

Gabriela Łukasik\*

# **WYKORZYSTANIE PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH W OCENIE STRATEGII FINANSOWYCH PRZEDSIĘBIORSTW SEKTORA MSP (DOŚWIADCZENIE SPÓŁEK NOTOWANYCH NA RYNKU NEW CONNECT)**

## **1. Wprowadzenie**

Przepływy pieniężne odgrywają szczególną rolę w ocenie wiarygodności przedsiębiorstwa co decyduje między innymi o wyborach inwestorów na rynku kapitałowym. Wartość rynkowa jest konsekwencją pozytywnej akceptacji na rynku utrzymania zdolności płatniczej i związanej z tym wiarygodności, z zachowaniem pozytywnego wizerunku w ocenie różnych grup interesariuszy. Wiąże się to głównie z pozytywną oceną prognozowanych pieniężnych przepływów operacyjnych, inwestycyjnych i finansowych. W szacowaniu przyszłych przepływów pieniężnych należy uwzględnić nie tylko aktualną działalność przedsiębiorstwa ale i elementy strategiczne, dotyczące nowych obszarów działalności i niezbędnych zmian strukturalnych. Prognostyczną ocenę przepływów pieniężnych wykorzystuje się również w sterowaniu ryzykiem rynkowym; dotyczy to zabezpieczenia przyszłych przepływów pieniężnych narażonych na ryzyko rynkowe (zmiany stóp procentowych, cen akcji, kursów walutowych).

Przedsiębiorstwo może dokonywać wyboru:

- strategii defensywnej (konserwatywnej), której celem jest utrzymanie płynności finansowej i wysokiego bezpieczeństwa finansowego, z akceptacją wyższego poziomu kosztów utrzymania płynności.

- strategii ofensywnej (agresywnej), w której uwzględnia się ograniczenie kosztów utrzymania płynności (kosztów utraconych korzyści), z równoczesną akceptacją znacznego poziomu kontrolowanego ryzyka utraty płynności.

---

\* Prof. dr hab. Gabriela Łukasik, Górnośląska Wyższa Szkoła Handlowa im. Wojciecha Korfantego w Katowicach.

Celem artykułu jest analiza celowości, zakresu i możliwości wykorzystania przepływów pieniężnych w ocenie gotówkowych efektów wybranych przez przedsiębiorstwo strategii finansowych w sferze operacyjnej, inwestycyjnej i finansowej. Pozwoliło to na potwierdzenie głównej tezy, że przyływy pieniężne dają szerszą perspektywę wieloaspektowej oceny skutków dokonywanych wyborów przez przedsiębiorstwa, w stosunku do klasycznego zastosowania wyników finansowych (księgowych) i informacji bilansowych.

## **2. Wartość poznawcza przepływów pieniężnych w procesie decyzyjnym przedsiębiorstwa (z wyróżnieniem sektora małych i średnich podmiotów gospodarczych)**

Potrzeby współczesnych rynków finansowych w powiązaniu z koniecznością spełnienia oczekiwań interesariuszy wymagają nowego spojrzenia na ich system informacyjny z wykorzystaniem sprawozdawczości biznesowej, o szerszym zakresie informacji. Efektywność systemu informacyjnego zależy od wielu czynników, w tym: rodzaju informacji, ich jakości, wiarygodności i użyteczności decyzyjnej. Szczególną rolę w procesie decyzyjnym, zarówno zarządzających jak i inwestorów, odgrywają informacje o przepływach pieniężnych. Dla inwestorów zdyskontowane przepływy pieniężne stanowią podstawę oceny wartości przedsiębiorstwa (w rozumieniu zdolności do generowania gotówki), w ujęciu zarówno retrospektywnym jak i prospektywnym.

Dla zarządzających przepływy pieniężne są integralnym elementem współczesnego zarządzania przedsiębiorstwem jako podstawa oceny prawidłowości podjętych (zamierzonych) decyzji<sup>1</sup>. Co prawda nie ma obowiązku sporządzania sprawozdań z przepływów pieniężnych dla małych i średnich przedsiębiorstw ale spółki notowane na rynku New Connect przekazują informacje nie tylko o wynikach finansowych ale i przepływach pieniężnych, co pozwala na pełną ocenę ich wiarygodności finansowej<sup>2</sup>.

Wiąże się to ze szczególną rolą polityki informacyjnej przedsiębiorstwa w kształtowaniu efektywnych relacji inwestorskich (ograniczeniu asymetrii in-

---

<sup>1</sup> F.J. Fabozzi, P.P. Paterson, *Financial Management Analysis*, Wiley Hoboken 2003, s. 22. R. Bender, K. Ward, *Corporate Financial Strategy*, Routledge, New York, 2009, s. 23-23.

<sup>2</sup> E. Śniezek, M. Wiatr, *Raportowanie przepływów pieniężnych w kontekście zmian we współczesnej sprawozdawczości finansowej*, Oficyna Wolters Kluwer, Warszawa 2011, s. 50 i dalsze.

formacji), decydujących o poprawie ich wizerunku na rynku kapitałowym i przekonaniu inwestorów o rzeczywistej wartości spółki, w którą zainwestowali (lub zamierzają zainwestować) swój kapitał<sup>3</sup>.

Związek przepływów pieniężnych z wartością przedsiębiorstwa jest szczególnie ważny. Dotyczy to nie tylko podstawowych ale i alternatywnych rynków akcji, co potwierdzają przeprowadzone w tym zakresie badania<sup>4</sup>.

Można zgodzić się ze stwierdzeniem że, „cokolwiek robisz pamiętaj, że gotówka to kamień węgielny i bezpośrednia miara sukcesu finansowego wynikającego z dokonań firmy w danym okresie”<sup>5</sup>. Wykorzystanie przepływów pieniężnych w ocenie finansowej przedsiębiorstwa wzbogaca ocenę rzeczywistej sytuacji płatniczej. Oceny dokonywane na podstawie stanu zasobów majątkowych i kapitałowych mają bowiem charakter statyczny, a wynik finansowy bazuje na memoriałowej zasadzie uwzględniającej jedynie potencjalne strumienie finansowe<sup>6</sup>.

Zysk jako kategoria księgowa nie uwzględnia czynnika czasu oraz ryzyka związanego z prowadzoną działalnością gospodarczą, pomija nakłady inwestycyjne, zwrot pożyczonego kapitału oraz politykę wypłaty dywidendy<sup>7</sup>. Niedoskonałość zysku jako kategorii pełnego pomiaru dokonań przedsiębiorstwa spotyka się z krytyką wskazującą na brak pełnego powiązania z rzeczywistymi przepływami przedsiębiorstwa<sup>8</sup>. Rachunek przepływów pieniężnych wskazuje natomiast na wielkość i źródła pochodzenia środków pieniężnych (kasowe ujęcie strumieni finansowych) oraz kierunki ich wykorzystania, co pozwala na ocenę mechanizmów zmian w zasobach środków pieniężnych pozostających w dyspozycji przedsiębiorstwa oraz zdolności do generowania gotówki z różnych obszarów działalności. Identyfikuje to równocześnie ryzyko utraty płynności finansowej i czynniki z tym związane, stanowiąc podstawę możliwości spełnienia oczekiwań kapitałodawców. Niezbędne są jednak także dokonania oceny prawidłowości

---

<sup>3</sup> *Relacje inwestorskie spółek kapitałowych* (red. G. Łukasik, Difin, Warszawa 2013) s. 146 i dalsze, *The Essentials of Corporate Communication and Public Relations*, Harvard, Business School Press Boston, 2006, s. 43-61.

<sup>4</sup> Szerzej, D. Hadro, M. Pauka. *Relacje cenowe w debiucie na New Connect, znaczenie asymetrii informacji*. Wyd. Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2018, s. 114-133.

<sup>5</sup> Mac Forlana: Cash is the Keystone Washington D.C. 1992 Światowy Kongres Rachunkowości S.B. Smart, W.L. Megginson, L.J. Gitman, *Corporate Finance*, Ohio 2004, s. 16.

<sup>6</sup> S.B. Smart, W.L. Megginson, L.J. Gitman, *Corporate Finance*, Thomson South-Western Ohio 2004, s.16, E.F. Brigham *Corporate Finance A. Focused Approach* Cengage Learning Mason 2011, s.109; Bodie, R.C. Merton *Finanse PWE* Warszawa 2003, s. 26.

<sup>7</sup> Zob. D.R. Emery, J.D. Finnerty, J.D. Stowe, *Corporate Financial Management*, Pearson Prentice Hall, Upper Saddle River 2005, s. 14.

<sup>8</sup> Bodie, R.C. Merton, *Finanse*, PWE Warszawa 2003, s. 26.

zmian stanu gotówki w aspekcie rzeczywistych potrzeb przedsiębiorstwa oraz optymalizacja poziomu gotówki (zgodnie z modelami optymalnego wyznaczania gotówki).

Przepływy pieniężne w ujęciu prognostycznym wykorzystuje się w ramach szeroko rozumianego planowania strategicznego oraz prognoz krótkoterminowych (preliminarzy przyszłych wpływów i wydatków).

Prognostyczna ocena przepływów pieniężnych może dotyczyć różnych obszarów działania przedsiębiorstw i różnych sytuacji, które mogą oddziaływać w przyszłości na kształtowanie się realnych wpływów i wydatków gotówkowych.

Umożliwia ona:

- podejmowanie działań adaptacyjnych do zmieniających się warunków otoczenia, istotnych dla zabezpieczenia finansowej realności realizowanych przedsięwzięć,
- ustalanie nowych parametrów decyzyjnych i przyszłego zapotrzebowania na finansowanie zewnętrzne,
- przygotowanie przedsiębiorstwa do przewidywanych zmian strukturalnych,
- podjęcie efektywnych przedsięwzięć rozwojowych,
- ocenę przyszłej zdolności przedsiębiorstwa do realizacji oczekiwań kapitałodawców.

Przepływy pieniężne ustala się, aktualizuje i ocenia w trzech podstawowych obszarach działalności przedsiębiorstwa: operacyjnej (podstawowej), inwestycyjnej (konsekwencje decyzji lokacyjnych), finansowej (w rozumieniu zmian w rozmiarach i relacjach kapitału własnego i pożyczkowego).

Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej można wyznaczyć metodą pośrednią i bezpośrednią. Każda z metod ma istotną wartość poznawczą, wskazującą na źródła wzrostu środków pieniężnych oraz zakres i możliwości prawidłowego ich kształtowania. W ocenie decyzyjnej bardziej użyteczna jest metoda pośrednia, pozwalająca szerzej łączyć wybory przedsiębiorstw z ich gotówkowymi konsekwencjami.

Przedsiębiorstwa rozwojowe powinny być zainteresowane maksymalizowaniem operacyjnych przepływów pieniężnych i prawidłowym ich wykorzystaniem na wydatki inwestycyjne (rzeczowe i finansowe) spłatę zobowiązań wobec wierzycieli i realizację oczekiwań właścicieli (zgodnie z przyjętą polityką dywidendy). Ocena poziomu wygospodarowanej nadwyżki z działalnością operacyjnej sprowadza się w pierwszej kolejności do analizy struktury jej tworzenia. Istotne jest zwrócenie uwagi na udział amortyzacji w przepływach pieniężnych z działalności operacyjnej pozwalający ocenić, w jakim stopniu amortyzacja decyduje o ostatecznym saldzie przepływów pieniężnych i pozwala na samofinan-

sowanie inwestycji odtworzeniowych. Jeżeli relacja jest większa od 1.0 to wskazuje, że przedsiębiorstwo wykorzystało środki z amortyzacji na częściowe pokrycie wydatków operacyjnych, co nie tylko ogranicza samofinansowanie wydatków inwestycyjnych ale i wskazuje na problemy płatnicze przedsiębiorstwa.

Ocenę operacyjnych przepływów pieniężnych można powiązać z głównymi obszarami decyzyjnymi przedsiębiorstwa, tj.:

- pozycja przedsiębiorstwa na rynku rzeczowym (realizowanych produktów), w rozumieniu swobody wyboru struktury produktów, potrzeb rynkowych, możliwości dywersyfikacji działalności, elastyczności popytu, możliwości wykorzystania konkurencji cenowej, swobody ustalania cen i dostosowania zmian cen sprzedaży do cen czynników produkcji,

- gospodarka zapasami; ekonomia skali dostaw, eliminowanie zapasów nieprawidłowych, dostosowania zapasów poziomu do optymalnych kosztów utrzymania, optymalizacją cykli konwersji zapasów<sup>9</sup>.

- polityka kredytowa wobec odbiorców decydująca o zakresie i warunkach udzielania kredytu handlowego w powiązaniu z pozycją konkurencyjną przedsiębiorstwa na rynku oraz optymalizacją cyklu konwersji należności<sup>10</sup>.

- terminy realizacji zobowiązań bieżących (głównie wobec dostawców) i związany z tym zakres wykorzystania kredytu handlowego decydujący o ostatecznym poziomie cyklu konwersji gotówki.

Szczególłą wartość poznawczą dla decydentów w przedsiębiorstwie ma ocena ostatecznego poziomu salda (dodatniego) przepływu pieniężnych z działalnością operacyjnej (tzw. nadwyżka operacyjna). Pozwala to ocenić możliwość realnego samofinansowania wydatków inwestycyjnych i finansowanych z wykorzystaniem tzw. miar wystarczalności gotówkowej, stanowiących podstawę realnej oceny płynności finansowej przedsiębiorstwa.

Ujemne przepływy pieniężne z działalności operacyjnej mogą być konsekwencją: poniesienia straty z działalności operacyjnej, nadmiernego zaangażowania finansowego w przyrost zapasów, spadku wskaźnika rotacji zapasów, zakłóceń w rozliczeniu finansowych z odbiorcami i dostawcami, a w konsekwencji wejścia przedsiębiorstwa w fazę kryzysu i działanie poniżej gotówkowego (kasowego) progu rentowności.

Działalność inwestycyjna wykazuje na ogół ujemne saldo przepływów pieniężnych, związane głównie z reprodukcją rozszerzoną rzeczowych aktywów trwałych przedsiębiorstwa oraz aktywnością na rynku kapitałowym (realizacja inwestycji finansowych).

---

<sup>9</sup> Szerzej, M. Wieczorek-Kosmala, A. Doś, *Kluczowe wskaźniki ryzyka w zarządzaniu płynnością finansową przedsiębiorstwa*, CeDeWu, Warszawa 2017, s. 81-95.

<sup>10</sup> Tamże, s. 95-109.

Nie bez znaczenia w aspekcie oceny konsekwencji pieniężnych podejmowanych decyzji jest ocena wpływów z działalności inwestycyjnej, które mogą dotyczyć takich sytuacji jak:

- efektywna alokacja kapitału na rynku kapitałowym (np. otrzymane odsetki dywidendy),
- pozbywanie się zbędnych rzeczowych aktywów trwałych (np. procesy restrukturyzacji),
- sprzedaż aktywów trwałych (rzeczowych i finansowych) z uwagi na trudności płatnicze lub sytuacje kryzysowe,
- sprzedaż finansowych aktywów związanych z pesymistycznymi (lub optymistycznymi) ocenami koniunktury na rynku finansowym lub występujących w danym okresie terminów wykupu pożyczkowych papierów wartościowych (lub terminu zamknięcia lokat bankowych).

W grupie przepływów pieniężnych związanych z działalnością finansową ocenie poddaje się wpływy i wydatki w powiązaniu z decyzjami przedsiębiorstwa w zakresie kształtowania struktury kapitału, jego obsługi z wyróżnieniem płatności na rzecz właścicieli i wierzycieli.

Wpływy pieniężne w działalności finansowej są konsekwencją pozyskiwania długo i krótkoterminowego kapitału (pożyczkowego i właścicielskiego) związanych z różnymi wyborami przedsiębiorstw w sytuacji realizacji przedsięwzięć rozwojowych, utraty równowagi finansowej lub zmian strukturalnych.

Ocena przepływów pieniężnych z działalności finansowej wymaga równoczesnej szczegółowej analizy skutków podejmowanych decyzji w obszarach:

- zmian w poziomie ryzyka finansowego w związku z wzrostem zadłużenia i jego konsekwencji dla wiarygodności na rynku finansowym,
- stopnia spełnienia warunków pozyskiwania kapitału obcego w aspekcie zdolności pożyczkowej przedsiębiorstwa i możliwości spełnienia warunków dodatniego efektu dźwigni finansowej,
- realizowanej polityki dywidendy i zmian w strukturze finansowej przedsiębiorstwa,
- możliwości spłaty odsetek i rat kapitału pożyczkowego (lub wykupu pożyczkowych papierów własnościowych) z nadwyżki operacyjnej,
- płatności rat leasingu finansowego, gdy przedsiębiorstwo korzysta z tej szczególnej formy finansowania.

Decyzja o wypłacie dywidendy (lub zatrzymaniu zysku) nie może być jednak w pełni autonomiczna, musi być podejmowana jednocześnie z wyborami w zakresie źródeł finansowania realizowanych przedsięwzięć, kosztu kapitału, budżetu inwestycyjnego i perspektyw rozwoju przedsiębiorstwa oraz poziomu wolnych przepływów pieniężnych. Posługiwanie się w polityce dywidendy wyłącznie kategorią wyniku finansowego może prowadzić do sytuacji braku

możliwości rzeczywistej wypłaty z wygospodarowanej nadwyżki operacyjnej lub konieczności dodatkowego zadłużenia, ze świadomością wszystkich konsekwencji w przyszłości.

Ostateczne saldo przyływów pieniężnych decyduje o stanie środków pieniężnych (ujęcie statyczne), co wymaga szczególnej oceny w kontekście zapewnienia optymalnego poziomu gotówki, z uwzględnieniem minimalizacji kosztów utraconych korzyści (kosztów alternatywnych) i kosztów transakcyjnych oraz faktycznego zapotrzebowania na środki pieniężne w danym okresie.

### **3. Wykorzystanie przepływów pieniężnych w praktyce wybranych spółek notowanych na rynku New Connect (synteza badań)**

W celu praktycznej oceny sposobu wykorzystania przepływów pieniężnych w zarządzaniu przedsiębiorstwem przeprowadzono badania w wybranej, zróżnicowanej grupie przedsiębiorstw notowanych na rynku New Connect wykorzystując dane liczbowe z raportów rocznych. Są to głównie spółki małe i średnie notowane na rynku alternatywnym. Do oceny przyjęto w pierwszym etapie średnie wielkości ustalone dla trzech rodzajów działalności (handel 18 spółek, usługi 10 spółek, produkcja 13 spółek) z wyróżnieniem spółek w miarę porównywalnych, gdzie przedział zmienności jest niewielki, pozwalający wykorzystywać średnie arytmetyczne. W drugim etapie przeprowadzono studia przypadków nietypowych sytuacji wymagających odrębnej, indywidualnej oceny. W ocenie wykorzystano dane z lat 2019 i 2020 tj. okresu trudnego, gdzie m.in. sytuacja pandemii spowodowała, że przedsiębiorstwa funkcjonowały w zmiennych warunkach otoczenia o dużym stopniu ryzyka i niepewności, wymagających szczególnej elastyczności działania i adaptacji do zmiennych (często nieprzewidywalnych) warunków otoczenia. Autorka ma świadomość, że ocena jest niepełna, wartości średnie nie pozwalają na szczegółowe oceny, a jedynie wskazują na główne kierunki wyborów przedsiębiorstwa.

Wykorzystane informacje służyły do oceny:

- struktury przepływów pieniężnych i głównych czynników ich kształtowania,
- możliwości realnego samofinansowania wydatków inwestycyjnych i finansowych, w odróżnieniu od statycznej oceny płynności z wykorzystaniem informacji bilansowych,
- oceny zadłużenia i jej wpływu na zmiany struktury kapitału, zdolności do spłaty i obsługi kapitału pożyczkowego.

Analiza struktury przepływów pieniężnych spółek objętych pierwszym etapem badań (tab. 1) wskazuje, że przedsiębiorstwa wykazywały dodatnie przepływy pieniężne z działalności operacyjnej.

Co interesujące, w grupie: produkcja i handel występują w 2020 r. znacznie wyższe średnie poziomy przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej, co jest głównie konsekwencją wzrostu wartości wyniku finansowego netto związanego z ponad dwukrotnym zwiększeniem wartości przychodów ze sprzedaży.

**Tabela 1.** Struktura przepływów pieniężnych wybranych spółek rynku New Connect w latach 2019-2020

Struktura przepływów pieniężnych wybranych spółek rynku New Connect w latach 2019-2020 (w tys. zł)						
Wyszczególnienie	HANDEL		USŁUGI		PRODUKCJA	
	2020 r.	2019 r.	2020 r.	2019 r.	2020 r.	2019 r.
1. Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej netto w tym:	3975,40	649,40	3081,60	5517,20	1649,10	725,20
- zysk netto	2571,80	816,70	1150,80	1298,60	774,30	387,10
- amortyzacja	2370,20	858,40	1763,20	931,60	457,90	451,3
2. Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej netto:	-650,10	-863,50	-449,00	-52,10	-1634,30	-1063,60
- wpływy	79,80	145,70	801,40	2017,40	539,90	1067,00
- wydatki	729,90	1009,20	1250,40	2069,80	2174,20	2130,60
3. Przepływy pieniężne z działalności finansowej netto:	+1073,40	+897,10	+759,30	-506,70	-535,90	-1063,60
- wpływy, w tym: kredyty i pożyczki	+1638,30 1428,80	+3316,30 1296,470	+2055,00 1950,40	+1474,00 1250,90	+1334,00 1300,00	+131,40 130,00
- wydatki, w tym: spłata kredytów	-564,90 420,00	-2419,30 1844,70	-1295,70 385,50	-1980,70 432,5	-1869,90 1385,40	-1195,00 541,10
odsetki	50,00	180,00	343,60	255,70	381,70	342,60
leasing	94,90	175,20	377,60	420,50	101,90	98,50
finansowy						



**Tab. 1.** Struktura przepływów pieniężnych wybranych spółek rynku New Connect w latach 2019-2020 (ciąg dalszy)

Struktura przepływów pieniężnych wybranych spółek rynku New Connect w latach 2019-2020 (w tys. zł)						
	HANDEL		USŁUGI		PRODUKCJA	
Wyszczególnienie	2020 r.	2019 r.	2020 r.	2019 r.	2020 r.	2019 r.
4. Saldo rachunku przepływów pieniężnych netto	+4398,70	+649,40	+3840,90	+4958,40	-521,10	-1402,00
5. Miary efektywności						
- rentowność kapitału własnego (ROE) %	23,70	8,50	10,40	18,10	4,70	2,60
- rentowność operacyjna aktywów (ROI) %	11,30	6,70	6,70	7,30	9,10	3,20
- rentowność gotówkowa kapitału własnego %	36,60	8,50	27,80	42,30	10,10	4,80
6. Relacja amortyzacji do przepływów netto z działalności operacyjnej	0,59	1,32	0,57	0,17	0,28	0,62
7. Udział kapitału własnego w stosunku do aktywów (%)	41,60	32,10	23,90	15,90	59,40	59,30
8. Wystarczalność gotówkowa (przepływy z działalności operacyjnej wydatki inwestycyjne i finansowe)	3,04	0,19	1,20	1,36	0,41	0,21

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Rocznych Raportów wybranych spółek.

W grupie przedsiębiorstw z sektora „usługi” wystąpił spadek przepływów pieniężnych w 2020 r. (około 55% przepływów pieniężnych z 2019 r.). Wiąże się to z m.in. z spadkiem poziomu zysku netto. Wzrost jednak poziomu amortyzacji wskazuje, że spadek poziomu przepływów pieniężnych jest konsekwencją znacznego wzrostu wartości zapasów, skrócenia terminów płatności związanych

z ograniczeniem dostępu do kredytu kupieckiego i wydłużeniem terminu płatności odbiorców produktów. Oznacza to, że ten sektor w dużym stopniu odczuł konsekwencje pandemii nie mając możliwości szybkiej adaptacji do zmiennych warunków otoczenia.

Dodatnie przepływy pieniężne z działalności operacyjnej pozwalają na wzrost możliwości realnego sfinansowania wydatków inwestycyjnych i finansowych. W każdej z grup badanych przedsiębiorstw wystąpiły ujemne przepływy z działalności inwestycyjnej, wskazujące na znaczną przewagę wydatków inwestycyjnych w stosunku do wpływów z wcześniejszych inwestycji finansowych. Spadek wpływów z działalności inwestycyjnej (dotyczącej głównie inwestycji finansowych) jest konsekwencją zakłóceń w funkcjonowaniu rynku kapitałowego i znacznego spadku stopy oprocentowania zarówno lokat finansowych jak i oprocentowania obligacji (zarówno skarbowych jak i korporacyjnych).

Ważne dla oceny struktury przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej jest uwzględnienie roli amortyzacji wskazujący zarówno na możliwość realizacji inwestycji odtworzeniowych w ramach samofinansowania jak i niezgodne z przeznaczeniem wykorzystanie amortyzacji na finansowanie wydatków operacyjnych. Oceny są zróżnicowane. W grupie przedsiębiorstw sektora „handel”, część amortyzacji wykorzystano na pokrycie wydatków operacyjnych (udział wyższy od 1), co jest konsekwencją nieprawidłowości w gospodarowaniu zapasami, niewłaściwą polityką kredytową i ograniczeniem dostępu do kredytu handlowego. Im niższy udział amortyzacji w saldzie netto przyływów pieniężnych z działalności operacyjnej tym większą rolę odgrywają pozytywne działania w sferze gospodarowania zapasami, poprawa cyklu konwersji gotówki i właściwe zarządzanie kapitałem obrotowym.

Interesujące wyniki wiążą się z oceną przepływów pieniężnych z działalności finansowej związanych z wyborami przedsiębiorstw w zakresie pozyskiwania kapitału i jego obsługą. Salda przepływów pieniężnych z działalności finansowej są zróżnicowane, z dominacją dodatnich przepływów w sferze „handel”, i usługi w 2020 r. Natomiast ujemne przepływy występują w 2019 r. w obszarze usług oraz produkcji (2019 i 2020 r.)

Dodatnie salda przepływów pieniężnych z działalności finansowej związane są z wzrostem zadłużenia. W grupie „usługi” ujemne saldo w 2019 r. związane jest ze spłatą kredytów i znacznymi wydatkami związanymi z korzystaniem w leasingu finansowego. Sfera usług korzysta w szerokim zakresie z leasingu finansowego, a wydatki z tym związane są zbliżone do konieczności spłaty kapitału pożyczkowego. Szersza ocena w tym zakresie wymagałaby analizy czasowej dla wskazania tendencji w zmianach struktury kapitału i związanego z tym ryzyka finansowego przepływów pieniężnych w dłuższej perspektywie.

Uzupełnieniem i wzbogaceniem analizy jest ocena głównych miar przepływów i wybranych wskaźników ogólnej oceny sytuacji finansowej. Struktura kapitału jest zróżnicowana w badanych sektorach. W sektorze produkcja dominujący i w miarę stabilny jest udział kapitału własnego w strukturze źródeł finansowania przedsiębiorstwa. W 2020 r. wystąpił zarówno znaczny wzrost wpływów z kapitału pożyczkowego jak i równoczesne wydatki z tytułu spłaty zadłużenia co oznacza, że zmieniono jedynie strukturę zadłużenia. Wzrost zadłużenia przekazano na finansowanie wydatków inwestycyjnych. Równocześnie wzrost dodatnich przepływów z działalności operacyjnej wskazuje na możliwości samofinansowania wydatków inwestycyjnych. Wskazuje na to wzrost poziomu wystarczalności gotówkowej z 0,21 w 2019 r. do 0,41 w 2020 r. pomimo spadku udziału amortyzacji w ostatecznym saldzie przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej. Pomimo relatywnie wysokiego udziału kapitału własnego w strukturze kapitału wystąpiła poprawa efektywności działania ocenianej miarami ROE i ROI. Poprawa występuje także w poziomie rentowności gotówkowej, której poziom jest znacznie wyższy w stosunku do rentowności księgowej, mierzonej wynikiem finansowym netto. Potwierdza to tezę, że wykorzystanie przepływów pieniężnych pozwala w sposób pełniejszy ocenić rzeczywistą sytuację finansową przedsiębiorstwa, co stanowi podstawę wyboru kierunku rozwoju przedsiębiorstwa z możliwością spełnienia oczekiwań właścicieli. Wysoki poziom wystarczalności gotówkowej (powyżej 1) może wskazywać, że przedsiębiorstwa w tej grupie wykazują wysoki poziom płynności i szersze możliwości samofinansowania.

Można uznać, że w tym obszarze występują relatywnie duże rezerwy pożyczkowe i możliwości spełnienia warunków dodatniego efektu dźwigni finansowej. To ostatnie stwierdzenie wymagałoby szerszej analizy stóp oprocentowania kapitału pożyczkowego w powiązaniu z rentownością operacyjną aktywów (ROI). Nie bez znaczenia jest również wykorzystanie leasingu finansowego jako alternatywy kapitału pożyczkowego.

W grupie „handel” nastąpił w 2020 r. znaczny wzrost rentowności kapitału własnego (ROE), rentowności operacyjnej (ROI) i znaczny wzrost rentowności gotówkowej. Relatywnie wysoki poziom wystarczalności gotówkowej w 2020 r. wskazuje z jednej strony na znaczne rezerwy w możliwościach samofinansowania wydatków inwestycyjnych i finansowanych, co może być konsekwencją przyjmowania bezpiecznej struktury finansowej, dominacji konserwatywnej strategii finansowej jako odpowiedź na wzrost niepewności i ryzyka działalności, zabezpieczenia się przed możliwością kryzysu finansowego w dalszych latach.

Na przyjęcie defensywnej strategii finansowej wskazuje również dodatnie (relatywnie wysokie) saldo netto przepływów pieniężnych decydujących o wzro-

ście poziomu środków pieniężnych w bilansach. Dotyczy to głównie przedsiębiorstw sektora handel i usługi. W grupie „produkcja” saldo jest ujemne, ale ich ocena wymagałaby oceny stanu środków pieniężnych w poprzednich okresach.

Znaczenie wykorzystania przepływów pieniężnych w prawidłowej ocenie sytuacji finansowej przedsiębiorstwa i rzeczywistej strategii finansowania potwierdzają przeprowadzone studia przypadków w trzech przyjętych sektorach (tab. 2).

**Tabela 2.** Wybrane przypadki oceny przepływów pieniężnych spółek New Connect

Wybrane przypadki oceny przepływów pieniężnych spółek New Connect (tys. zł)						
Wyszczególnienie	Przypadek 1 (handel)		Przypadek 2 (usługi)		Przypadek 3 (produkcja)	
	2020 r.	2019 r.	2020 r.	2019 r.	2020 r.	2019 r.
1. Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej netto w tym:						
	4046,80	835,50	10890,00	18367,00	3779,80	4015,30
- zysk (strata) netto	3523,70	7311,90	637,10	4717,10	1177,50	942,40
- amortyzacja	1532,80	1541,00	6476,00	3166,00	635,30	258,90
2. Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej netto:						
	-	+12,50	+1914,60	-18897,00	-3017,70	+453,80
- wpływy	-	+12,50	6457,10	7278,10	275,60	-
- wydatki	-	-	4542,50	26175,10	3293,40	453,80
3. Przepływy pieniężne z działalności finansowej netto:						
	+4162,90	+897,10	+6644,80	-451,80	+7423,20	+4477,80
- wpływy, w tym:	14069,30	897,60	11343,660	-	10716,60	5091,90
kredyty i pożyczki	581,00	897,60	5143,60	-	2601,90	4817,40
emisja akcji (dopłaty właścicieli)	12488,30	-	2800,00	-	6929,10	274,50
- wydatki, w tym:	-9906,40	-0,50	-4688,90	-451,80	-3293,40	-614,10
- spłata kredytów i pożyczek	2097,30	0,50	4170,00	-	2510,80	510,10
- wykup dłuższych papierów wartościowych	7865,00	-	-	-	-	-
- odsetki	4,10	-	79,00	29,80	95,10	104,00
- leasing finansowy	-	-	448,90	422,00	-	-

**Tab. 2.** Wybrane przypadki oceny przepływów pieniężnych spółek New Connect (ciąg dalszy)

Wybrane przypadki oceny przepływów pieniężnych spółek New Connect (tys. zł)						
Wyszczególnienie	Przypadek 1 (handel)		Przypadek 2 (usługi)		Przypadek 3 (produkcja)	
	2020 r.	2019 r.	2020 r.	2019 r.	2020 r.	2019 r.
4. Saldo rachunku przepływów pieniężnych (netto)	+116,10	+56,10	+19449,40	-981,80	+625,70	+916,30
5. Udział kapitału własnego w finansowaniu aktywów (%)	53,90	12,70	65,30	77,10	54,00	56,80
6. Wskaźnik bieżącej płynności finansowej	1,70	0,65	3,60	8,10	2,90	2,10

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Rocznych Raportów wybranych spółek.

Przypadek 1 dotyczący przedsiębiorstwa w grupie „handel” wykazuje ujemne przepływy pieniężne z działalności operacyjnej, straty operacyjne, co jest głównie konsekwencją nieprawidłowości w działalności bieżącej związanej ze znacznym wzrostem cyklu konwersji gotówki spowodowanych niewłaściwą gospodarką zapasami, trudnościami w rozliczeniach finansowych zarówno wobec dostawców jak i odbiorców. Funkcjonowanie przedsiębiorstwa i utrzymanie pozycji rynkowej pomimo niewystarczalności gotówkowej było związane z dodatkowymi przepływami pieniężnymi z działalności finansowej związanymi z zaciąganiem dodatkowych kredytów i emisją nowych akcji. Wpływy pieniężne w tym obszarze znacznie przekroczyły wydatki związane z spłatą kredytu i wykupem pożyczkowych papierów wartościowych. Spowodowało to znaczny wzrost udziału kapitału własnego w strukturze źródeł finansowania, przyjęciem bezpiecznej strategii i ograniczeniem ryzyka finansowego. Kapitałodawcy uznali więc, że przedsiębiorstwo ma szansę spełnienia ich oczekiwań, pomimo ujemnych przepływów operacyjnych i poniesienia strat finansowych. Pomimo ograniczenia (a właściwie braku) wystarczalności gotówkowej przedsiębiorstwo wykazało pozytywne zmiany w ocenie płynności finansowej z wykorzystaniem klasycznej miary bieżącej płynności finansowej, co potwierdza ułomność miar opartych o wielkości bilansowe.

Drugi przykład wskazuje, że przedsiębiorstwo w sferze usług wykazało relatywnie wysoki poziom dodatnich przepływów pieniężnych netto z działalności operacyjnej (2019 r.) pomimo poniesionej straty z działalności operacyjnej. Jest

to przykład nie tylko możliwości wykorzystania amortyzacji dla pokrycia wydatków operacyjnych ale i znaczenie pozytywnych zmian w sferze gospodarowania zapasami i polityce kredytowej co pozwoliło na działanie przedsiębiorstwa (pomimo ujemnych przepływów operacyjnych) i samofinansowanie wydatków inwestycyjnych.

W sferze produkcyjnej analizowany przypadek wskazuje ponownie, że wynik finansowy nie może stanowić głównej podstawy oceny faktycznej sytuacji finansowej przedsiębiorstwa i rzeczywistego kryzysu finansowego. W 2019 r. przedsiębiorstwo wykazało stratę operacyjną i ujemne przepływy z działalności operacyjnej. Dalsze funkcjonowanie przedsiębiorstwa było możliwe dzięki pozyskaniu dodatkowego kapitału pożyczkowego i emisji akcji. Oznaczało to, że kapitałodawcy pozytywnie oceniają perspektywy rozwoju przedsiębiorstwa i możliwości spłaty kapitału i poniesienia kosztów ich obsługi. W kolejnym roku przedsiębiorstwo wykazało co prawda dodatni wynik finansowy przy dalszym ujemnym saldzie przepływów pieniężnych netto z działalności operacyjnej. Dodatnie przepływy pieniężne z działalności finansowej związane są z dalszym wzrostem zadłużenia i kolejną emisją akcji. Pozwoliło to również na pokrycie wydatków związanych ze spłatą kredytu i wykupem pożyczkowych papierów wartościowych. Analiza prowadzona w dłuższej perspektywie czasowej wskazywałaby na rzeczywiste skutki finansowe podjętej przez przedsiębiorstwo strategii finansowej, co jest szczególnie ważne wobec perspektywy wzrostu poziomu stóp procentowych. Statyczne miary płynności finansowej potwierdziły tezę, że nie pozwalają one na pełną ocenę rzeczywistej zdolności płatniczej przedsiębiorstwa.

#### **4. Wnioski**

Problem wykorzystania przepływów pieniężnych w ocenie przedsiębiorstwa jest otwarty. Wymaga dalszych badań i analiz. Przeprowadzone badania (częstkowe) potwierdzają tezę, że wykorzystanie wyłącznie danych bilansowych i wyniku finansowego (wg zasady memoriałowej) jest niewystarczający. Pełna kompleksowa analiza wymaga uzupełnienia badań i ocen o informacje pochodzące z rachunku przepływów pieniężnych, wskazujące na gotówkowe efekty dokonywanych wyborów i rzeczywiste możliwości samofinansowania niezbędnych wydatków (inwestycyjnych i finansowych) oraz ewentualnych płatności na rzecz właścicieli. Pozwala to równocześnie na identyfikację ryzyka utraty płynności finansowej i czynników z tym związanych. Badania wskazały, że przedsiębiorstwa w zmiennych i nieprzewidywalnych warunkach, które cechowały lata 2019-2020 przyjmuje konserwatywną strategię finansową, z priorytetem płynności i bezpieczeństwa w stosunku do realizacji procesów rozwojowych z akceptacją agresywnych wyborów o wyższym poziomie ryzyka.

## BIBLIOGRAFIA

### Literatura

Bender R., Ward K., *Corporate Financial Strategy*, Routledge, New York, 2009.

Bodie Z., Merton R., *Finanse*, PWE, Warszawa 2003.

Brigham E.F., *Corporate Finance A. Focused Approach* Cengage Learning Mason 2011.

Emery D.R., Finnerty J.D., Stowe J.D., *Corporate Financial Management*, Pearson, Prentice Hall, Upper Saddle River 2005.

Fabozzi F.J., Paterson P.P., *Financial Management Analysis*, Wiley Hoboken 2003.

Hadro D., Pauka M., *Relacje cenowe w debiucie na New Connect, znaczenie asymetrii informacji*. Wyd. Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2018.

Mac Forlana: *Cash is the Keystone* Washington D.C. 1992 Światowy Kongres Rachunkowości.

*Relacje inwestorskie spółek kapitałowych* red. G. Łukasik, Difin, Warszawa 2013.

*The Essentials of Corporate Communication and Public Relations* Harvard, Bussines School Press Boston, 2006.

Smart S.B., Megginson W.L., Gitman L.J., *Corporate Finance Thomson South-Western*, Ohio 2004.

E. Śnieżek, M. Wiatr, *Raportowanie przepływów pieniężnych w kontekście zmian we współczesnej sprawozdawczości finansowej*, Oficyna Wolters Kluwer, Warszawa 2011.

M. Wieczorek-Kosmala, A. Doś, *Kluczowe wskaźniki ryzyka w zarządzaniu płynnością finansową przedsiębiorstwa*, CeDeWu, Warszawa 2017.