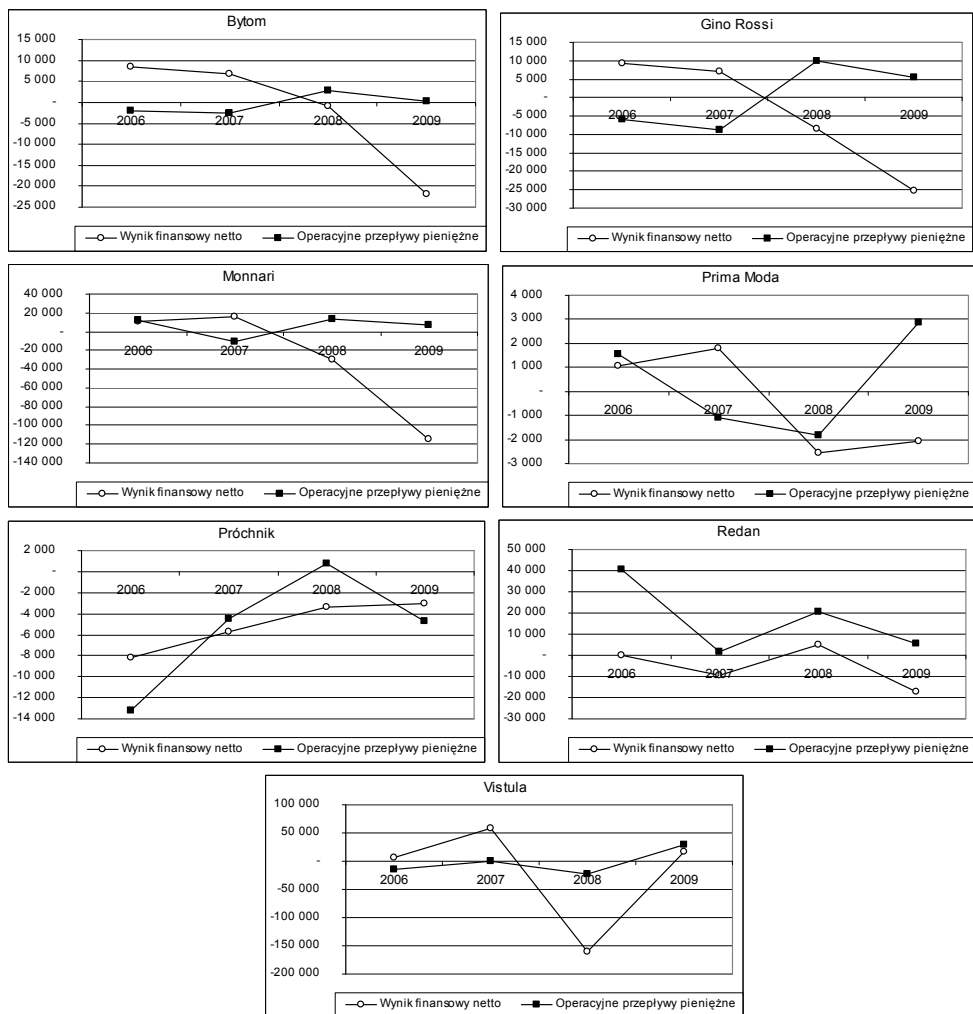
Analizując salda działalności inwestycyjnej badanych spółek, można odnieść wrażenie, że każda z nich poszerzała działalność, praktycznie w każdym okresie podejmując inwestycje (wyjątkiem są 4 podokresy spośród 24 przebadanych). Oczywiście taka powierzchowna analiza sald przepływów pieniężnych prowadzi do błędnych wniosków, ponieważ nie rozdziela wpływów i wydatków na poziomie inwestycyjnym na takie, które zwiększają potencjał wytwórczy przedsiębiorstwa i na inwestycje *stricto* finansowe oraz nie pokazuje przyczyn podejmowanych decyzji na poziomie inwestycyjnym.

Salda przepływów pieniężnych z działalności finansowej z jednej strony pokazują, że badane spółki wykazują ciągłe zapotrzebowanie na kapitał (można się domyślać, że inwestorzy muszą ciągle dofinansowywać te spółki), np. Bytom i Monnari. Z drugiej jednak strony spółki typu Prima Moda albo spłacają kapitał, albo też koszty jego obsługi przewyższają wartość nowo pozyskiwanego kapitału, czego nie można jednoznacznie stwierdzić bez szczegółowej analizy wpływów i wydatków.

Opisana analiza ograniczona jedynie do analizy sald przepływów pieniężnych z poszczególnych rodzajów działalności bez uwzględnienia przyczyn powstawania tych sald oraz bez uwzględnienia informacji zawartych w pozostałych elementach sprawozdania finansowego może prowadzić do wyciągania błędnych wniosków. Jak pisze E. Śniezek: „Dane o przepływach pieniężnych stają się solidnym narzędziem w rękach użytkowników [...] dopiero (i tylko wtedy), kiedy analizuje się je w kontekście informacji z bilansu, rachunku zysków i strat oraz właściwie zestawionych danych dodatkowych. *Cash flow* nie jest sztuką dla sztuki, nie funkcjonuje samodzielnie i niezależnie w świecie rachunkowości, finansów i analizy finansowej, ale w sposób istotny wspomaga i ułatwia czytanie informacji tradycyjnie dostępnych” [Śniezek 2000, s. 40-45, za: Maślanka 2008, s. 59].

Podstawowe znaczenie dla możliwości kontynuacji działalności gospodarczej w długim okresie ma zdolność przedsiębiorstwa do generowania środków pieniężnych na działalności operacyjnej. Dlatego też w dalszej części badań głębszej analizie poddano operacyjne przepływy pieniężne. I tak, najpierw zestawiono operacyjne przepływy pieniężne netto z wynikiem finansowym netto, które to zestawienie przedstawiono na rys. 1. W przypadku takich spółek jak Bytom, Gino Rossi oraz Monnari można zauważyć podobne tendencje w zakresie kształtowania się tych dwóch kategorii finansowych. Mianowicie, w latach 2006-2007 spółki te odnotowały dodatni wynik finansowy, któremu towarzyszyły ujemne operacyjne przepływy pieniężne (wyjątkiem są dodatnie przepływy w 2006 r. w przypadku Monnari), natomiast w latach 2008-2009 nastąpił wyraźny spadek rentowności tych przedsiębiorstw (ujemne wyniki finansowe) przy jednoczesnym generowaniu dodatnich przepływów operacyjnych. Zastanawiając się nad przyczynami uzyskania dodatnich strumieni operacyjnych przy ujemnym poziomie wyniku finansowego w momencie, kiedy mieliśmy już do czynienia z kryzysem, można wśród tych przyczyn rozpatrywać zwiększenie odpisów amortyzacyjnych, co wiązałoby się z dokonywaniem przez analizowane spółki inwestycji w majątek trwały (na co mogły wskazywać

dane w tab. 2). Ze względu na duże zadłużenie tych spółek przyczyną takiej sytuacji mogło być też ponoszenie dużych kosztów finansowych. Powstaje pytanie, czy spółki te nie zaczęły uwalniać środków pieniężnych zamrożonych wcześniej w zapasach i należnościach, a jednocześnie zwiększać kredyt kupiecki u swoich dostawców. Aby wyjaśnić te przyczyny, konieczne jest jednak przeprowadzenie szczegółowej analizy przepływów operacyjnych, co uczyniono w dalszej części artykułu. Dużą korelację pomiędzy operacyjnymi przepływami pieniężnymi a wynikiem finansowym netto można zauważyć w przypadku spółki Redan. Mając na uwadze ogłoszo-



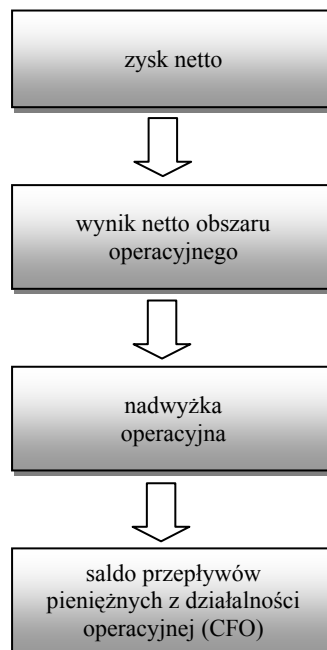
Rys. 1. Wynik finansowy netto a operacyjne przepływy pieniężne w badanych spółkach (w tys. zł)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych pochodzących ze sprawozdań finansowych spółek.

ny przez spółkę program odzyskania efektywności, można się spodziewać, że osiągnięcie dodatnich, jakkolwiek wykazujących duże wahania, przepływów operacyjnych przy dużo niższym wyniku finansowym (w latach 2007 i 2009 miał wartość ujemną) może wynikać, po pierwsze, z realizacji zamierzeń spółki dotyczących zmniejszania zapasów i intensywnego ściągania należności, w przypadku których minął termin płatności, po drugie, z ponoszenia znacznych kosztów finansowania się kapitałami obcymi. Niekorzystną sytuację można zaobserwować w spółce Próchnik, w przypadku której w całym analizowanym okresie występowała strata netto, a jednocześnie ujemne operacyjne przepływy pieniężne (wyjątek stanowi rok 2008, w którym spółka generowała bardzo niewielkie przepływy operacyjne). Próchnik poza kredytem od dostawców w zasadzie nie korzystał z kapitału obcego, a zatem koszty finansowe nie są czynnikiem wpływającym na różnicę między wynikiem finansowym a strumieniem pieniężnym z działalności operacyjnej, natomiast niewątpliwie spółka, zwiększając kredyt kupiecki, nie zmniejsza swoich przepływów pieniężnych. Warto przeanalizować, jak dokładnie kształtował się kapitał pracujący w spółce i w jaki sposób wpłynęło nań pojawienie się kryzysu gospodarczego. W przypadku dwóch ostatnich spółek, Prima Moda i Vistula, w 2008 r. można było zaobserwować gwałtowne (dotyczy to zwłaszcza spółki Vistula) załamanie się wyniku finansowego netto, podczas gdy spadek operacyjnych przepływów pieniężnych był łagodniejszy. Ogromna strata netto w spółce Vistula w 2008 r. była przede wszystkim efektem znacznych odpisów aktualizacyjnych utworzonych w związku z upadłością Galerii Centrum Sp. z o.o. i potencjalnymi roszczeniami z tytułu poręczeń udzielonych przez Vistula na zabezpieczenie zobowiązań Galerii Centrum, jak również ponoszeniem dużych kosztów obsługi kredytów bankowych głównie zaciągniętych na nabycie akcji spółki W. Kruk. A zatem, tę ogromną różnicę pomiędzy wartością wyniku finansowego netto a przepływami z działalności operacyjnej w 2008 r. można w szczególności wytłumaczyć kosztami odsetek oraz skutkami finansowymi zdarzeń jednorazowych związanych z upadłością Galerii Centrum. Zaskakujące, ze względu na trwający kryzys gospodarczy, są natomiast wyniki spółki Vistula w 2009 r. – dodatni wynik finansowy i towarzyszące temu znaczne dodatnie przepływy z działalności operacyjnej. Powstaje pytanie, jakie czynniki przyczyniły się do osiągnięcia tak dobrych wartości pomimo spadającego wyniku na sprzedaży i jakie pozycje poza odpisami amortyzacyjnymi i kosztami finansowymi wpłynęły na osiągnięcie wyższego strumienia przepływów operacyjnych aniżeli zysku netto. Załamanie wyniku finansowego w 2008 r. można również zaobserwować w spółce Prima Moda, mianowicie spółka generowała wówczas stratę netto, która utrzymała się w 2009 r., natomiast przepływy z działalności operacyjnej, pomimo tendencji spadkowej w latach 2007-2008, w 2009 r. wykazały nagły wzrost, osiągając stosunkowo dużą wartość dodatnią. Na osiągnięcie dodatniej wartości przepływów operacyjnych mogły wpływać wówczas odpisy amortyzacyjne, spółka bowiem prowadziła działalność inwestycyjną, otwierając nowe salony firmowe. Konsekwencją tych inwestycji może być jednak zwiększanie zapasu towarów, co z kolei może powodować zmniejszenie wartości strumienia generowanego z działalności operacyjnej, aczkolwiek powstaje jed-

nocześnie pytanie, jak kształtują się w takiej sytuacji zobowiązania spółki wobec dostawców, które również wpływają na wielkość przepływów operacyjnych. Aby wyjaśnić te wszystkie wątpliwości konieczne jest przeprowadzenie analizy dekompozycyjnej przepływów generowanych w obszarze działalności operacyjnej.

Aby zidentyfikować czynniki wpływające na wysokość środków pieniężnych na poziomie operacyjnym w porównaniu z wielkością wyniku finansowego netto, zaproponowano sposób przeprowadzenia analizy pogłębionej z wyróżnieniem sald częściowych dla części operacyjnej rachunku przepływów pieniężnych, opierając się na metodzie pośredniej sporządzania rachunku przepływów. Schemat postępowania został przedstawiony na rys. 2.



Rys. 2. Korekty w pogłębionej analizie przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej

Źródło: opracowanie własne.

Punktem wyjścia jest **zysk netto**, który jest korygowany o wynik zdarzeń o charakterze nieoperacyjnym, np. zyski z działalności inwestycyjnej czy koszty finansowe, a także różnice kursowe. W ten sposób wyznaczany jest tzw. **wynik netto obszaru operacyjnego**. Jest on w dalszej części korygowany o amortyzację i o wpływ innych zdarzeń o charakterze operacyjnym, ale nie wpływających na stan środków pieniężnych, np. zmiana stanu rezerw i zmiana stanu rozliczeń międzyokresowych. Powstająca w ten sposób **nadwyżka operacyjna** jest ostatecznie korygowana o zmiany stanu kapitału pracującego:

- zmianę stanu zapasów,
 - zmianę stanu należności,
 - zmianę stanu zobowiązań krótkoterminowych, z wyjątkiem pożyczek i kredytów.
- W ten sposób uzyskiwane jest wreszcie saldo środków pieniężnych na poziomie operacyjnym.

Podejście to pozwala na szczegółową identyfikację czynników wpływających na stan środków pieniężnych na poziomie operacyjnym w porównaniu do zysku netto:

- (1) wpływ korekt efektów działalności pozaoperacyjnej,
- (2) wpływ korekt efektów działalności operacyjnej o charakterze niepieniężnym,
- (3) wpływ zmian wynikających z zapotrzebowania na kapitał pracujący.

Należy przy tym zauważyć, że takie podejście również związane jest z pewnymi ograniczeniami, wynikającymi z samej konstrukcji rachunku przepływów pieniężnych. Najważniejsze z nich to:

- brak możliwości zidentyfikowania (jako zewnętrzny użytkownik sprawozdań finansowych) pochodzenia różnic kursowych – na potrzeby analizy w całości są uwzględnione w ramach korekty (1); gdyby dotyczyły one działalności operacyjnej (tj. różnice kursowe niezrealizowane dotyczące zobowiązań i należności operacyjnych), można by korygować je osobno razem z korektami na poziomie (2);
- korekty zawierające się w pozycji rachunku przepływów pieniężnych „Inne korekty”, mogą mieć wieloraki charakter, zarówno nieoperacyjny jak i operacyjny,
- zmiany stanu rezerw i rozliczeń międzyokresowych nie muszą dotyczyć wyłącznie obszaru operacyjnego.

Będąc świadomym przyjętych uproszczeń, w sytuacji gdyby wymienione korekty miały znaczący wpływ na wyniki, należałoby ostrożnie podejść do uzyskanych wyników.

Na podstawie analizy sald pośrednich obliczonych dla badanych spółek (przedstawionych w tab. 3) można stwierdzić, iż na saldo przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej (w kontekście efektywności gotówkowej zysku netto) oddziaływało wiele czynników o różnym charakterze:

- korekty o charakterze nieoperacyjnym mogą wskazywać na ratowanie wyniku finansowego na poziomie netto poprzez wpływ zdarzeń jednorazowych, ale również mogą sugerować nadmierne zadłużenie (korekta o koszty odsetek, widoczne w dalszej części przepływów);
- korekty operacyjne, ale o charakterze niepieniężnym, z jednej strony mogą wskazywać na wcześniej poczynione inwestycje, czasem nadmierne, ale z drugiej strony mogą wskazywać na próby manipulowania wynikiem poprzez zawiązywanie rezerw (lub ich rozwiązywanie);
- zdecydowanie największy wpływ na poziom środków pieniężnych w analizowanej branży miały korekty dotyczące zapotrzebowania na kapitał obrotowy, przedstawione w tab. 4. W okresach wzrostowych (lata 2006-2007) przedsiębiorstwa miały tendencję do zamrażania środków pieniężnych w kapitale pracującym, natomiast w okresach pogarszania się koniunktury (lata 2008-2009) próbowano środki pieniężne uwalniać z kapitału pracującego. W okresie prosperity spółki

Tabela 3. Salda pośrednie przepływów pieniężnych na poziomie operacyjnym w latach 2006-2009 (w tys. zł)

	Bytom	Gino Rossi	Monnari	Prima Moda	Próchnik	Redan	Vistula
2006							
Wynik finansowy netto	8 681	10 474	11 145	1 391	- 8 076	116	6 143
Wynik netto z obszaru operacyjnego	8 694	7 922	11 972	1 104	- 4 236	- 3 284	2 683
Nadwyżka operacyjna	2 344	10 234	13 383	1 388	- 5 437	12 913	12 946
Operacyjna nadwyżka (CFO)	- 2 149	-5 899	12 719	1 560	- 13 182	40 587	- 15 356
2007							
Wynik finansowy netto	6 886	9 630	16 054	2 089	- 5 685	- 9 208	58 539
Wynik netto z obszaru operacyjnego	5 865	7 693	8 214	750	- 4 435	- 10 410	- 10 843
Nadwyżka operacyjna	5 270	11 841	12 991	1 283	- 3 987	1 354	6 910
Operacyjna nadwyżka (CFO)	- 2 700	-8 709	- 10 763	- 1 094	- 4 513	1 815	- 924
2008							
Wynik finansowy netto	- 917	- 7 225	- 29 866	- 2 552	- 5 187	5 279	- 159 456
Wynik netto z obszaru operacyjnego	- 1 858	- 9 276	4 650	- 3 067	- 1 864	5 863	- 96 582
Nadwyżka operacyjna	751	- 4 235	14 879	- 2 259	- 1 304	2 952	8 110
Operacyjna nadwyżka (CFO)	2 903	9 863	13 728	- 1 845	742	20 397	- 22 123
2009							
Wynik finansowy netto	- 19 861	- 21 800	- 114 572	- 1 957	- 3 158	- 16 962	16 894
Wynik netto z obszaru operacyjnego	- 19 226	- 21 898	- 53 572	- 1 915	574	- 6 046	14 716
Nadwyżka operacyjna	- 12 421	- 15 620	- 48 447	- 468	- 4 095	8 317	- 18 442
Operacyjna nadwyżka (CFO)	386	5 591	6 697	2 894	- 4 748	5 741	28 825

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek.

z późniejszymi problemami zamrażały kapitały w zapasach, trend ten utrzymywał się często w pierwszym roku pogorszenia koniunktury. Podobne, ale już nie tak jednoznaczne sygnały wysyłane były przez stan należności, który zwiększał się przede wszystkim na skutek wzrostu sprzedaży. Największą zmiennością (między badanymi podmiotami) charakteryzowały się zmiany stanu zobowiązań dotyczących kosztów działalności operacyjnej. Mogło to wynikać m.in. z różnych faz rozwoju, w jakich znalazły się analizowane podmioty, jednak można wskazać, iż zobowiązania w okresie wzrostu były spłacane na bieżąco, natomiast w początkowym okresie pogarszania się koniunktury spółki poprzez ograniczenie płatności za zobowiązania oszczędzały środki pieniężne, finansując w ten sposób utrzymywane zapasy, aby sprostać popytowi. Natomiast w ostatniej analizowanej fazie, zapewne w skutek podjętych wobec nich działań windykacyjnych, spółki zmniejszały stan swoich zobowiązań operacyjnych.

Tabela 4. Korekty kapitału pracującego – poziom operacyjny przepływów pieniężnych w latach 2006-2009 (w tys. zł)

	Bytom	Gino Rossi	Monnari	Prima Moda	Próchnik	Redan	Vistula
2006							
Korekty kapitału pracującego	- 4 493	- 16 133	- 664	172	- 7 745	27 674	- 28 302
Zmiana stanu zapasów	- 1 066	- 11 606	- 4 863	- 1 290	- 5 606	16 229	- 37 645
Zmiana stanu należności	- 5 138	- 12 998	- 11	- 244	279	10 053	- 14 575
Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych	1 711	8 471	4 210	1 706	- 2 418	1 392	23 918
2007							
Korekty kapitału pracującego	- 7 970	- 20 550	- 23 754	- 2 377	- 526	461	- 7 834
Zmiana stanu zapasów	- 7 151	- 16 082	- 28 918	597	- 2 328	10 174	- 57 611
Zmiana stanu należności	- 459	- 9 547	- 3 064	- 5 896	1 028	- 9 229	- 3 700
Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych	- 360	5 079	8 228	2 922	774	- 484	53 477
2008							
Korekty kapitału pracującego	2 152	14 098	- 1 151	414	2 046	17 445	- 30 233
Zmiana stanu zapasów	- 6 235	- 4 313	- 8 966	- 2 249	- 265	- 1 597	- 90 000
Zmiana stanu należności	310	7 454	- 3 974	1 911	897	19 128	- 11 398
Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych	8 077	10 957	11 789	752	1 414	- 86	71 165
2009							
Korekty kapitału pracującego	12 807	21 211	55 144	3 362	- 653	- 2 576	47 267
Zmiana stanu zapasów	7 627	23 148	24 108	- 11 613	- 4 375	10 787	69 992
Zmiana stanu należności	10 459	9 883	6 694	2 540	187	- 13 093	25 896
Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych	- 5 279	- 11 820	24 342	12 435	3 535	- 270	- 48 621

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek.

W obliczu takich czynników oraz analizując występujące tendencje, można za ryzykować twierdzenie, że saldo pośrednie, nazwane na potrzeby artykułu nadwyżką operacyjną (saldo środków pieniężnych nie uwzględniające zmian w kapitale pracującym) pokazuje lepiej zmiany w działalności operacyjnej niż ostateczne saldo środków pieniężnych z działalności operacyjnej.

4. Zakończenie

Najbardziej rozpowszechnionym w literaturze sposobem analizy rachunku przepływów pieniężnych jest analiza ośmiu (ewentualnie czternastu) możliwych wariantów sytuacji finansowej przedsiębiorstwa wyodrębnionych ze względu na charakter salda przepływów pieniężnych (dodatnie lub ujemne) z poszczególnych rodzajów działalności. Pokazane przypadki wskazują, że analiza wstępna rachunku przepływów pieniężnych, ograniczona do analizy sald bez uwzględnienia przyczyn powstawania

tych sald, może prowadzić do błędnych wniosków. W szczególności należy skonfrontować przepływy operacyjne z wynikami finansowymi na poziomie operacyjnym (lub po skorygowaniu wyniku netto o wydarzenia jednorazowe) oraz ze zmianami stanu w kapitale pracującym. Do mylnych wniosków (wyciąganych na podstawie nadwyżek na poziomie operacyjnym) prowadzić może zwłaszcza zaprzestanie spłaty zobowiązań o charakterze operacyjnym (np. kredyty kupieckie wobec dostawców). Wstępna analiza rachunku przepływów pieniężnych dla podmiotów w okresie kryzysu nie powinna zatem ograniczać się wyłącznie do analizy samych sald, aby wnioski o sytuacji w przedsiębiorstwie nie były zaburzone działaniami rachunkowymi przedsiębiorstwa, prowadzącymi do utrzymania (w miarę możliwości) dodatniego salda na poziomie operacyjnym.

Literatura

- Antonowicz P., *Procesy upadłościowe przedsiębiorstw w Polsce. Raport z badań*, Konferencja Przedsiębiorstw Finansowych w Polsce, Warszawa–Gdańsk 2010; http://www.naszedlugi.pl/admin/docs/antonowicz_pawel_kpf_procupadlosciowe_19052010_pb.pdf.
- Brzóska M., *Upadłość? To nie my!*, „Puls Biznesu” 2009, 13 maja.
- Maślanka T., *Przepływy pieniężne w zarządzaniu finansami przedsiębiorstw*, Wydawnictwo C.H. Beck, 2008.
- Ogłoszenie upadłości likwidacyjnej „MONNARI TRADE” SA*, Monnari SA, Raport bieżący nr 59/2009, http://www.gpwinfostrefa.pl/palio/html.run?_Instance=cms_gp.w.pap.pl&_PageID=6&_EspID=204834&_DocID=392387&_Site=ESPI&_Checksum=-97476060.
- Postanowienie o zakończeniu postępowania układowego*, Próchnik SA, Raport bieżący 36/2009, http://www.gpwinfostrefa.pl/palio/html.run?_Instance=cms_gp.w.pap.pl&_PageID=6&_EspID=205228&_DocID=392949&_Site=ESPI&_Checksum=134066926.
- Przyjęcie układu przez wierzycieli*, Monnari SA, Raport bieżący nr 16/2010, http://www.gpwinfostrefa.pl/palio/html.run?_Instance=cms_gp.w.pap.pl&_PageID=6&_EspID=234579&_DocID=442895&_Site=ESPI&_Checksum=2124876001.
- Raport niezależnego biegłego rewidenta z przeglądu skróconego śródrocznego skonsolidowanego sprawozdania finansowego Grupy Kapitałowej Zakłady Odzieżowe „BYTOM” SA obejmującego okres od 1 stycznia 2010 roku do 30 czerwca 2010 roku*, <http://ri.bytom.com.pl/pl/raporty-skonsolidowane-polroczne>.
- Rybicki P., *Sprawozdanie finansowe. Co mówi o firmie?*, POLTEXT, Warszawa 2009.
- Sierpińska M. Jachna T., *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004.
- Śnieżek E., *Akademia Cash Flow*, „Monitor Rachunkowości i Finansów” 2000, nr 1-5.
- Zatoński K., *Detaliści w opałach*, „Puls Biznesu” 2009, 28 maja.
- Zmiana postępowania o ogłoszeniu upadłości obejmującej likwidację majątku na postanowienie o upadłości z możliwością zawarcia układu*, Raport bieżący nr 2/2010, http://www.monnaritrade.com/artykuly/k1,27,relacje_inwestorskie/k2,2,raporty/k3,37,biezace.

INFORMATION VALUE OF CASH FLOW STATEMENT IN CRISIS PERIOD – EMPIRICAL RESEARCH

Summary: How is the analysis of cash flow statement important? This study examines if the preliminary analysis of cash flow statement lets draw proper conclusions about the situation in a firm. The research based on cash flow statements of stocks listed on the Warsaw Stock Exchange from the textile industry which were in financial trouble. The goal of the paper is to study the suitability of the cash flow statement for the evaluation of the condition of firms during a crisis on the example of chosen companies.