

Agnieszka Janus

Uniwersytet Łódzki
e-mail: ajanus@uni.lodz.pl

**WOKÓŁ PROBLEMÓW POMIARU I OCENY
DZIAŁALNOŚCI FINANSOWEJ
WSPÓŁCZESNEGO PRZEDSIĘBIORSTWA**

**AROUND THE PROBLEMS OF MEASUREMENT
AND EVALUATION OF FINANCIAL ACTIVITIES
OF A CONTEMPORARY ENTERPRISE**

DOI: 10.15611/pn.2018.528.09

JEL Classification: G3

Streszczenie: Problematyka pomiaru wyników działalności gospodarczej i ich ocena permanentnie ewoluują, dostosowując się do zmieniającego się otoczenia, a zwłaszcza do rosnących oczekiwań interesariuszy przedsiębiorstwa. Obecnie dla wielu menedżerów wyzwaniem stają się wybór miar dokonań przedsiębiorstwa, ustalenie kryteriów ich oceny, identyfikacja czynników wpływających na ich poziom, zakres pomiaru czy też częstotliwość badań. Przedmiotem artykułu jest wskazanie na kierunki zmian podstawowych metod pomiaru i oceny wyników działania przedsiębiorstw odnoszących się do kluczowych obszarów gospodarki finansowej, czyli rentowności, płynności finansowej i poziomu zadłużenia. Okazuje się, że decydenci, badając owe trzy domeny zarządzania finansami przedsiębiorstwa, nadal wykorzystują tradycyjne sposoby pomiaru – zmieniają się natomiast w czasie kryteria oceny rezultatów przedsiębiorstw i znaczenie każdego z nich.

Słowa kluczowe: finanse przedsiębiorstw, analiza finansowa, zadłużenie, płynność finansowa, rentowność.

Summary: The issues of measuring the results of economic activity and their assessment are constantly evolving, adapting to the changing environment, and especially to the growing expectations of the company's stakeholders. Currently, for many managers, the challenge is: to choose the measure of company achievements, set criteria for their assessment, identify factors affecting their level and the scope of measurement or frequency of research. The subject of the article is to indicate the directions of changes in the basic methods of measuring and assessing the performance of enterprises regarding key areas of the financial economy, i.e. profitability, financial liquidity and the level of indebtedness. It appears that decision-makers, while examining these three domains of corporate finance management, continue to use traditional methods of measurement – while the criteria for evaluating the results of enterprises and the importance of each are changing over time.

Keywords: corporate finance, financial analysis, indebtedness, financial liquidity, profitability.

1. Wstęp

Pomiar i ocena rezultatów prowadzonej działalności gospodarczej, zwłaszcza w obszarze gospodarki finansowej, stanowią obecnie podstawę sprawnego i skutecznego funkcjonowania każdej organizacji, nie tylko zarobkującej. Bieżące monitorowanie wyników opracowanej i realizowanej strategii umożliwia przedsiębiorstwu dalsze planowanie i podejmowanie decyzji, sygnalizuje zarówno o występujących problemach, jak i o sukcesach, pobudza do działania i zmian czy też zapewnia efektywniejszą alokację zasobów. We współczesnych realiach gospodarowania, obok sposobów i metod pomiaru dokonań przedsiębiorstw, szczególnym zainteresowaniem decydentów cieszą się kwestie związane z zakresem tegoż pomiaru, kryteriami oceny osiągniętych wyników oraz identyfikacją czynników wpływających na ich poziom [Skoczylas 2013, s. 9-10; Kozielski (red.) 2008, s. 11]. Mimo że obecnie podkreśla się potrzebę holistycznego i kompleksowego podejścia do pomiaru rezultatów działalności organizacji, to jednak do celów decyzyjnych konieczne jest przeprowadzenie w pierwszej kolejności badań wstępnych, ogólnych, których wyniki będą podstawą do późniejszych, bardziej szczegółowych, pogłębianych analiz.

Przedmiotem artykułu jest wskazanie na kierunki ewolucji podstawowych sposobów pomiaru i kryteriów oceny wyników w odniesieniu do tych obszarów gospodarki finansowej przedsiębiorstwa, które są najistotniejsze z punktu widzenia jego przetrwania i rozwoju w warunkach współczesnej gospodarki rynkowej. Stanowią one wstęp do oceny efektywności działalności finansowej jednostki gospodarującej i wpisują się w koncepcję tzw. trójkąta celów, która obejmuje rentowność, płynność finansową i poziom zadłużenia. Osiągnięcie tychże celów decyduje nie tylko o obecnym bezpieczeństwie finansowym przedsiębiorstwa, lecz także o możliwościach kształtowania się jego potencjału finansowego w przyszłości.

2. Reguły zadłużania się przedsiębiorstwa

Analizę sytuacji finansowej przedsiębiorstwa z reguły rozpoczyna się od zbadania wielkości, struktury i dynamiki pasywów, co w literaturze przedmiotu nazywa się pionową analizą pasywów bilansu¹. Najogólniej w analizie finansowej przyjmuje się, że wzrost kapitałów z okresu na okres (o ile jest on uzasadniony finansowaniem zyskowych i o umiarkowanym ryzyku inwestycji) należy oceniać pozytywnie², natomiast szczególne znaczenie dla oceny prawidłowości zarządzania finansami

¹ Spostrzeżenia i interpretacje wyników będące rezultatem pionowej analizy pasywów bilansu – z racji jej wstępnego i ogólnego charakteru – nie powinny przyjmować postaci sądów wartościujących jakość gospodarowania kapitałami. Do celów decyzyjnych konieczne są dalsze, bardziej szczegółowe badania.

² Jednakże zbyt wysokie zwiększenie kapitałów (kapitału własnego i kapitału obcego) może prowadzić do tzw. rozwodnienia kapitałów, czego konsekwencją jest spadek ich rentowności [Bednarski i in. 2001, s. 91].

przedsiębiorstwa ma wzajemna relacja kapitału własnego i kapitału obcego. Jeżeli dynamika kapitału własnego jest silniejsza od dynamiki kapitałów obcych, wskazuje to na wzrost udziału kapitału własnego w pasywach ogółem przedsiębiorstwa, co świadczy o umocnieniu jego pozycji finansowej i mniejszym ryzyku finansowym³. Rozpatrując z kolei udział kapitału obcego w finansowaniu firmy, należy mieć na uwadze jego wewnętrzną strukturę. Wzrost udziału kapitału obcego krótkoterminowego, charakteryzującego się stosunkowo wysoką wymagalnością i wysokim kosztem, może spowodować problemy z utrzymaniem płynności finansowej, a w konsekwencji uzależnienie się jednostki gospodarczej od woli wierzycieli, osłabienie wizerunku i mniej korzystne warunki pozyskania środków finansowych w przyszłości. Oceniając natomiast wzrost udziału kapitału obcego długoterminowego w całości długu, który łącznie z kapitałem własnym tworzy tzw. kapitał stały, należy wziąć pod uwagę nie tylko jego koszt, lecz także długoterminowe związanie z przedsiębiorstwem, a przez to możliwość osiągnięcia dalekosiężnych celów rozwojowych czy też częściowego sfinansowania majątku obrotowego (tzw. kapitał pracujący). Dodatkowa waga struktury kapitału w ocenie kondycji finansowej przedsiębiorstwa wynika z jej wpływu na wartość rynkową kapitału własnego. O wartości rynkowej kapitału własnego decyduje bowiem nie tylko zaktualizowana wartość operacyjnych przepływów pieniężnych netto, lecz również proporcja udziału w nich dawców kapitału własnego i kapitału obcego [Hamrol (red.) 2005, s. 106-107].

Celem wstępnej analizy struktury kapitału jest ustalenie udziału kapitału własnego i kapitałów obcych (długo- i krótkoterminowych) w finansowaniu majątku przedsiębiorstwa⁴, a następnie ocena dynamiki tych wskaźników w czasie. Ich konstrukcja wygląda następująco [Gabrusewicz 2014, s. 150]:

$$W_{ukw} = \frac{K_w}{K_c},$$

$$W_{uko} = \frac{K_o}{K_c},$$

gdzie: W_{ukw} – wskaźnik udziału kapitału własnego w kapitale całkowitym, W_{uko} – wskaźnik udziału kapitałów obcych w kapitale całkowitym, K_w – kapitał własny, K_o – kapitały obce, K_c – kapitał całkowity.

Wskaźnik udziału kapitału własnego w kapitale łącznym dostarcza informacji o poziomie samofinansowania przedsiębiorstwa. Im jego wartość jest wyższa, tym dana jednostka gospodarcza cechuje się większą niezależnością od wierzycieli,

³ „Ryzyko finansowe jest przede wszystkim związane z nadmiernym zadłużeniem przedsiębiorstwa i brakiem zdolności do obsługi tego zadłużenia w wymaganej wysokości i ustalonych terminach” [Gabrusewicz 2014, s. 148].

⁴ W literaturze przedmiotu można znaleźć wiele różnych nazw danego wskaźnika czy też grupy wskaźników, np. M. Jerzemowska wskaźniki te nazywa wskaźnikami zasilania finansowego [Jerzemowska (red.) 2006, s. 156].

wyższym bezpieczeństwem finansowym, ale też mniejszymi – w stosunku do możliwych do osiągnięcia – efektami wspomaganie finansowego, co przekłada się na niższą rentowność kapitału własnego.

Udział kapitałów obcych w całości kapitału, będącego w posiadaniu bądź dyspozycji przedsiębiorstwa, nazywany jest najczęściej wskaźnikiem zadłużenia. Obrazuje on z kolei skalę finansowania jednostki długiem. Spadek z okresu na okres wartości tego wskaźnika wskazuje na coraz silniejsze podstawy finansowe przedsiębiorstwa, ale też niewykorzystywanie potencjału tkwiącego w mechanizmie dźwigni finansowej. Warto zauważyć, że konsekwencją kryzysu finansowego w 2008 roku jest coraz większa świadomość wśród decydentów, że nadmierne korzystanie z finansowania dłużnego owocuje występowaniem coraz krótszych cykli koniunkturalnych w gospodarce czy też uzależnieniem się firm od kredytów bankowych. Co więcej, nadmierne wykorzystywanie dźwigni finansowej przez firmy sprawia, że instytucje finansowe są bardziej niestabilne [Sørensen 2014, s. 2].

Uzupełnieniem syntetycznych wskaźników udziału są wskaźniki relacji, które można zaprezentować w postaci następujących formuł [Gabrusewicz 2014, s. 151]:

$$W_{r1} = \frac{Ko}{Kw},$$

$$W_{r2} = \frac{Kw}{Ko}.$$

Wskaźnik relacji kapitałów obcych do kapitału własnego (W_{r1}), zwany wskaźnikiem zadłużenia ogółem kapitału własnego bądź też wskaźnikiem przekładni kapitałowej, informuje o stopniu pokrycia kapitału własnego kapitałami obcymi. Pokazuje on, ile złotych kapitałów obcych przypada w danym roku obrotowym na jedną złotówkę kapitału własnego. Jeśli jego wartość wynosi np. 2, oznacza to, iż kapitały obce są dwukrotnie wyższe od kapitału własnego przedsiębiorstwa. Trudno jest jednak w sposób arbitralny wskazać na wzorcowy (obiektywny) poziom tego wskaźnika, którego osiągnięcie zagwarantowałoby każdej jednostce gospodarczej stabilność finansową [Bednarski i in. 2001, 98]. Zdaniem wielu autorów optymalna struktura kapitału to taka, przy której przedsiębiorstwo generuje maksymalne nadwyżki finansowe z tytułu korzystania z kapitałów obcych przy zachowaniu akceptowalnego poziomu ryzyka [Skowronek-Mielczarek, Leszczyński 2008, s. 126; Dudycz 1999, s. 35; Sierpińska, Jachna 2004, s. 319].

Z kolei interpretacja poziomu drugiego wskaźnika (W_{r2}) sprowadza się do oceny stopnia samofinansowania przedsiębiorstwa. Im wartość tego wskaźnika jest wyższa, tym sytuacja finansowa przedsiębiorstwa jest bardziej stabilna, co oznacza, że jego właściciele i/lub zarządzający preferują konserwatywną strategię finansowania majątku, cechującą się m.in. wysokim udziałem kapitału własnego w pasywach ogółem i niskim ryzykiem finansowym [Gabrusewicz 2014, s. 151]. Obecnie zauważa się, że długotrwałe konserwatywne podejście do korzystania z długu prezentują duże i rentowne przedsiębiorstwa, cechujące się wysoką płynnością finansową, mające

ustabilizowaną pozycję na dojrzałych rynkach i niskie oczekiwane koszty ewentualnych trudności finansowych. Co więcej, są to firmy o dużym potencjale wzrostu oraz stosunkowo niewielkich poziomach środków trwałych. Poza tym udowodniono, że zadłużaniem się nie są zainteresowane te firmy, które wytwarzają unikatowe produkty o wysokiej marży zysku dla niewielu klientów oraz te, które planują w przyszłości wydatki inwestycyjne, np. fuzje lub przejęcia [Graham 2000, s. 1901, 1933-1934]. Z kolei w odniesieniu do firm, które w strukturze finansowania mają dług, zaobserwowano, że w takim samym stopniu zadłużenie preferują firmy, które osiągają dochód do opodatkowania, jak i te, które ponoszą straty podatkowe, mimo że nie mogą generować oszczędności podatkowych z tytułu wspomaganiania finansowego [Gordon 2010, s. 170-171].

Rozwinięciem pionowej analizy pasywów bilansu jest analiza pozioma, badająca wzajemne powiązania między poszczególnymi składnikami pasywów a poszczególnymi składnikami aktywów przedsiębiorstwa. Celem tej analizy jest określenie stopnia zgodności między terminami wymagalności kapitałów a płynnością aktywów, czyli czasem zamiany ich na gotówkę. Ogólne założenie jest takie, że termin wymagalności w stosunku do danego składnika kapitałowego przedsiębiorstwa nie powinien być krótszy niż czas zamiany na gotówkę tego składnika majątkowego, który jest finansowany owym składnikiem kapitałowym. Inaczej – w celu zachowania równowagi finansowej kapitał stały powinien finansować te składniki aktywów, które są na stałe związane z przedsiębiorstwem, natomiast dług krótkoterminowy powinien służyć pokryciu zapotrzebowania na środki obrotowe [Hamrol (red.) 2005, s. 111-112].

Badając relacje między majątkiem i kapitałem przedsiębiorstwa, należy wziąć pod uwagę kryteria czasu i własności. Złota zasada finansowania, przyjmująca postać dwóch poniższych nierówności, przedstawia właściwe relacje między aktywami i pasywami wyodrębnione ze względu na czas [Gabrusewicz 2014, s. 160]:

$$A \quad \frac{\text{majątek długoterminowy}}{\text{kapitał długoterminowy}} \leq 1,$$

$$B \quad \frac{\text{majątek krótkoterminowy}}{\text{kapitał krótkoterminowy}} \geq 1.$$

Z punktu widzenia złotej zasady finansowania przedsiębiorstwo osiąga stabilność finansową wtedy, gdy kapitał długoterminowy w pełni finansuje majątek długoterminowy, a nawet go przewyższa (nierówność A). Jeżeli z kolei stosunek majątku krótkoterminowego do kapitału krótkoterminowego będzie wskazywał na spełnienie nierówności B, to dla przedsiębiorstwa będzie to oznaczało występowanie w strukturze kapitału wielce pożądanego kapitału pracującego. Kapitał pracujący, zwany kapitałem obrotowym netto, jest to część kapitału stałego finansująca majątek obrotowy. Jego wielkość ustalana jest w dwojaki sposób: jest on różnicą aktywów obrotowych i zobowiązań bieżących albo różnicą kapitału stałego i aktywów trwałych.

Kapitał obrotowy netto (Kapitał pracujący) = Aktywa obrotowe – Zobowiązania bieżące

Kapitał obrotowy netto (Kapitał pracujący) = Kapitał stały – Aktywa trwałe

W praktyce gospodarczej kapitał pracujący może posiadać wartość dodatnią (kiedy część majątku obrotowego jest finansowana kapitałem stałym), wartość ujemną (kiedy część zobowiązań bieżących finansuje majątek trwały) bądź też wartość oscylującą wokół zera (kiedy zobowiązania bieżące są równe aktywom obrotowym). Z uwagi na występujące w trakcie prowadzenia działalności gospodarczej wahania w przepływach gotówkowych, spowodowane np. zatorami płatniczymi czy też zmianami w otoczeniu, utrzymanie płynności finansowej jest często uzależnione od posiadania odpowiedniej wysokości kapitału pracującego. A zatem w takich sytuacjach jego rolą jest przede wszystkim zapewnienie ciągłości spłaty zobowiązań zgodnie z warunkami umów, a przez to podtrzymanie wiarygodności firmy, oraz zabezpieczenie przebiegu kolejnych cykli operacyjnych bez strat. Kapitał pracujący jest rozważany przez badaczy w kontekście zarządzania należnościami, zapasami, ale także wpływu na rentowność przedsiębiorstwa [Gill i in. 2010, s. 2]. Mimo że dodatni kapitał pracujący ma czasami kluczowe znaczenie dla kontynuacji działalności przedsiębiorstwa, to jednak strategiczna polityka finansowa nie powinna zmierzać ku jego maksymalizacji [Skoczylas 2013, s. 97]. Wysoki poziom kapitału pracującego może bowiem spowodować nieefektywne zamrożenie środków finansowych w aktywach obrotowych na długie lata, a ryzyko utraty płynności finansowej zamiast spadać, zacznie rosnać. Dlatego też najkorzystniejsza sytuacja dla przedsiębiorstwa, jeśli chodzi o poziom kapitału pracującego, jest taka, by jego rozmiar był zbliżony do zera [Kowalak 2008, s. 93-95].

3. Płynność finansowa przedsiębiorstwa a jego wypłacalność

Obecnie posiadanie i utrzymanie płynności finansowej jest traktowane jako warunek konieczny działania i rozwoju każdej jednostki gospodarującej, a jej brak (obok spadku lub braku popytu) uważa się za jedną z głównych przyczyn bankructwa przedsiębiorstw. Mimo to pojęcie płynności finansowej przedsiębiorstwa, jak dotąd, nie znalazło w literaturze przedmiotu jednolitej definicji [Sierpińska, Jachna 2004, s. 145; Michalski 2010, s. 38]. Najogólniej jednak badacze problematyki płynności finansowej akcentują trzy jej aspekty, różnie je nazywając:

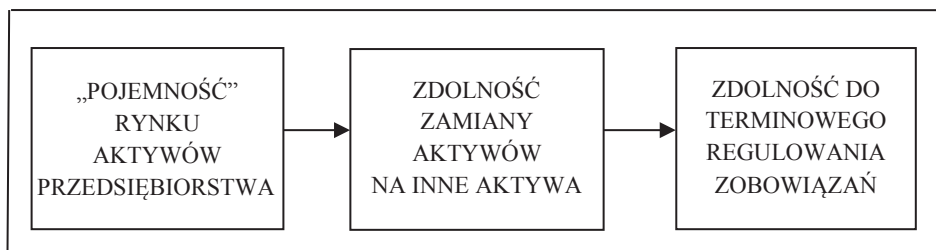
- Aspekt majątkowy (przedstawiany jako „wymienialność aktywów” lub „likwidowalność”) wskazuje na zdolność przedsiębiorstwa do szybkiego obrotu środków pieniężnych oraz szybkość i pewność, z jaką aktywa obrotowe mogą być zamienione na pieniądź (lub inne aktywa) w krótkim czasie, przy zachowaniu niskich kosztów transakcji [Sasin 2002, s. 7].
- Aspekt majątkowo-kapitałowy (zwany zobowiązaniowym bądź też krótkoterminową wypłacalnością) określa zdolność przedsiębiorstwa do terminowego wywiązywania się z krótkoterminowych zobowiązań. Jest to najczęściej spotykana definicja płynności finansowej, aczkolwiek nie jedyna.

- Aspekt przepływów pieniężnych (dynamiczny) odzwierciedla zdolność przedsiębiorstwa do spłaty jej zobowiązań wszelkiego rodzaju w pełnej wysokości i w obowiązujących terminach oraz możliwość dokonania zakupów wszelkiego rodzaju dóbr, które są niezbędne do prawidłowego funkcjonowania jednostki [Wojciechowska 2001, s. 14]. Ten aspekt płynności finansowej wyrażony jest w saldzie wpływów i wydatków finansowych przedsiębiorstwa. Podstawę oceny zmian sytuacji finansowej, wywołanych określonymi strumieniami pieniężnymi występującymi w działalności operacyjnej, inwestycyjnej i finansowej przedsiębiorstwa, stanowi rachunek przepływów pieniężnych [Burzykowska, Duraj 2009, s. 14]

G. Michalski z kolei, próbując przybliżyć znaczenie terminu płynność finansowa, dostrzega zależność pomiędzy trzema jej przejawami, a mianowicie:

- zdolnością do spłaty bieżących zobowiązań,
- łatwością dokonywania transakcji wymiany, przy towarzyszących jej niskich kosztach transakcyjnych oraz
- przestrzenią dla transakcji na rynku tych aktywów, które są własnością przedsiębiorstwa [Michalski 2010, s. 38-39].

Jeśli, np. wystąpi konieczność uregulowania zobowiązania, którego wartość przekracza posiadane przez przedsiębiorstwo dłużnika zasoby środków pieniężnych, to jego spłata będzie uzależniona od możliwości zamiany danego aktywów (aktywów) na środki pieniężne. Z kolei owa zamiana zależy od tego, jaką „pojemność” ma rynek aktywów posiadanych przez jednostkę-dłużnika (rys. 1).



Rys. 1. Wzajemne powiązania między trzema spojrzeniami na płynność finansową

Źródło: [Michalski 2010, s. 39].

Często pojęcie płynności finansowej jest utożsamiane z pojęciem wypłacalności finansowej, jednakże nie są to synonimy. Wypłacalność finansowa oznacza zdolność do pokrycia łącznych długów posiadaniem majątkiem i jest niekiedy określana mianem płynności finansowej długoterminowej bądź też „równowagi dochodowej”. A zatem przedsiębiorstwo może w długim okresie zachowywać równowagę dochodową, natomiast w krótkim – nie mieć płynności finansowej [Michalski 2005, s. 43; Sierpińska, Jachna 2004, s. 145-146].

Pomiaru płynności finansowej można dokonać, stosując różne metody. Najczęściej jednak w tym celu wykorzystuje się:

- poziom aktywów bieżących i zobowiązań bieżących ujętych w bilansie przedsiębiorstwa,
- strumień gotówki operacyjnej zaewidencjonowanej w rachunku przepływów pieniężnych,
- metody mieszane, które uwzględniają zarówno dane zasobowe, jak i strumieniowe [Waśniewski, Skoczylas 1997, s. 109-110; Sierpińska, Jachna 2004, s. 146-147; Jerzemowska (red.) 2006, s. 136-142].

Na statyczny (aktywowy) wymiar oceny płynności finansowej przedsiębiorstwa składają się następujące wskaźniki:

$$\text{wskaźnik bieżącej płynności finansowej} = \frac{\text{aktywa bieżące}}{\text{zobowiązania bieżące}}$$

Z uwagi na to, że poszczególne składniki aktywów obrotowych ujęte w bilansie nie zawsze spełniają kryterium czasu rotacji do jednego roku, powyższy wskaźnik wymaga modyfikacji, co przedstawia poniższa formuła:

$$\text{wskaźnik bieżącej płynności finansowej} = \frac{\text{aktywa obrotowe - należności z tytułu dostaw i usług powyżej 12 miesięcy}}{\text{zobowiązania krótkoterminowe - zobowiązania z tytułu dostaw i usług powyżej 12 miesięcy} + \text{rezerwy krótkoterminowe} + \text{rozliczenia międzyokresowe krótkoterminowe}}$$

Wskaźnik bieżącej płynności finansowej, zwany wskaźnikiem płynności finansowej III stopnia, informuje o zdolności przedsiębiorstwa do terminowego regulowania zobowiązań krótkoterminowych przy użyciu aktywów bieżących. Do składowych majątku bieżącego zaliczamy zasoby gotówki i ich substytuty oraz te zapasy, należności i rozliczenia międzyokresowe krótkoterminowe, których okres „wymienialności” na środki pieniężne nie jest dłuższy niż rok bilansowy. Co więcej, ów wskaźnik przedstawia również poziom kapitału pracującego wykorzystywanego przez przedsiębiorstwo. Jeśli np. wartość wskaźnika bieżącej płynności wynosi 2,0, to znaczy, że aktywa bieżące będące w dyspozycji bądź posiadaniu jednostki gospodarczej są w połowie finansowane kapitałem stałym. W ten sposób obliczoną wielkość wskaźnika można porównać z jego poziomami w latach ubiegłych (analiza *ex post*) lub też ze średnią wartością odnoszącą się do przedsiębiorstw danej branży (analiza przestrzenna). Za optymalny poziom tegoż wskaźnika uważa się przedział 1,2-2,0 lub też 1,5-2,0, co oznacza, że:

- wskaźniki o niższej wielkości niż zalecane standardy mogą świadczyć o trudnościach w terminowym regulowaniu zobowiązań,
- wskaźniki plasujące się w przedziale standardowym świadczą o osiągnięciu optimum w kształtowaniu płynności finansowej przedsiębiorstwa,

- wskaźniki o wyższej wielkości niż literalne normy świadczą o nadpłynności finansowej [Sierpińska, Jachna 2004, s. 147].

Drugim klasycznym wskaźnikiem stosowanym do oceny płynności finansowej przedsiębiorstwa jest wskaźnik przyspieszonej płynności finansowej, zwany wskaźnikiem płynności finansowej II stopnia bądź wskaźnikiem szybkim. W związku z tym, że aktywa bieżące cechują się różnym stopniem płynności, czyli szybkości ich konwersji na gotówkę, istnieje konieczność pominięcia tych zapasów, których nie można stosunkowo szybko sprzedać, np. ze względu na ich nieprzydatność. Wskaźnik ten przyjmuje następującą konstrukcję:

$$\text{wskaźnik płynności przyspieszonej} = \frac{\text{aktywa bieżące} - \text{zapasy} - \text{rozliczenia międzyokresowe czynne}}{\text{zobowiązania bieżące}}$$

Wskaźnik ten obrazuje stopień pokrycia zobowiązań krótkoterminowych aktywami o dużym stopniu płynności. Wzorcowy poziom wskaźnika to 1. Przyjmuje się powszechnie, że spełnienie powyższej normy pozwala przedsiębiorstwu na bieżące regulowanie zobowiązań krótkoterminowych, jednakże w praktyce gospodarczej wskaźnik ten przyjmuje różne wartości, głównie w zależności od specyfiki branży i polityki finansowej zarządzających przedsiębiorstwem [Hamrol (red.) 2005, s. 153; Sierpińska, Jachna 2004, s. 147-148].

Powyżej zaprezentowane trio wskaźników płynności finansowej bardzo często jest uzupełniane o wskaźnik środków pieniężnych, zwany wskaźnikiem płynności finansowej I stopnia.

$$\text{wskaźnik środków pieniężnych} = \frac{\text{środki pieniężne lub inwestycje krótkoterminowe}}{\text{zobowiązania bieżące}}$$

Wskaźnik środków pieniężnych określa, jaka część zobowiązań może być uregulowana za pomocą aktywów, które mają postać gotówki lub inwestycji krótkoterminowych o charakterze jej substytutów. Literalnie zalecany poziom tego wskaźnika to 0,1-0,2, przy czym w praktyce gospodarczej jak dotąd nie wypracowano w tym względzie standardu. Okazuje się bowiem, że brak gotówki w kasie lub na rachunku bankowym nie oznacza utraty płynności finansowej przez przedsiębiorstwo, zwłaszcza gdy wpływy z tytułu należności są regularne i wystarczające do kontynuowania działalności. Jeśli jednak w otoczeniu firmy pojawi się szansa na np. udział w rentownym przedsięwzięciu inwestycyjnym, to owa firma z niej nie skorzysta i nie zwiększy rozmiaru generowanej nadwyżki. Z kolei nadmiar gotówki, czyli nadpłynność, świadczy o braku pomysłów na ich efektywną alokację i powoduje powstawanie tzw. kosztów utraconych możliwości [Burzykowska, Duraj 2009, 23-24]. Monitoring poziomu wskaźnika środków pieniężnych jest wskazany zwłaszcza w warunkach zatorów płatniczych, charakterystycznych dla gospodarki polskiej [Sierpińska, Jachna 2004, s. 148].

Na gruncie tak teorii, jak i praktyki gospodarczej wypracowano dodatkowo tzw. wskaźnik natychmiastowej płynności, będący relacją gotówki powiększonej o takie jej substytuty, które można zamienić na środki pieniężne w ciągu trzech miesięcy, i zobowiązań natychmiast wymagalnych, czyli takich, których okres wymagalności przypada na najbliższe trzy miesiące. Konstrukcja tego wskaźnika prezentuje się następująco [Sierpińska, Jachna 2004, s. 148]:

$$\text{wskaźnik natychmiastowej płynności} = \frac{\text{środki pieniężne i inne aktywa pieniężne}}{\text{zobowiązania bieżące o okresie zapadalności do 3 m-cy}}$$

Styczne (zasobowe) wskaźniki płynności finansowej powinny stanowić tylko wstęp do oceny zdolności przedsiębiorstwa do regulowania zobowiązań zgodnie z warunkami określonymi przez kapitałodawców. Może się bowiem okazać, że z bilansowego punktu widzenia przedsiębiorstwo posiada ową zdolność, natomiast w rzeczywistości nie jest w stanie terminowo spłacać zaciągniętych długów. Taka sytuacja może wystąpić wtedy, gdy środki pieniężne przeznaczone na spłatę bieżącego zadłużenia ulokowane są w trudno ściąganych lub nieściąganych należnościach czy też trudnych do zbycia zapasach. Dlatego też pomiar płynności finansowej powinien opierać się również na dynamicznych miernikach, do których zaliczamy chociażby wskaźnik płynności gotówkowej, który przyjmuje następującą postać:

$$\text{wskaźnik płynności gotówkowej} = \frac{\text{przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej}}{\text{zobowiązania bieżące}}$$

Powyższy wskaźnik obrazuje stopień pokrycia zobowiązań bieżących nadwyżką finansową osiągniętą w ramach działalności operacyjnej. Źródłem informacji o wysokości owej nadwyżki jest rachunek *cash flow*. Stanowi ona sumę zysku bądź straty netto powiększoną o amortyzację i skorygowany wynik operacji z działalności inwestycyjnej, operacyjnej i finansowej. Wzrost poziomu tego wskaźnika jest oceniany pozytywnie pod warunkiem, że nie wywołuje trudności płatniczych [Sierpińska, Jachna 2004, s. 149].

Obecnie znaczenie tradycyjnych (stycznych) metod pomiaru płynności finansowej przedsiębiorstwa zarówno z punktu widzenia teorii, jak i praktyki gospodarczej jest nadal bardzo duże. Miary te wykorzystywane są chociażby do badania wpływu płynności finansowej na rentowność przedsiębiorstwa czy jego wartość rynkową. W licznych badaniach udowadnia się istnienie istotnych statystycznie zależności o różnej sile i kierunku pomiędzy powyższymi kategoriami ekonomicznymi⁵. Zróznicowanie owych związków jest uwarunkowane przede wszystkim oddziaływaniem takich czynników wewnętrznych, jak strategia zarządzania majątkiem obrotowym lub kapitałem pracującym, wielkość przedsiębiorstwa i faza życia, w jakiej się znajduje, oraz czynników zewnętrznych, jak strategie kredytowe wobec klientów i do-

⁵ Przeglądu wyników owych badań dokonała M. Bolek [2016, s. 13-30].

stawców czy rodzaj i stopień dojrzałości sektora, w którym działa. Dla wyników badań ma również znaczenie dobór miar płynności finansowej i rentowności [Bolek 2016, s. 14, 16-17].

4. Wyniki finansowe przedsiębiorstwa

W najbardziej ogólnym ujęciu wynik finansowy stanowi różnicę między przychodami i kosztami. Jest on prezentowany w rachunku zysków i strat (inaczej: rachunku wyników), występującym w jednym z dwóch wariantów, tj. w wariacie porównawczym bądź w wariacie kalkulacyjnym [Skoczylas 2013, s. 81]. Wynik finansowy może przyjąć wielkość dodatnią lub ujemną. Dodatni wynik finansowy oznacza zyskowość przedsiębiorstwa, natomiast ujemny świadczy o jego deficytowości, czyli o wystąpieniu straty [Bednarski i in. 2001, s. 59]. Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości⁶ przez zysk rozumie „...uprawdopodobnione powstanie w okresie sprawozdawczym korzyści ekonomicznych, o wiarygodnie określonej wartości, w formie zwiększenia wartości aktywów, albo zmniejszenia wartości zobowiązań, które doprowadzą do wzrostu kapitału własnego lub zmniejszenia jego niedoboru w inny sposób niż wniesienie środków przez udziałowców lub właścicieli”. Z kolei stratami – wg powyższego aktu prawnego⁷ – są „... uprawdopodobnione zmniejszenia w okresie sprawozdawczym korzyści ekonomicznych, o wiarygodnie określonej wartości, w formie zmniejszenia wartości aktywów, albo zwiększenia wartości zobowiązań i rezerw, które doprowadzą do zmniejszenia kapitału własnego lub zwiększenia jego niedoboru w inny sposób niż wycofanie środków przez udziałowców lub właścicieli”.

Obecnie na gruncie teorii rachunkowości wykształciły się dwie koncepcje zysku: koncepcja bieżącego wyniku ekonomicznego oraz koncepcja wyniku całościowego. W ramach bieżącego wyniku ekonomicznego uwzględnia się następujące pozycje rachunkowe (wariant kalkulacyjny): zysk brutto ze sprzedaży, zysk ze sprzedaży, zysk z działalności operacyjnej, zysk z działalności gospodarczej, zysk brutto i zysk netto. Ideą całościowego ujęcia wyniku jest natomiast przedstawienie wszystkich źródeł zmian wartości aktywów netto (kapitału własnego) w ciągu dotychczasowej działalności przedsiębiorstwa oraz identyfikacja czynników decydujących o przyszłych przepływach pieniężnych, od których zależy poziom aktywów netto w przyszłości [Skoczylas 2013, s. 80-81].

Pomimo iż do tej pory nie znaleziono konsensusu w odniesieniu do miejsca i wagi zysku w hierarchii celów współczesnego przedsiębiorstwa, nadal stanowi on najważniejsze wymierne kryterium oceny stopnia jego efektywności [Skowronek-Mielczarek, Leszczyński 2008, s. 192]. Wskaźniki mierzące wielkość wyniku finansowego można najogólniej podzielić na dwie grupy:

- wskaźniki zdefiniowane wynikające z ogólnie przyjętych zasad ustalania i prezentacji wyników, np. zysk ze sprzedaży, zysk z działalności operacyjnej, zysk z działalności gospodarczej, zysk brutto czy zysk netto;

⁶ Art. 3 pkt 30.

⁷ Art. 3 pkt 31.

- alternatywne wskaźniki wyników, które nie są wskaźnikami zdefiniowanymi [Skoczylas 2013, s. 79].

Alternatywne wskaźniki wyników często nazywane są wskaźnikami niewynikającymi z ogólnie przyjętych zasad rachunkowości (*non-GAAP*). Są one konstruowane na podstawie informacji pochodzących:

- ze sprawozdania finansowego, zgodnego z obligatoryjnymi normami prawnymi dotyczącymi sprawozdawczości finansowej lub są obliczane na podstawie danych zawartych w takim sprawozdaniu, ale nie są tożsame ze wskaźnikami zdefiniowanymi;
- z innych źródeł lub przy wykorzystaniu metod alternatywnych w stosunku do powszechnie przyjętych zasad rachunkowości.

Do najczęściej prezentowanych wskaźników alternatywnych zalicza się:

- zysk przed odliczeniem odsetek i opodatkowaniem EBIT (*Earning sBefore Interest and Tax*),
- zysk operacyjny po opodatkowaniu NOPAT (*Net Operating Profit After Tax*),
- zysk przed odliczeniem opodatkowania, odsetek i amortyzacji EBITDA (*Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization*),
- *cash flow* itd. [Sierpińska, Jachna 2004, s. 196; Skoczylas 2013, s. 85].

Obowiązujące sposoby prowadzenia sprawozdawczości finansowej przedsiębiorstw albo już są źródłem informacji o wskaźnikach prezentujących osiągnięte wyniki finansowe, albo służą do ich konstrukcji. Wynik finansowy jest podstawową kategorią wykorzystywaną do budowy wskaźników (mierników) rentowności, zwanych również wskaźnikami (miernikami) zyskowności lub stopami zwrotu.

Wskaźniki rentowności mogą być obliczane w ujęciu statycznym bądź dynamicznym. W związku z tym, że poziom wygenerowanego w danym roku obrotowym zysku zależy w jakiejś mierze także od poziomu tzw. bezgotówkowych składników przychodów i kosztów (np. amortyzacji), do oceny rentowności przedsiębiorstwa w krótkim okresie powinno się wykorzystywać poziom gotówki operacyjnej pochodzący z rachunku przepływów pieniężnych. Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej są bowiem rezultatem różnicy między realnymi wpływami a wydatkami, zysk zaś jako kategoria bilansowa (zwana też kategorią fikcyjną lub „papierową”) nie odzwierciedla w pełni rzeczywistej kondycji finansowej przedsiębiorstwa. Okazuje się jednak, że w długim okresie poziom generowanej nadwyżki pieniężnej powinien być zbliżony do poziomu osiągniętego zysku [Sierpińska, Jachna 2004, s. 200-201].

Ogólnie analiza rentowności obejmuje trzy grupy wskaźników wyodrębnione ze względu na zawartość mianownika:

- rentowność sprzedaży, zwana rentownością handlową,
- rentowność majątku (aktywów), zwana rentownością ekonomiczną,
- rentowność zaangażowanych kapitałów własnych, zwana rentownością finansową.

Do obliczania zyskowności przedsiębiorstwa mogą być wykorzystywane różne kategorie zysku odnoszone do różnych grup aktywów (aktywa trwałe, aktywa obrotowe) czy też kapitałów (kapitały własne, kapitały stałe, zobowiązania) [Sierpińska, Jachna 2004, s. 195]. Zarówno liczba wskaźników, jak i ich konstrukcja zależą przede wszystkim od preferencji i umiejętności badacza, rodzaju użytkowników wyników analizy, dostępu do informacji, a także specyfiki badanego przedsiębiorstwa.

5. Zakończenie

Niewątpliwie problematyka pomiaru wyników działalności gospodarczej i ich ocena permanentnie ewoluują, dostosowując się do zmieniającego się otoczenia, szczególnie do rosnących oczekiwań interesariuszy przedsiębiorstwa. Jego złożoność, dynamika i trudny do przewidzenia kierunek zmian powodują, iż zarządzanie przedsiębiorstwem, w tym finansami przedsiębiorstwa, stało się dla wielu menedżerów wyzwaniem. Naprzeciw owym uwarunkowaniom i trudnościom wychodzi współczesna analiza finansowa. Obecnie w ramach wstępnej analizy i oceny gospodarki finansowej przedsiębiorstwa bada się przede wszystkim problemy ich zadłużania się, płynności finansowej i rentowności. Są to dzisiaj kluczowe obszary gospodarki finansowej, będące w centrum największego zainteresowania zarządzających. Warto dodać, że decydenci, analizując te domeny zarządzania finansami przedsiębiorstwa, nadal wykorzystują tradycyjne sposoby pomiaru – zmieniają się natomiast w czasie kryteria oceny dokonań przedsiębiorstw i znaczenie każdego z nich.

Literatura

- Bednarski L., Borowiecki R., Duraj J., Kurtys E., Waśniewski T., Wersty B., 2001, *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław.
- Bolek M., 2016, *Wpływ płynności na efektywność działania przedsiębiorstw notowanych na New Connect*, *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia* nr 4 (82), cz. 2.
- Burzykowska M., Duraj J., 2009, *Controllingowy wymiar oceny płynności finansowej przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Dudycz T., 1999, *Analiza finansowa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław.
- Gabrusewicz G., 2014, *Analiza finansowa przedsiębiorstwa. Teoria i zastosowanie*, PWE, Warszawa.
- Gill A., Biger N., Mathur N., 2010, *The Relationship between Working Capital Management and Profitability: Evidence from The United States*, *Business and Economics Journal*, BEJ -10.
- Gordon R.H., 2010, *Taxation and Corporate Use of Debt: Implications for Tax Policy*, *National Tax Journal*, March, 63 (1).
- Graham J.R., 2000, *How Big Are the Tax Benefits of Debt?*, *The Journal of Finance*, vol. LV. no. 5, October.
- Hamrol M. (red.), 2005, *Analiza finansowa przedsiębiorstwa. Ujęcie sytuacyjne*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań.
- Jerzemowska M. (red.), 2006, *Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa.

- Kowalak R., 2008, *Ocena kondycji finansowej przedsiębiorstwa w badaniu zagrożenia upadłością*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr Sp. z o.o., Gdańsk.
- Kozielski R. (red.), 2008, *Wskaźniki marketingowe*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Kraków.
- Michalski G., 2005, *Płynność finansowa w małych i średnich przedsiębiorstwach*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Michalski G., 2010, *Strategiczne zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, CeDeWu, Warszawa.
- Sasin W., 2002, *Analiza płynności finansowej firmy*, Agencja Wydawnicza Interfart, Łódź.
- Sierpińska M., Jachna T., 2004, *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Skoczylas W., 2013, *Wskaźniki i systemy wskaźników ekonomicznych w pomiarze dokonań przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.
- Skowronek-Mielczarek A., Leszczyński Z., 2008, *Analiza działalności i rozwoju przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa.
- Sørensen P.B., 2014, *Taxation and the Optimal Constraint on Corporate Debt Finance*, University of Oxford, WP 14/27, December.
- Ustawa z 29 września 1994 r. o rachunkowości, Dz.U. 1994, nr 121, poz. 591 ze zm.
- Waśniewski T., Skoczylas S., 1997, *Zasady analizy finansowej w praktyce. Przykłady i zadania*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa.
- Wojciechowska U., 2001, *Płynność finansowa polskich przedsiębiorstw w okresie transformacji gospodarki. Aspekty mikroekonomiczne i makroekonomiczne*, Oficyna Wydawnicza SGH w Warszawie, Warszawa.