

EDYTA MIODUCHOWSKA-JAROSZEWICZ

Uniwersytet Szczeciński

OCENA PRZEPIYWÓW PIENIĘŻNYCH W GRUPACH KAPITAŁOWYCH

Streszczenie

Celem artykułu było wyodrębnienie specyficznych metod oceny przepływów pieniężnych, które będą wykorzystywane w badaniu płynności i wypłacalności grup kapitałowych. Cel zostanie zrealizowany w kolejnych etapach badawczych: charakterystyka i przegląd metod badawczych stosowanych w literaturze, propozycja nowego podejścia do oceny przepływów pieniężnych, zastosowanie metod oceny przepływów pieniężnych w grupie kapitałowej. Autorka w artykule zaproponowała specyficzne wskaźniki oceny zewnętrznych przepływów pieniężnych dostosowane do oceny płynności i wypłacalności grup kapitałowych.

Słowa kluczowe: przepływy pieniężne, grupy kapitałowe, wskaźniki

Wprowadzenie

Rachunek przepływów pieniężnych uzupełnia informacje zawarte w bilansie i rachunku zysków i strat, zwiększając ich wartość informacyjną. Jego przedmiotem są stan i ruch środków pieniężnych, kategorii na tyle obiektywnej i odpornej na oddziaływanie zasad (polityki) rachunkowości, że pozwala na lepsze porównywanie efektów działania różnych jednostek funkcjonujących w różnych warunkach. Informacje o już zaistniałych (w ujęciu historycznym) wpływach i wydatkach, a więc przepływach środków pieniężnych, często wykorzystuje się jako wyznacznik kwot, terminowości oraz pewności wystąpienia przyszłych środków pieniężnych netto. Potrzeba generowania nadwyżki środków pieniężnych sta-

nowi warunek konieczny do przetrwania i rozwoju każdej jednostki. Znajomość wielkości i struktury przepływów pieniężnych pozwala na ocenę „jakości” osiągniętych przez jednostkę wyników „memoriałowych”, wykazywanych w rachunku zysków i strat¹.

Celem artykułu jest próba wyodrębnienia specyficznych metod oceny przepływów pieniężnych, które będą wykorzystywane w badaniu płynności i wypłacalności grup kapitałowych. Autorka zakłada, że zaproponowane metody oceny przepływów pieniężnych będą właściwie oceniać płynność i wypłacalność grup kapitałowych.

Cel artykułu zostanie zrealizowany w kolejnych etapach badawczych:

- 1) charakterystyka i przegląd metod badawczych stosowanych w literaturze,
- 2) propozycja nowego podejścia do oceny przepływów pieniężnych,
- 3) zastosowanie metod oceny przepływów pieniężnych w grupie kapitałowej.

1. Charakterystyka i przegląd metod badawczych stosowanych w literaturze

Rachunek przepływów pieniężnych koordynuje informacje zawarte w bilansie i rachunku zysków i strat, podnosząc wartość informacyjną tych sprawozdań. Pozwala na ocenę kasowego efektu zmian w aktywach i pasywach jednostki gospodarczej, struktury finansowej w aspekcie płynności wypłacalności, elastyczności oraz efektywności w reagowaniu na zmiany zachodzące w otoczeniu². Przedmiotem zainteresowania tego sprawozdania są środki pieniężne, czyli kategoria na tyle obiektywna i odporna na oddziaływanie polityki rachunkowości, że pozwala na lepszą porównywalność efektów funkcjonowania różnych podmiotów. Informacje o przepływach pieniężnych w ujęciu ex post często wykorzystuje się jako wskaźnik kwot, terminowości oraz pewności wystąpienia przyszłych przepływów środków pieniężnych, które są warunkiem koniecznym trwania i rozwoju każdej jednostki gospodarczej. Znajomość wielkości przepływów pieniężnych, jakie jednostka generuje w rezultacie swojej działalności, a także struktury tychże

¹ E. Śnieżek, *Jak korzystać z rachunku przepływów pieniężnych?*, „Rachunkowość” 2008, nr 1, s. 21.

² E. Śnieżek, *Rachunek przepływów pieniężnych w teorii i praktyce rachunkowości*, RRWP, Warszawa 1994.

przepływów, pozwalają na ocenę „jakości” osiągniętych wyników memoriałowych wykazywanych w rachunku zysków i strat³.

Analiza zewnętrznych przepływów powinna polegać na ocenie w ujęciu ex post i ex ante. Analiza ex post i ex ante powinna być dwukierunkowa jako:

- 1) ocena wstępna,
- 2) analiza wskaźnikowa.

W pierwszym etapie badawczym, czyli w ocenie wstępnej przepływów pieniężnych, można wykorzystać tzw. analizę ośmiu przypadków. Jest ona wynikiem podział przepływów według rodzajów działalności i typów operacji. Wyodrębniając trzy rodzaje działalności: operacyjnej, inwestycyjnej, finansowej, oraz uwzględniając dodatnie lub ujemne przepływy pieniężne, można wyróżnić osiem przypadków, które przedstawiono w tabeli 1.

Tabela 1

Przypadki kombinacji nadwyżki i niedoboru środków pieniężnych pomiędzy trzema rodzajami działalności – analiza ośmiu przypadków

Przepływy pieniężne netto z działalności	Przypadki							
	faza dojrzała				faza przejściowa		faza zagrożenia	
	11	22	33	44	5	6	7	8
Operacyjne	+	+	+	+	-	-	-	-
Inwestycyjne	+	-	+	-	+	-	+	-
Finansowe	+	-	-	+	+	+	-	-

Źródło: E. Śniezek, *Jak korzystać z rachunku przepływów pieniężnych?*, „Rachunkowość” 2008, nr 1, s. 21.

Najnowsze badania prowadzone przez Dariusza Wędzkiego⁴ nad przydatnością przepływów pieniężnych do przewidywania upadłości polskich przedsiębiorstw wykazały, że konieczne jest bardzo ostrożne podejście do oceny sytuacji finansowej przedsiębiorstwa. Z badań tych oraz analizy przepływów pieniężnych

³ E. Śniezek, *Przepływy pieniężne jako szczególny obszar integracji rachunkowości finansowej i rachunkowości zarządczej*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” nr 30, SKwP 2005, s. 110.

⁴ D. Wędzki, *Wykorzystanie rachunku przepływów pieniężnych do analizy finansowej*, „Rachunkowość” 2010, nr 1, s. 33.

wielu polskich firm wynika, że jest uzasadnione zakwalifikowanie przedsiębiorstwa do trzech podstawowych grup przypadków:

- a) fazy dojrzałej, kiedy przepływy pieniężne z działalności operacyjnej są dodatnie oraz na tyle wysokie, że mogą zasilić środkami pieniężnymi pozostałe rodzaje działalności;
- b) fazy przejściowej, kiedy przepływy operacyjne są ujemne, ale jednocześnie przepływy finansowe – dodatnie. Faza przejściowa charakteryzuje podmioty, taki układ znaków mogą wykazywać zarówno przedsiębiorstwa dynamicznie rozwijające się, stosunkowo młode, działające w sektorach o dobrych perspektywach rozwoju, jak i przedsiębiorstwa źle zarządzane w sferze operacyjnej. Sytuacja przejściowa wiąże się z tym, że przedsiębiorstwo może zmienić swoją sytuację najlepszą lub gorszą. Lepsza sytuacja finansowa przedsiębiorstw to przesunięcie się do fazy dojrzałej, pogorszenie sytuacji finansowej to przesunięcie się do fazy zagrożenia;
- c) faza zagrożenia, w której przepływy badanego przedsiębiorstwa charakteryzuje się ujemnymi przepływami operacyjnymi i finansowymi. Sytuacja taka może oznaczać, że przedsiębiorstwo jest zagrożone upadłością⁵.

Opisy sytuacji, w jakich mogą znaleźć się grupy kapitałowej charakteryzujące się odpowiednią kombinacją plusów i minusów w trzech rodzajach działalności:

Przypadek 1 charakteryzuje grupy kapitałowe o dobrej płynności finansowej. Nadwyżka przepływów pieniężnych z każdego rodzaju działalności, powodując wzrost stanu płynnych środków pieniężnych, świadczy najczęściej o przygotowaniu się jednostki do podjęcia nowych przedsięwzięć, fuzji, przejęć, restrukturyzacji bądź do budowy struktury holdingowej (nabycie udziałów lub akcji w innych przedsiębiorstwach). W praktyce gospodarczej przypadek jest spotykany rzadko.

Przypadek 2 opisuje grupy kapitałowe, w których nadwyżka wypracowana w toku działalności operacyjnej jest wystarczająca duża, aby pokryć niedobór przepływów z pozostałych działalności i prowadzić inwestycje oraz regulować zobowiązania wobec pożyczkodawców (spłata kredytów) oraz właścicieli (dywidenda). Jeżeli niedobór przepływów pieniężnych z działalności inwestycyjnej i finansowej przewyższa nadwyżkę przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej, jest to sygnał trudności finansowych. Oceny wymaga wtedy, czy są one przejściowe, czy przeniosą się na okresy następne. Sposobem na przetrwanie

⁵ Charakterystyka analizy ośmiu przypadków została oparta na: D. Wędzki, *Wykorzystanie rachunku przepływów pieniężnych...*, s. 33; E. Śniezek, *Jak korzystać z rachunku...*, s. 21.

i poprawę sytuacji finansowej mają być zapewne nowe inwestycje. Taka sytuacja charakteryzuje najczęściej grupy kapitałowe dojrzałe, o wysoko rentownej działalności, przechodzących chwilowy kryzys płynności i wypłacalności.

Przypadek 3 przedstawia sytuacje grup kapitałowych sytuacji przejściowej, prowadzonej restrukturyzacji, modernizacji majątku, kiedy stan środków z działalności operacyjnej nie jest wystarczający aby pokryć wydatki na działalność finansową, dlatego wspomagają się wpływami z działalności finansowej. Dodatkowo przepływy inwestycyjne mogą też oznaczać, że poczynione w przeszłości inwestycje nie przyniosły spodziewanego efektu umożliwiającego spłatę finansowania wyłącznie z przepływów operacyjnych.

Przypadek 4 charakteryzuje grupy kapitałowe które osiągają nadwyżkę netto przepływów z działalności operacyjnej, ale rozmiary jej inwestycji powodują, że musi korzystać z zewnętrznych źródeł finansowania. Jest to sytuacja typowa dla młodych, rozwijających się grup kapitałowych, których sytuacja finansowa jest na tyle korzystna, że otrzymują nowe kredyty i pożyczki lub środki od właścicieli. Taka sytuacja finansowa jest najbardziej pożądanym scenariuszem dla przedsiębiorstwa.

Przypadek 5 opisuje grupy kapitałowe, które mają przejściowe trudności. Niedobory środków z działalności operacyjnej podmioty próbują pokryć ze sprzedaży majątku i z wpływów działalności finansowej. Sytuacja jest na tyle dobra, a trudności finansowe przejściowe, że kredytodawcy decydują się na udzielenie jej kredytów lub inwestorzy na zaangażowanie dodatkowych środków, co pozwala uzyskać nadwyżkę wpływów z działalności finansowej. Miernik perspektywy operacyjnej powinien pokazać, jak wielkie jest zagrożenie działalności operacyjnej.

Przypadek 6 jest sytuacją typową dla młodych i rozwijających się grup kapitałowych. Charakteryzuje się ujemnymi przepływami operacyjnymi, czyli niedoborem gotówki wynikającym bądź z intensywnego rozwoju, bądź słabego zarządzania operacyjnego. Ocena przepływów operacyjnych powinna dostarczyć odpowiedzi, który przypadek zachodzi. Ujemne przepływy inwestycyjne wiążą się albo z podtrzymaniem wzrostu sprzedaży, powstrzymaniem jej spadku albo dynamizowaniem umiarkowanego wzrostu. Ponieważ działalność operacyjna i inwestycyjna konsumują środki pieniężne, ich źródłem musi być działalność finansowa. Perspektywy jednostki mogą być oceniane jako dobre, skoro uzyskała ona środki z zewnątrz (kredyt lub podwyższenie kapitału), co pozwala jej na

finansowanie z tych środków działalności inwestycyjnej oraz pokrycie niedoboru przepływów netto z działalności operacyjnej.

Przypadek 7 przedstawia grupy kapitałowe w poważnie trudnej sytuacji finansowej. Niedobór środków operacyjnych oraz spłata zobowiązań z tytułu kredytów i pożyczek (działalność finansowa) jednostka próbuje pokryć ze środków uzyskanych ze sprzedaży majątku. Nic nie wskazuje, że kłopoty grupy mają charakter przejściowy.

Przypadek 8 cechuje grupy kapitałowe, które mimo niedoboru gotówki z działalności operacyjnej, spłaty zadłużenia prowadzi inwestycje, co wiąże się z niezakończonym cyklem inwestycyjnym, skoro kontynuuje ono inwestycje. Ponieważ wszystkie rodzaje działalności potrzebują gotówki, przedsiębiorstwo będzie tak długo istniało, jak długo wystarczą mu środki pieniężne zgromadzone w poprzednich okresach. Jeśli nie powstrzyma ono odpływu środków pieniężnych, to upadnie.

Właściwe w ocenie przepływów finansowych jest poszerzanie tych grup o wskaźniki struktury przepływów pieniężnych, które nie zawierają się w analizie wstępnej. Analiza wskaźnikowa przepływów pieniężnych powinna zawierać się w trzech grupach, a mianowicie:

- a) struktury przepływów pieniężnych,
- b) wystarczalności środków pieniężnych,
- c) wydajności gotówkowej⁶.

Formuły poszczególnych wskaźników z tych grup zestawiono w tabeli 2.

Wskaźniki struktury charakteryzują strukturę środków pieniężnych. Pierwszy przedstawiony wskaźnik z tej grupy wskazuje na zdolność do generowania środków pieniężnych⁷. Kolejne dwa wskaźniki rozpatrują relację zysku netto i amortyzacji do środków z działalności operacyjnej. Im większy udział zysku netto w środkach z działalności operacyjnej, tym więcej gotówki niż księgowego zysku. Wzrastający udział amortyzacji w środkach z działalności operacyjnej wskazuje na kapitałochłonność działalności gospodarczej. Pozostałe wskaźniki informują o finansowaniu działalności inwestycyjnej, zależności od zewnętrznych źródeł finansowania i pieniężnej samowystarczalności działalności finansowej⁸.

⁶ T. Waśniewski, W. Skoczylas, *Teoria i praktyka analizy finansowej w przedsiębiorstwie*, FRR w Polsce, Warszawa 2004, s. 458–463.

⁷ A. Haręża, *Analiza przepływów pieniężnych*, „Rachunkowość z Komentarzem” 2001, nr 4, s. 25.

⁸ T. Waśniewski, W. Skoczylas, *Jak korzystać ze sprawozdania z przepływów środków pieniężnych*, „Rachunkowość” 1999, nr 12, s. 709.

Tabela 2

Tradycyjne metody analizy wskaźnikowej w analizie rachunku przepływów pieniężnych

Nazwa wskaźnika	Formuła wskaźnika
I. Wskaźniki charakteryzujące strukturę przepływów pieniężnych	
1) wskaźnik zdolności wypracowania przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej	$\frac{\text{przepływy pieniężne z działalności operacyjnej}}{\text{(przepływy pieniężne z działalności operacyjnej + wpływy z działalności inwestycyjnej + wpływy z działalności finansowej)}}$
2) wskaźniki udziału zysku netto w przepływach pieniężnych z działalności operacyjnej	$\frac{\text{zysk netto}}{\text{przepływy pieniężne z działalności operacyjnej}}$
3) wskaźnik finansowania działalności inwestycyjnej	$\frac{\text{przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej}}{\text{przepływy pieniężne z działalności operacyjnej i finansowej}}$
4) wskaźniki zależności od zewnętrznych źródeł finansowania	$\frac{\text{wpływy z działalności finansowej}}{\text{wpływy z działalności operacyjnej}}$
5) wskaźnik pieniężnej samowystarczalności działalności finansowej	$\frac{\text{wpływy z działalności finansowej}}{\text{wydatki na działalność finansową}}$
II. Wskaźniki wystarczalności środków	
1) wskaźniki ogólnej wystarczalności środków	$\frac{\text{przepływy pieniężne z działalności operacyjnej}}{\text{(spłata zobowiązań + wypłata nagród z zysku + wpłata dywidendy + inwestycje w wartości niematerialne i prawne oraz rzeczowe aktywa trwałe)}}$
2) wskaźnik spłaty ogółu zobowiązań ogółem	$\frac{\text{spłata zobowiązań ogółem}}{\text{przepływy pieniężne z działalności operacyjnej}}$
3) wskaźnik wynagradzania właścicieli	$\frac{\text{(wypłata nagród z zysku + wpłata dywidendy)}}{\text{przepływy pieniężne z działalności operacyjnej}}$
4) wskaźnik sfinansowania inwestycji	$\frac{\text{wydatki na inwestycje}}{\text{przepływy pieniężne z działalności operacyjnej}}$
III. Wskaźniki wydajności środków	
1) wskaźnik wydajności środków ze sprzedaży	$\frac{\text{przepływy pieniężne z działalności operacyjnej}}{\text{przychody ze sprzedaży towarów, produktów i materiałów}}$
2) wskaźnik wydajności gotówkowej zysku operacyjnego	$\frac{\text{przepływy pieniężne z działalności operacyjnej}}{\text{zysk z działalności operacyjnej}}$
3) wskaźnik wydajności gotówkowej majątku	$\frac{\text{przepływy pieniężne z działalności operacyjnej}}{\text{średnie aktywa ogółem}}$

Źródło: opracowanie własne na podstawie T. Waśniewski. W. Skoczylas, *Jak korzystać ze sprawozdania z przepływów środków pieniężnych*, „Rachunkowość” 1999, nr 12, s. 709.

Wskaźniki wystarczalności gotówkowej stanowią podstawę oceny zdolności generowania środków z działalności operacyjnej na pokrycie różnych potrzeb płatniczych w zakresie pozostałych rodzajów działalności. Im wyższy poziom wskaźnika wystarczalności, tym większą część wydatków można sfinansować

z nadwyżki operacyjnej, co z pewnością jest zjawiskiem pozytywnym⁹. Wskaźniki wystarczalności gotówkowej są podstawą do oceny wystarczalności uzyskanych środków z działalności operacyjnej dla sfinansowania wszystkich wydatków przedsiębiorstwa. Wskaźnik wystarczalności ogólnej powinien uzyskać wartość większą bądź równą jeden, aby można było stwierdzić, że przedsiębiorstwo generuje wystarczająco dużo środków, aby sfinansować swoje potrzeby¹⁰. W sytuacji, gdy poziom wskaźnika kształtuje się poniżej jedności bądź gdy ma wartość ujemną, niezbędne jest zwiększenie kapitałów własnych (np. poprzez emisję dodatkowych akcji bądź dopłat wspólników do kapitału) albo zwiększenie zadłużenia. Niedobór środków można również pokryć wpływami ze sprzedaży środków trwałych oraz ze środków zgromadzonych w poprzednich okresach sprawozdawczych¹¹. Pozostałe wskaźniki wystarczalności gotówkowej zwane są wskaźnikami szczegółowymi. Im mają mniejsze wartości, tym w mniejszym stopniu dany rodzaj wydatku obciąża wypracowane w działalności operacyjnej środki pieniężne lub zwiększa zapotrzebowanie na zewnętrzne źródła zasilania¹².

Wskaźniki wydajności środków pieniężnych są miernikiem efektywności gospodarowania gotówką operacyjną. Poszczególne wskaźniki z tej grupy wskazują na zdolność generowania operacyjnych przepływów pieniężnych w relacji do przychodów ze sprzedaży, zysku z działalności operacyjnej i aktywów ogółem¹³.

2. Propozycja nowego podejścia do oceny przepływów pieniężnych w grupach kapitałowych

Ocena przepływów pieniężnych generowanych przez grupę kapitałową powinna uwzględniać specyfikę działalności powiązań kapitałowych organizacyjnych i finansowych. W takim przypadku należałoby rozpatrzyć uwzględnienie w ocenie przepływów nie tylko badania przepływów, które są generowane przez grupę kapitałową jako całość, lecz także zbadanie poszczególnych podmiotów

⁹ K. Koleśnik, *Analiza rachunku przepływów pieniężnych*, „Buchalter” 2005, nr 15, s. 6.

¹⁰ E. Urbańczyk, *Metody analizy sytuacji finansowej przedsiębiorstwa*, Zapol, Szczecin 1997, s. 172–173.

¹¹ K. Koleśnik, *Analiza rachunku przepływów pieniężnych...*, s. 6.

¹² E. Urbańczyk, *Metody analizy sytuacji finansowej...*, s. 173.

¹³ G. Susek-Borek, *Ocena płynności finansowej przedsiębiorstwa*, „Rachunkowość” 2001, nr 7, s. 432.

pod kątem przepływów pieniężnych. W grupach kapitałowych istnieje jeszcze jeden obszar, który do tej pory nie był kwantyfikowany – to badanie wewnętrznych przepływów pieniężnych występujących pomiędzy spółkami tworzącymi grupę kapitałową. Ocena tych przepływów, niestety, nie jest prosta, bo nikt nie sporządza specjalnych sprawozdań, które uwzględniałby przepływy pieniężne ze zdarzeń gospodarczych pomiędzy spółkami w grupie kapitałowej. W tabeli 3 zaproponowano zestaw wskaźników do oceny zewnętrznych przepływów pieniężnych grupy kapitałowej.

Tabela 3

Zestaw wskaźników do oceny płynności i wypłacalności grupy kapitałowej na podstawie skonsolidowanego i jednostkowego sprawozdania finansowego podmiotu dominującego

Lp.	Nazwa wskaźnika	Formuła wskaźnika
1	2	3
1	Wskaźnik zdolności wypracowania przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej jednostki dominującej	Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej jednostki dominującej / skonsolidowane przepływy pieniężne z działalności operacyjnej
2	Wskaźniki udziału zysku netto w przepływach pieniężnych z działalności operacyjnej jednostki dominującej	Zysk netto jednostki dominującej / przepływy pieniężne działalności operacyjnej jednostki dominującej
3	Wskaźniki udziału skonsolidowanego zysku netto w skonsolidowanych przepływach pieniężnych z działalności operacyjnej	Skonsolidowany zysk netto / skonsolidowane przepływy pieniężne działalności operacyjnej
4	Wskaźnik finansowania działalności inwestycyjnej grupy kapitałowej	Skonsolidowane przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej / skonsolidowane przepływy pieniężne z działalności operacyjnej i finansowej skonsolidowane
5	Wskaźniki zależności od zewnętrznych źródeł finansowania grupy kapitałowej	Skonsolidowane wpływy z działalności finansowej / skonsolidowane wpływy z działalności operacyjnej
6	Wskaźnik pieniężnej samowystarczalności działalności finansowej grupy kapitałowej	Skonsolidowane wpływy z działalności finansowej / skonsolidowane wydatki na działalność finansową
7	Wskaźniki ogólnej wystarczalności środków grupy kapitałowej	Skonsolidowane przepływy pieniężne z działalności operacyjnej / suma wydatków grupy kapitałowej na: spłatę zobowiązań, wypłatę dywidendy, inwestycje w wartości niematerialne i prawne oraz rzeczowe aktywa trwałe
8	Wskaźnik spłaty ogółu zobowiązań ogółem grupy kapitałowej	Spłata zobowiązań ogółem grupy kapitałowej / skonsolidowane przepływy pieniężne z działalności operacyjnej
9	Wskaźnik wynagradzania właścicieli grupy kapitałowej	Wypłata dywidendy dla właścicieli grupy kapitałowej / przepływy pieniężne z działalności operacyjnej grupy kapitałowej

1	2	3
10	Wskaźnik sfinansowania inwestycji grupy kapitałowej	Wydatki na inwestycyjne grupy kapitałowej / skonsolidowane przepływy pieniężne z działalności operacyjnej
11	Wskaźnik wydajności środków ze sprzedaży grupy kapitałowej	Skonsolidowane przepływy pieniężne z działalności operacyjnej / skonsolidowane przychody ze sprzedaży towarów, produktów i materiałów
12	Wskaźnik wydajności gotówkowej zysku operacyjnego grupy kapitałowej	Skonsolidowane przepływy pieniężne z działalności operacyjnej / skonsolidowany zysk z działalności operacyjnej
13	Wskaźnik wydajności gotówkowej majątku grupy kapitałowej	Skonsolidowane przepływy pieniężne z działalności operacyjnej / średni aktywa ogółem grupy kapitałowej

Źródło: opracowanie własne.

Wskaźniki zaproponowane w tabeli 3 do oceny przepływów pieniężnych mają umożliwić ocenę grupy kapitałowej w kontekście jej płynności i wypłacalności. Wskaźnik zdolności wypracowania przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej jednostki dominującej ocenia zdolność do generowania gotówki operacyjnej przez podmiot dominujący w stosunku do całościowych przepływów pieniężnych grupy kapitałowej. Jakość zysku (3–4) w spółce dominującej i w grupie kapitałowej oceniają wskaźniki udziału zysku netto w przepływach pieniężnych, skonstruowane odpowiednio do podmiotu dominującego i do grupy kapitałowej. Kolejne wskaźniki badają sposoby finansowania działalności inwestycyjnej grupy kapitałowej, zależności od zewnętrznych źródeł finansowania grupy kapitałowej, pieniężną samowystarczalność działalności finansowej grupy kapitałowej. Wskaźniki wystarczalności gotówkowej (7–10) oceniają zdolność przedsiębiorstwa do pokrycia potrzeb związanych z prowadzeniem działalności operacyjnej całej grupy kapitałowej. Wskaźniki wydajności gotówkowej (11–13) mają na celu ocenę wydajności gotówkowej analizowanych przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej, pod względem ilości gotówki w przychodach ze sprzedaży, wielkości zysku operacyjnych w kształtowaniu gotówki operacyjnej i możliwościach finansowania majątku grupy kapitałowej z gotówki operacyjnej.

3. Zastosowanie metod oceny przepływów pieniężnych w grupie kapitałowej

W celach weryfikacji praktycznej przydatności wskaźników tradycyjnych i nowego podejścia do oceny przepływów pieniężnych dla grupy kapitałowej przebadano grupę kapitałową Bipromet na podstawie danych uzyskanych ze skonsolidowanego i jednostkowego sprawozdania finansowego za rok 2010 (tabela 4).

Tabela 4

Wybrane dane ze skonsolidowanego i jednostkowego sprawozdania z przepływów pieniężnych grupy kapitałowej Bipromet SA

Wyszczególnienie	Skonsolidowane	Jednostkowe	Skonsolidowane	Jednostkowe
	2009		2010	
Przeływy z działalności operacyjnej				
Zysk netto	210	1554	2283	2162
Amortyzacja środków trwałych	1537	1152	1142	767
Środki pieniężne netto z działalności operacyjnej	8176	7724	829	256
Przeływy z działalności inwestycyjnej				
Wydatki	-5473	-5468	-444	-398
Nabycie majątku trwałego	-138	-133	-431	-385
Wpływy	642	638	1986	1985
Wpływy ze sprzedaży majątku trwałego	642	638	39	39
Środki pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	-4831	-4830	1542	1587
Przeływy z działalności finansowej				
Wydatki	-615	-356	-868	-166
Splata kredytów i pożyczek	0	0	-378	0
Splata zobowiązań z tytułu leasingu finansowego	-416	-77	-312	-15
Odsetki zapłacone	-199	-279	-178	-151
Wpływy	180	0	0	0
Zaciągnięte kredyty i pożyczki	180	0	0	0
Środki pieniężne netto z działalności finansowej	-435	-356	-868	-166
Zmiana stanu środków pieniężnych i ich ekwiwalentów	2910	2818	1503	1439
Środki pieniężne i ekwiwalenty na początek okresu	2350	2303	5260	5121
Środki pieniężne i ekwiwalenty na koniec okresu	5260	5121	6763	6560

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu rocznego Grupy Kapitałowej Bipromet SA i Bipromet SA.

Na podstawie danych w tabeli 4 dokonano oceny wstępnej przepływów pieniężnych w latach 2009–2010, w tym celu zestawiono znaki przepływów pieniężnych z poszczególnych rodzajów działalności i razem przepływów (tabela 5).

Tabela 5

Analiza wstępna przepływów pieniężnych w latach 2009–2010
grupy kapitałowej Bipromet SA

Rodzaj przepływów	2009		2010	
	grupa kapitałowa	spółka dominująca	grupa kapitałowa	spółka dominująca
Operacyjne	+	+	+	+
Inwestycyjne	–	–	+	+
Finansowe	–	–	–	–

Źródło: opracowanie własne

Wykorzystując w ocenie wstępnej przepływów pieniężnych analizę ośmiu przypadków, należałoby stwierdzić, że badana grupa kapitałowa i spółka dominująca znalazły się w roku 2009 w przypadku 2, a w roku 2010 w przypadku 3. Przypadek 3 przedstawia sytuacje grup kapitałowej, która być może ma przejściowe problemy, w tym celu prowadzi restrukturyzację, modernizację majątku. Dodatnie przepływy inwestycyjne mogą też oznaczać, że poczynione w przeszłości inwestycje nie przyniosły spodziewanego efektu umożliwiającego spłatę finansowania wyłącznie z przepływów operacyjnych. Stan środków z działalności operacyjnej nie jest wystarczający, aby pokryć wydatki na działalność finansową, dlatego wspomaga się wpływami z działalności finansowej. Przypadek 2 charakteryzuje grupy kapitałowe, które osiągają nadwyżkę netto przepływów z działalności operacyjnej, nadwyżka musi być wysoka, ponieważ grupa dokonuje inwestycji w majątek i spłaca zadłużenie (ujemne przepływy z działalności inwestycyjnej i finansowej). Taka sytuacja charakteryzuje grupy kapitałowe dojrzałe i wysoce rentowne. Sytuacja bardzo dobra.

Na podstawie danych w tabeli 4 dokonano obliczeń według formuł wskaźników zawartych w tabeli 3, wyniki obliczeń zestawiono w tabeli 6.

Tabela 6

Tradycyjne wskaźniki zastosowane do oceny przepływów pieniężnych spółki Bipromet SA

Nazwa wskaźnika	2009 (%)		2010 (%)	
	grupa kapitałowa	jednostka dominująca	grupa kapitałowa	jednostka dominująca
Wskaźnik zdolności wypracowania przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej	90,9	92,4	29,4	11,4
Wskaźnik udziału zysku netto w przepływach pieniężnych z działalności operacyjnej	2,6	20,1	275,4	844,5
Wskaźnik finansowania działalności inwestycyjnej	62,4	65,6	–	–
Wskaźnik zależności od zewnętrznych źródeł finansowania	2,2	0	0	0
Wskaźnik pieniężnej samowystarczalności działalności finansowej	29,3	0	0	0
Wskaźnik ogólnej wystarczalności środków	1085,8	1580	63,8	46,5
Wskaźnik spłaty ogółu zobowiązań ogółem	7,5	4,6	104,7	64,8
Wskaźnik wynagradzania właścicieli	0	0	0	0
Wskaźnik sfinansowania inwestycji	1,7	1,7	52,0	150,4
Wskaźnik wydajności środków ze sprzedaży	17,2	21,5	2,2	1,4
Wskaźnik wydajności gotówkowej zysku operacyjnego	10,4	360,8	2272,5	8,5
Wskaźnik wydajności gotówkowej majątku	9,9	11,1	1,0	0,4

Źródło: opracowanie własne.

W latach 2009–2010 analiza wskaźnikowa przepływów pieniężnych w grupie kapitałowej umożliwiła wyprowadzenie następujących wniosków:

- spada zdolność wypracowania gotówki operacyjnej z 90,9% do 29,4%;
- rośnie udział zysku netto w przepływach operacyjnych, spada jakość zysku;
- w roku 2010 przepływy inwestycyjne były dodatnie, więc nie było potrzeby oceny finansowania działalności inwestycyjnej;
- tylko w roku 2009 grupa kapitałowa zaciągała kredyty i pożyczki, i w tym roku nie miała pieniężnej samowystarczalności;
- maleje ogólna wystarczalność gotówkowa;
- spada zdolność do spłaty zobowiązań;
- nie wypłaca dywidend;
- maleje możliwość finansowania inwestycji w operacyjne aktywa trwałe przepływów operacyjnych;

- spada wydajność gotówkowa sprzedaży i majątku;
- rośnie wydajność gotówkowa zysku operacyjnego.

W latach 2009–2010 analiza wskaźnikowa przepływów pieniężnych dokonana w spółce dominującej wskazuje na to, że:

- spada zdolność do wypracowania gotówki z działalności operacyjnej z 92,4% do 11,4%;
- rośnie udział zysku w przepływach operacyjnych z 20,1% do 844,5%;
- w roku 2010 przepływy inwestycyjne były dodatnie więc nie było potrzeby oceny finansowania działalności inwestycyjnej;
- spółka dominująca w tym okresie nie zaciągała kredytów i pożyczek;
- znacząco spada ogólna wystarczalność gotówkowa;
- maleje zdolność do spłaty zobowiązań z przepływów operacyjnych;
- nie wynagradzano właścicieli;
- maleje zdolność do finansowania inwestycji;
- spada wydajność gotówkowa sprzedaży i majątku;
- rośnie wydajność gotówkowa zysku operacyjnego.

Sytuacja grupy kapitałowej i spółki dominującej w zakresie płynności i wypłacalności w latach 2009–2010 kształtuje się na jednakowym poziomie. W takim przypadku obliczanie poszczególnych wskaźników odrębnie dla grupy kapitałowej jako całości oraz podmiotu dominującego jako odrębnego podmiotu staje się zbędne. Dlatego autorka proponuje zestaw wskaźników do oceny płynności i wypłacalności grupy kapitałowej, które będą uwzględniały specyfikę działalności, czyli to, że jest to grup kapitałowa, jak również to, że badają tradycyjne wskaźniki, czyli płynność i wypłacalność (tabela 7).

Tabela 7

Zestaw wskaźników do oceny płynności i wypłacalności grupy kapitałowej na podstawie skonsolidowanego i jednostkowego sprawozdania finansowego podmiotu dominującego

Lp.	Nazwa wskaźnika	Wartości wskaźników (%)	
		2009	2010
1	2	3	4
1	Wskaźnik zdolności wypracowania przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej jednostki dominującej	94,5	30,9
2	Wskaźniki udziału zysku netto w przepływach pieniężnych z działalności operacyjnej jednostki dominującej	20,1	844,5

1	2	3	4
3	Wskaźniki udziału skonsolidowanego zysku netto w skonsolidowanych przepływach pieniężnych z działalności operacyjnej	2,6	275,4
4	Wskaźnik finansowania działalności inwestycyjnej grupy kapitałowej	62,4	–
5	Wskaźniki zależności od zewnętrznych źródeł finansowania grupy kapitałowej	2,2	0
6	Wskaźnik pieniężnej samowystarczalności działalności finansowej grupy kapitałowej	29,3	0
7	Wskaźniki ogólnej wystarczalności środków grupy kapitałowej	1085,8	63,8
8	Wskaźnik spłaty ogółu zobowiązań ogółem grupy kapitałowej	7,5	104,7
9	Wskaźnik wynagradzania właścicieli grupy kapitałowej	0	0
10	Wskaźnik sfinansowania inwestycji grupy kapitałowej	1,7	52,0
11	Wskaźnik wydajności środków ze sprzedaży grupy kapitałowej	17,2	2,2
12	Wskaźnik wydajności gotówkowej zysku operacyjnego grupy kapitałowej	10,4	2272,5
13	Wskaźnik wydajności gotówkowej majątku grupy kapitałowej	9,9	1,0

Źródło: opracowanie własne.

Pierwszy ze wskaźników zestawionych w tabeli 7 odzwierciedla spadek zdolności wypracowania gotówki operacyjnej przez jednostkę dominującą. W roku 2009 podmiot dominujący miał możliwość wypracowania gotówki operacyjnej w 94,5%, a w roku 2010 już tylko w 30,9%. Wskaźniki udziału zysku netto w przepływach pieniężnych z działalności operacyjnej jednostki dominującej oraz udziału skonsolidowanego zysku netto w skonsolidowanych przepływach pieniężnych z działalności operacyjnej wskazują na niepokojącą tendencję spadku jakości zysku. W latach 2009–2010 badana grupa kapitałowa w małym stopniu prowadzi działalność inwestycyjną i nie korzysta z kredytów i pożyczek. Prowadzona działalność inwestycyjna dotyczy tylko aktywów finansowych. Grupa kapitałowa ma wystarczalność gotówkową bardzo wysoką w 2009 roku, a za to w roku 2010 jej nie ma. W roku 2009 wysoka wystarczalność jest spowodowana niewielkimi inwestycjami w operacyjne aktywa trwałe i wysokim poziomem przepływów operacyjnych. W roku 2010 sytuacja ulega znacznemu pogorszeniu, gotówka operacyjna spada o około 90% w całej grupie kapitałowej, a w podmiocie dominującym o 97%, wpływa to na ogólną wystarczalność gotówkową, która wyniosła 63,8%. W badanym okresie spada wskaźnik spłaty ogółu zobowiązań

ogółem grupy kapitałowej, grupa nie wynagradza właścicieli i maleją możliwości finansowania inwestycji w operacyjne aktywa trwałe. Maleje wydajność gotówkowa sprzedaży i majątku. Natomiast rośnie wydajność zysku operacyjnego. Taka sytuacja jest wynikiem odwrócenia się tendencji dotyczącej wyników: memoriałowe rosną (rośnie zysk netto i zysk operacyjny), a kasowe spadają (spadek przepływów operacyjnych).

Wnioski końcowe

Konkludując rozważania zawarte w artykule, należy wskazać na potrzeby poszukiwania metod oceny sytuacji finansowej grup kapitałowych, które umożliwiłyby rzetelną ocenę działalności tych podmiotów. Artykuł fragmentarycznie porusza problem oceny kondycji grup kapitałowych, gdyż tylko w zakresie zewnętrznych przepływów pieniężnych. Problem oceny grup kapitałowych staje się coraz bardziej powszechny i wymaga doskonalenia narzędzi badawczych wykorzystywanych w ocenie kondycji finansowej tego rodzaju podmiotów. Poszukiwania doskonałego aparatu metodycznego do oceny sytuacji finansowej są obarczone trudnościami związanymi ze specyfiką działalności grup kapitałowych – powiązań kapitałowych, organizacyjnych i finansowych oraz specyfiką źródeł informacji – skonsolidowane sprawozdania finansowe według Międzynarodowych Standardów Rachunkowości. Ta ostatnia trudność wiąże się z brakiem możliwości ujednoczenia formuł wskaźników ze względu na dowolność ujmowania informacji zawartych w sprawozdaniach formułowanych według Międzynarodowych Standardów Rachunkowości. Sporządzanie sprawozdań finansowych według MSR obowiązuje podmioty funkcjonujące na rynku obrotu papierami wartościowymi (giełda), a więc dotyczy głównie grup kapitałowych, ponieważ ten rodzaj przedsiębiorstw dominuje na tym rynku.

Literatura

- Haręza A., *Analiza przepływów pieniężnych*, „Rachunkowość z Komentarzem” 2001, nr 4.
Koleśnik K., *Analiza rachunku przepływów pieniężnych*, „Buchalter” 2005, nr 15.
Susek-Borek G., *Ocena płynności finansowej przedsiębiorstwa*, „Rachunkowość” 2001, nr 7.

- Śniezek E., *Jak korzystać z rachunku przepływów pieniężnych?*, „Rachunkowość” 2008, nr 1.
- Śniezek E., *Przepływy pieniężne jako szczególny obszar integracji rachunkowości finansowej i rachunkowości zarządczej*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” nr 30, SKwP 2005.
- Śniezek E., *Rachunek przepływów pieniężnych w teorii i praktyce rachunkowości*, RRwP, Warszawa 1994.
- Urbańczyk E., *Metody analizy sytuacji finansowej przedsiębiorstwa*, Zapol, Szczecin 1997.
- Waśniewski T., Skoczylas W., *Jak korzystać ze sprawozdania z przepływów środków pieniężnych*, „Rachunkowość” 1999, nr 12.
- Waśniewski T., Skoczylas W., *Teoria i praktyka analiza finansowa w przedsiębiorstwie*, FRR w Polsce, Warszawa 2004.
- Wędzki D., *Wykorzystanie rachunku przepływów pieniężnych do analizy finansowej*, „Rachunkowość” 2010, nr 1.

EVALUATION CASH FLOW IN CAPITAL GROUPS

Summary

The purpose of this article is to isolate the specific methods for assessing the cash flow that will be used in the study of liquidity and solvency in capital groups. The aim of the paper is realized in the subsequent stages of research: characterization and review of the research methods used in the literature, the proposal of a new approach to the assessment of cash flows, the use of methods for assessing the cash flow in the group. The author of the article proposes specific indicators of external cash flows to be used to assess liquidity and solvency in capital groups.

Keywords: cash flow, capital groups, indicators

Translated by Edyta Mioduchowska-Jaroszewicz

