

*Lidia Karbownik*<sup>\*</sup>

## **KASOWE I MEMORIAŁOWE MIERNIKI OCENY BEZPIECZEŃSTWA FINANSOWEGO PRZEDSIĘBIORSTWA**

### **1. WSTĘP**

Pomimo powszechności posługiwania się pojęciem bezpieczeństwa finansowego jednostki gospodarczej, zagadnienie to budzi wiele kontrowersji. W polskiej i zagranicznej literaturze przedmiotu brak jest syntetycznej miary bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa. Nie jest również uwydatniona potrzeba, jakże istotna dla wielu grup interesariuszy, jego oceny przy wykorzystaniu mierników opartych na zasadzie kasowej.

Przyjmując, iż bezpieczeństwo finansowe przedsiębiorstwa jest finansową gwarancją istnienia i rozwoju przedsiębiorstwa, która powstaje w wyniku codziennych wieloletnich starań przedsiębiorstwa o zapewnienie dobrej kondycji finansowej, a w ramach głównych obszarów kreowania i zapewniania tego bezpieczeństwa wyróżnić można sprzedaż produktów (usług) towarów i materiałów, płynność, wypłacalność, rentowność, rezerwy finansowe i inwestycje – uwaga badacza powinna skupić się na doborze mierników oceny tego stanu.

Należy jednakże pamiętać, aby dobierając mierniki oceny bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa w pierwszej kolejności stosować syntetyczne miary o bardzo szerokim polu obserwacji, pozwalająco kompleksowo oceniać problem badawczy. Dopiero w dalszym rzędzie mogą zostać wykorzystane specjalistyczne mierniki oceny, obejmujące zazwyczaj wąski obszar działania danej jednostki gospodarczej<sup>1</sup>. Prezentowanie ponadto dużej ilości mierników może prowadzić do „zaciemnienia” całościowego obrazu bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa. Konieczny jest zatem dobór ograniczonej ilości mierników, które uznaje się za wystarczający dla prowadzonej analizy.

Zasadniczym celem opracowania jest identyfikacja kluczowych mierników oceny bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa w ujęciu memoriałowym

---

<sup>\*</sup> Mgr, asystent w Katedrze Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa UŁ.

<sup>1</sup>A. N. Duraj, *Nadzór korporacyjny a bezpieczeństwo finansowe przedsiębiorstw*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010, s. 352.

i kasowym. Główną tezą niniejszego artykułu, jest stwierdzenie, iż potrzeba posiadania zadawalających finansowych perspektyw (warunków) kontynuacji i rozwoju działalności gospodarczej implikuje konieczność równoległego pomiaru oraz oceny mierników memoriałowych i kasowych, co stanowi w konsekwencji podstawę do skutecznego i efektywnego zarządzania podmiotem gospodarczym, jego kontynuacji działania i rozwoju.

## 2. POMIAR I OCENA BEZPIECZEŃSTWA FINANSOWEGO PRZEDSIĘBIORSTWA

Ocena bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa wymaga ustalenia kryteriów i mierników, a następnie przeprowadzenia pomiaru. Pomiar winien być jednakże rozpatrywany z punktu widzenia zarządzania a nie księgowości. Dlatego też, nie można mówić o uniwersalnym systemie oceny, gdyż taki system nie istnieje. Jego zakres i funkcje mają bowiem charakter względny, zależny od celu, jakiemu ma on służyć<sup>2</sup>.

W polskiej i zagranicznej literaturze przedmiotu prezentowane są różnorodne mierniki pomiaru bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa. Stosownie do prezentowanych poglądów, zdecydowana większość z nich dotyczy pomiaru płynności finansowej oraz cyklu konwersji gotówki (zob. tab. 1). Jedynie L. A. Zaporozhtseva obok wskaźnika bieżącej płynności finansowej nie wskazała wskaźnika przyspieszonej i natychmiastowej płynności, jak i cyklu zapasów w dniach, cyklu należności w dniach, cyklu zobowiązań w dniach i cyklu kapitału obrotowego. Uwydatniła jednakże potrzebę badania wskaźników rotacji należności i zobowiązań krótkoterminowych.

M. Zuba dodatkowo zawarła w tej grupie wskaźników również cykl konwersji gotówki, a ponadto zwróciła uwagę na pomiar wskaźników wypłacalności, w tym m. in. wskaźnika pokrycia obsługi długu, wskaźnika pokrycia zobowiązań odsetkowych (tj. podobnie jak L. J. Pawłowicz), czy też wskaźników zadłużenia. L. J. Pawłowicz, jak i L. A. Zaporozhtseva wskazali na pomiar wskaźnika zadłużenia długoterminowego<sup>3</sup>.

Wśród mierników oceny bezpieczeństwa finansowego prezentowanych przez J. Franc-Dąbrowską i A. N. Duraj zostały wyróżnione również wskaźniki struktury aktywów, choć tylko A. N. Duraj dodatkowo uwydatniła możliwość badania bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa przy wykorzystaniu przepływów pieniężnych netto z działalności operacyjnej, jak i zawartych w bilansie rezerw finansowych.

<sup>2</sup> *Ibidem*, s. 343.

<sup>3</sup> Nazwy poszczególnych mierników przyjęto za: M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004, s. 144–222; M. Jerzemowska, *Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 2006, s. 148–149; M. Gmytrasiewicz, A. Karmańska, I. Olchowicz, *Rachunkowość finansowa*, Wykład 1, Difin, Warszawa 1996, s. 416–417.

Zdaniem L. A. Zaporozhtsevej ocena bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa powinna być wykonana również przy użyciu takich miar jak WACC, EVA, czy też wskaźnika uwzględniającego inwestycje danego podmiotu gospodarczego. Autorka ta wskazała ponadto na pomiar wskaźników dynamiki: aktywów ogółem, przychodów ze sprzedaży, czy też wyniku finansowego netto. Równie ważnym miernikiem okazał się dla niej wskaźnik rentowności aktywów oraz, podobnie jak dla A. N. Duraj, wskaźnik rentowności kapitału własnego.

Przeważająca większość zaprezentowanych w tab. 1 mierników oceny bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa to mierniki oparte na zasadzie memoriałowej. Jednakże w okresie, w którym światowe gospodarki pogrążone są w kryzysie finansowym, coraz częściej liczą się nie tylko tradycyjne wskaźniki oparte na danych memoriałowych, ale również wskaźniki wykorzystujące informację z rachunku przepływów pieniężnych<sup>4</sup>. Gotówka jest bowiem kategorią bardziej obiektywną, uniwersalną i łatwiejszą do zweryfikowania niż zysk.

J. A. Largay oraz C. P. Stickney na przykładzie W. T. Grant Company – pokazali, iż tradycyjna analiza wskaźnikowa sprawozdania finansowego przedsiębiorstwa nie wykazywała i tym samym nie przewidywała zaistnienia wielu problemów aż do 1970 r. Z kolei wnikliwa analiza przepływów pieniężnych ujawniła nieuchronnie zbliżające się trudności finansowe już dziesięć lat przed upadkiem. Zdaniem autorów bankructwo tego przedsiębiorstwa nie powinno być zatem zaskoczeniem<sup>5</sup>.

Podobne wnioski wyciągnęli M. A. Rujoub, D. M. Cook, L. E. Hay, którzy stwierdzili, iż w oparciu o przepływy pieniężne można lepiej przewidywać bankructwo przedsiębiorstwa niż korzystając jedynie z danych rachunkowości memoriałowej. Ponadto, wykorzystanie informacji o przepływach pieniężnych w połączeniu z danymi rachunkowości memoriałowej poprawiło całkowitą zdolność przewidywania upadłości podmiotów gospodarczych w porównaniu z korzystaniem tylko i wyłącznie z danych memoriałowych. Otrzymane wyniki potwierdzają, iż informacje o przepływach środków pieniężnych (w formie wskaźników finansowych) są użyteczne same w sobie oraz jako uzupełnienie danych rachunkowości memoriałowej w prognozowaniu upadłości przedsiębiorstw<sup>6</sup>.

<sup>4</sup> Por. M. Forta, *Rentowność i płynność w ujęciu kasowym i memoriałowym w spółkach z branży spożywczej*, [w:] T. Dudycz, G. Osbert-Pociecha (red.), *Efektywność – rozważania nad istotą i pomiarem*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2010, s. 130.

<sup>5</sup> J. A. Largay, C. P. Stickney, *Cash Flows, Ratio Analysis and the W. T. Grant Company Bankruptcy*, „Financial Analysts Journal”, July–August 1980, s. 51–54.

<sup>6</sup> Jednakże autorzy zalecają ostrożną interpretację wyników z powodu (podobnie zresztą jak i w wielu innych badaniach) ograniczonej liczby firm, które zostały wybrane do nielosowej próby; [w:] M. A. Rujoub, D. M. Cook, L. E. Hay, *Using Cash Flow Ratio to Predict Business Failure*, „Journal of Managerial Issues” 1995, March 22, Vol. 7.

Tabela 1

Mierniki oceny bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa (przeгляд literatury)

Kryteria i mierniki oceny bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa	Autor (Rok publikacji)	L. J. Pawłowicz (red.) (2005)	J. Franc-Dąbrowska (2006)	A. N. Duraj (2010)	M. Zuba (2011)	L. A. Zaporozhseva Л. А. ЗАПОРЖИЄВА (2011)
$CA/CL$						
$(CA - In - SDE)/CL$						
$(CA - In)/CL$						
$C/CL$						
$In*365/S$						
$SAR*365/S$						
$CL*365/S$						
$WC*365/S$						
$CC$						
$S/SAR$						
$CS/CL$						
$TL/TA$						
$D/E$						
$D/TA$						
$E/TA$						
$(SRrb + OtSR + CL + SAL)/TA$						
$CL/TA$						
$CA/TA$						
$C/CA$						
$EBIT/I$						
$EAT/(IC + I)$						
$E + CL + SRrb + OtSR + SAL$						
$[TA - (CL + SRrb + OtSR + SAL)]/FA$						
$(CL + SRrb + OtSR + SAL)/CA$						
$(LRrb + Rtax + OtLR + LAL + D + E)/OCF$						
$OCF/CL$						
$OCF/TL$						
$OCF \text{ per share}$						
$EAT/E$						
$EAT/TA$						
$EAT_t / EAT_{t-1}$						
$S_t/S_{t-1}$						
$TA_t/TA_{t-1}$						
$Inv/A$						
$C_t/(W * 30/360)$						
$WACC$						
$EVA$						

\* Pogrubioną czcionką oznaczone są stany średnie danej zmiennej.

gdzie:

<i>TA</i>	– aktywa (majątek) ogółem (= pasywa ogółem lub suma bilansowa)
<i>TA<sub>t</sub></i>	– aktywa na koniec okresu
<i>TA<sub>t-1</sub></i>	– aktywa na początek okresu
<i>FA</i>	– aktywa trwałe
<i>CA</i>	– aktywa (majątek) obrotowe (bieżące)
<i>In</i>	– zapasy
<i>Inv</i>	– inwestycje (nakłady) brutto
<i>SAR</i>	– należności krótkoterminowe
<i>C</i>	– środki pieniężne
<i>C<sub>r</sub></i>	– rzeczywista dostępność środków na rachunkach
<i>SDE</i>	– rozliczenia międzyokresowe krótkoterminowe czynne
<i>E</i>	– kapitał własny
<i>D</i>	– zadłużenie (zobowiązanie) długoterminowe
<i>TL</i>	– zobowiązania ogółem
<i>Rtax</i>	– rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego
<i>LRrb</i>	– długoterminowe rezerwy na świadczenia emerytalne i podobne
<i>OtLR</i>	– pozostałe rezerwy długoterminowe
<i>SRrb</i>	– krótkoterminowe rezerwy na świadczenia emerytalne i podobne
<i>OtSR</i>	– pozostałe rezerwy krótkoterminowe
<i>CL</i>	– zobowiązania krótkoterminowe (bieżące)
<i>LAL</i>	– rozliczenia międzyokresowe długoterminowe bierne
<i>SAL</i>	– rozliczenia międzyokresowe krótkoterminowe bierne
<i>S</i>	– przychody netto ze sprzedaży (produktów, towarów i materiałów)
<i>S<sub>t</sub></i>	– przychody na koniec okresu
<i>S<sub>t-1</sub></i>	– przychody na początek okresu
<i>CS</i>	– koszt własny sprzedaży
<i>A</i>	– amortyzacja
<i>W</i>	– łączne wynagrodzenia z potrąceniami
<i>I</i>	– odsetki
<i>EBIT</i>	– zysk operacyjny (przed odsetkami o opodatkowaniem)
<i>EAT</i>	– zysk netto
<i>EAT<sub>t</sub></i>	– zysk netto na koniec okresu
<i>EAT<sub>t-1</sub></i>	– zysk netto na początek okresu
<i>OCF</i>	– przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej
<i>CC</i>	– cykl środków pieniężnych
<i>WC</i>	– kapitał pracujący (kapitał obrotowy netto)
<i>IC</i>	– raty (kapitałowe) kredytu
<i>WACC</i>	– średnioważony koszt kapitału
<i>EVA</i>	– ekonomiczna wartość dodana.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: A. N. Duraj, *Nadzór korporacyjny a bezpieczeństwo finansowe przedsiębiorstw*, [w:] P. Urbaneck (red.), *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010, s. 346–349; J. Franc-Dąbrowska, *Bezpieczeństwo finansowe a efektywność zaangażowanych kapitałów własnych*, Roczniki Nauk Rolniczych, Warszawa 2006, seria G, t. 93, z. 1, s. 122; L. Pawłowicz (red), *Ekonomika przedsiębiorstw: zagadnienia wybrane*, ODDK Gdańsk, Gdańsk 2005, s. 42–45; M. Zuba, *Wpływ poziomu wartości majątku na bezpieczeństwo finansowe wybranych spółdzielni mleczarskich w Polsce*, Roczniki Naukowe Stowarzyszenia Ekonomistów Rolnictwa i Agrobiznesu, t. XIII, z. 1, Warszawa–Poznań–Wrocław 2011, s. 485.

D. S. Sharma i E. R. Iselin z kolei wskazały, iż informacje o przepływach pieniężnych są potencjalnie bardziej obiektywne oraz istotniejsze niż informacje o zyskach i innych danych memoriałowych w ocenie płynności, jak i wypłacalności przedsiębiorstwa. Doświadczenia behawioralne pokazały, że menedżerowie ds. kredytów komercyjnych wykorzystujący jedynie informacje o przepływach pieniężnych dokładniej ocenili wypłacalność podmiotów gospodarczych niż ci, którzy dokonywali oceny na podstawie danych memoriałowych. Również model oparty na przepływach środków pieniężnych wykazywał się lepszą dokładnością prognozowania niż model oparty na informacjach memoriałowych. Autorzy wskazali zatem na znacznie lepszą skuteczność przewidywania wypłacalności badanych 50 jednostek gospodarczych (25 zbankrutowanych podmiotów i 25 kontynuujących działalność gospodarczą) w przypadku dysponowania oraz wspomagania się danymi o charakterze pieniężnym, jak i znaczną dodatkową zawartość informacyjną przepływów w relacji do informacji memoriałowych w ocenie płynności oraz wypłacalności przedsiębiorstwa<sup>7</sup>.

Można powiedzieć, że analiza przepływów pieniężnych pozwala lepiej zaspokoić potrzeby informacyjne użytkowników tychże sprawozdań (zob. tab. 2) i jednocześnie łagodzi niektóre słabości rachunkowości memoriałowej. Uzyskują oni bowiem bardziej szczegółową i wiarygodną informację finansową, gdyż wielkość zysku uzależniona jest m. in. od sposobu zarachowania niektórych operacji gospodarczych, w tym chociażby naliczenia kwoty amortyzacji. Jego kwota może bowiem być bardziej lub mniej intensyfikowana w zależności od przyjętej taktyki wykazywania wyniku finansowego przez daną jednostkę gospodarczą. Fakt ten nie zmniejsza jednakże przydatności rachunku zysków i strat (i płynącej z niego treści ekonomicznej) w zarządzaniu przedsiębiorstwem.

Informacje o przepływach pieniężnych generowane przez podmiot gospodarczy są szczególnie istotne dla akcjonariuszy (udziałowców), menedżerów i wierzycieli. Akcjonariusze potrzebują informacji na temat przepływów środków pieniężnych w momencie oceny możliwości rozwoju przedsiębiorstwa i jego wypłacalności, oceny zdolności jednostki gospodarczej do pokrywania zobowiązań z tytułu dostaw i usług, jak i regulowania innych zobowiązań finansowych. Wierzyciele są z kolei zainteresowani, czy przedsiębiorstwo jest w stanie spłacić pożyczki i odsetki<sup>8</sup>.

Inwestorzy generalnie postrzegają wielkości finansowe pochodzące z systemu rachunkowości jako „papierowe” w przeciwieństwie do „namacalnej”,

<sup>7</sup> Podkreślili jednakże, że interpretacja wyników musi być dokonana z należytą ostrożnością z uwagi na fakt, iż opracowanie to nie jest wolne od ograniczeń (ograniczeniu uległy chociażby dane finansowe wykorzystane w tym badaniu) [w:] D. S. Sharma, E. R. Iselin, *The Relative Relevance of Cash Flow and Accrual Information for Solvency Assessments: A Multi-Method Approach*, „Journal of Business Finance & Accounting” 2003, Vol. 30, s. 1115–1140.

<sup>8</sup> J. Mackevičius, K. Senkus, *The System of Formation and Evaluation of the Information Of Cash Flows*, „Journal of Business, Economics and Management” 2006, Vol. 7, No. 4, s. 171.

realnej gotówki. Sytuacja finansowa wyrażona przez „papierowe” wielkości finansowe musi być zatem różna od prawdziwego obrazu tej sytuacji, którego dostarczają przepływy pieniężne<sup>9</sup>. Również analitycy bankowi postrzegają przepływy pieniężne i wykorzystujące je wskaźniki finansowe jako mniej podatne na manipulacje księgowe, a zatem bardziej wiarygodne w ocenie sytuacji finansowej kredytobiorcy<sup>10</sup>.

Tabela 2

Użyteczność analizy mierników memoriałowych i kasowych dla różnych grup interesariuszy

Autor/Autorzy (Rok publikacji)	Wnioski
1	2
Ch. A. Carslaw, J. R. Mills (1991)	Wskaźniki oparte na sprawozdaniu z przepływów pieniężnych powinny uzupełniać tradycyjne wskaźniki oparte na zasadzie przyporządkowania kosztów do okresu, którego dotyczą. Wskaźniki te powinny dostarczać dodatkowej informacji na temat finansowej siły i rentowności (zyskowności) prowadzonej działalności, a używane – w połączeniu z wskaźnikami opartymi na bilansie oraz rachunku zysków i strat – powinny prowadzić do lepszego zrozumienia finansowych sił i słabości danej jednostki gospodarczej.
W. Skoczylas (1996)	W odróżnieniu od zysku przyrost gotówki z działalności gospodarczej ma charakter wielkości obiektywnej. Może on bowiem powstać tylko jako różnica między rzeczywistymi wpływami i wydatkami gotówkowymi. W związku z tym – menedżerowie, pożyczkodawcy i inwestorzy nie opierają się już wyłącznie na zysku i rentowności, ale wiele uwagi poświęcają przepływowi gotówki. Wynika to z faktu, iż szczegółowe informacje o tych przepływach ujawniają rzeczywiste możliwości płatnicze przedsiębiorstwa.
J. Duraj (2004)	Praktyka wykazała, że na potrzeby zarządzania przedsiębiorstwem niezbędne jest konstruowanie sprawozdania z przepływów pieniężnych, aby w pełniejszy sposób oceniać sytuację finansową przedsiębiorstwa. Godnym uwagi jest fakt, iż zysk jest kategorią księgową i wielkością uzależnioną od reguł oraz klasyfikacji księgowych, jak i możliwości manewrowania jego wielkością. Bilans z kolei nie odzwierciedla wielu niezbędnych informacji do planowania, analizowania i kontrolowania pozycji finansowej przedsiębiorstwa. Przedstawione niedomagania bilansu oraz rachunku zysków i strat wskazują na potrzebę sporządzania sprawozdania z przepływów pieniężnych.

<sup>9</sup> D. Wędzki, *Przepływy pieniężne w prognozowaniu upadłości przedsiębiorstwa. Przegląd literatury*, „Badania Operacyjne i Decyzje” 2008, nr 2, s. 88; B. Steward, *The Quest for Value*, Harper Business, New York, 1999, s. 24; T. Copland, T. Koller, J. Murrin, *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm*, WIG-Press, Warszawa 1997, s. 27.

<sup>10</sup> D. Wędzki, *op. cit.*, s. 89; D. Sharma, E. Iselin, *The Decision Usefulness of Reported Cash Flow and Accrual Information in a Behavioral Field Experiment*, „Accounting and Business Research” 2003, Vol. 33, No. 2, s. 123–135.

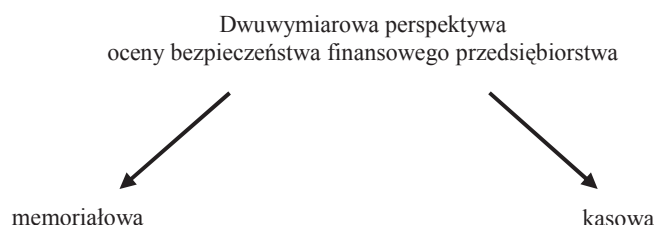
Tabela 2 (cd.)

1	2
E. I. Dudek-Szczepankiewicz (2004)	Zysk, będąc nadwyżką przychodów nad kosztami za poszczególne okresy, nie wyraża w pełni rzeczywistej sytuacji finansowej przedsiębiorstwa. Ma on bowiem charakter „zysku papierowego”, a zatem nie należy go utożsamiać z wygenerowaniem faktycznej nadwyżki pieniężnej. Wynika to z faktu, iż moment wystąpienia przychodów i kosztów nie jest identyczny z faktycznym momentem realizacji wpływów i wydatków środków pieniężnych w przedsiębiorstwie. Stąd też klasyczna analiza finansowa, oparta jest na wartościach pochodzących ze sprawozdań sporządzonych według zasady memoriału, staje się niewystarczająca na potrzeby zarządzania. Dlatego, dla obiektywnej oceny sytuacji finansowej przedsiębiorstwa, warto tradycyjne wskaźniki – uzupełnić opartymi na przepływach pieniężnych, gdyż rachunek przepływów pieniężnych jest uważany za jedno z najlepszych narzędzi badania kondycji finansowej oraz jej zmian w czasie.
J. Watson, P. Wells (2005)	Dane dotyczące zysków i przepływów środków pieniężnych odzwierciedlają różne zjawiska w odniesieniu do wyników prowadzonej działalności i nie stanowią doskonałych substytutów w zakresie sygnałów dostarczanych uczestnikom rynku.
G. Forsythe (2006)	Nie ma żadnego powodu, aby wybierać pomiędzy przepływami pieniężnymi a zyskami. Obie miary są ważne i z pewnością każdy inwestor, który kieruje swoją uwagę na zyski, odniesie korzyść poprzez dodanie analizy przepływów pieniężnych do swoich metod oceny inwestycji.
H. Buk (2006)	Informacje o zmianie sytuacji finansowej pozwalają zinterpretować i ocenić działalność operacyjną, finansową i inwestycyjną, jak również oszacować zdolność podmiotu do generowania w przyszłości środków pieniężnych. Nośnikiem tego typu danych jest sprawozdanie z przepływu środków pieniężnych.
S. Scott (2007)	EBITDA nie powinno być ignorowane, jednakże staranna analiza przepływu środków pieniężnych może złagodzić niektóre słabości rachunkowości memoriałowej. Godnym uwagi jest fakt, iż rachunek przepływów pieniężnych przyczynia się do przełożenia (przekształcenia) wyników memoriałowych w wyniki kasowe.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Ch. A. Carlsaw, J. R. Mills, *Developing Ratios for effective Cash Flow Statement Analysis*, „Journal of Accountancy”, November 1991, s. 63–64; W. Skoczylas, *Kierunki analizy przepływów pieniężnych w przedsiębiorstwie*, [w:] W. Janasz (red.), *Przedsiębiorstwo w procesie transformacji*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” 1996, nr 172, Prace Instytutu Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw, nr 34, s. 147–148; J. Duraj, *Podstawy ekonomiki przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2004, s. 189; E. I. Dudek-Szczepankiewicz, *Analiza sytuacji finansowej przedsiębiorstwa na bazie sprawozdania z przepływów pieniężnych*, „Monitor Rachunkowości i Finansów” 2004, nr 2, s. 32 i 34; J. Watson, P. Wells, *The Association Between Various Earnings and Cash Flow Measures of Firm Performance and Stock Returns: Some Australian Evidence*, 2005, available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=815365> (s. 12); G. Forsythe (CFA, Senior Vice President, Schwab Equity Ratings), *Cash Flow vs. Earnings: Which Is More Meaningful?*, September 18, 2006, [http://www.schwab.com/public/schwab/research\\_strategies/market\\_insight/investing\\_strategies/stocks/cash\\_flow\\_vs\\_earnings\\_which\\_is\\_more\\_meaningful.html](http://www.schwab.com/public/schwab/research_strategies/market_insight/investing_strategies/stocks/cash_flow_vs_earnings_which_is_more_meaningful.html) (FREE CASH FLOW); H. Buk, *Nowoczesne zarządzanie finansami. Planowanie i kontrola*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2006, s. 171; S. Scott, *The Importance of Cash Flow Analysis for Small Businesses*, „Commercial Lending Review”, March–April 2007, s. 44.



Uwzględniając wysoką użyteczność sprawozdania z przepływów pieniężnych dla różnych grup interesu zainteresowanych przetrwaniem i rozwojem przedsiębiorstwa, należy stwierdzić, iż bezpieczeństwo finansowe jednostki gospodarczej powinno być również rozpatrywane na jego podstawie<sup>11</sup>. Ocena ta nie powinna być zatem dokonywana w izolacji, ale we wzajemnym powiązaniu z innymi częściami sprawozdania finansowego. Zdaniem J. Watson i P. Wells (zob. tab. 2), informacje zamieszczone w sprawozdaniu z przepływów pieniężnych nie stanowią substytutów danych memoriałowych, bowiem odzwierciedlają różne zjawiska w odniesieniu do wyników prowadzonej działalności<sup>12</sup>. Tym samym pełny wymiar tej oceny osiągniemy, gdy dane z przepływów pieniężnych będą analizowane wraz z innymi informacjami zawartymi w bilansie przedsiębiorstwa oraz jego rachunku zysków i strat (zob. rys. 1).



Rys. 1. Dwuwymiarowa perspektywa oceny bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa

Źródło: opracowanie własne.

Na podstawie przyjętej definicji bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa należy stwierdzić, iż w wymiarze memoriałowym jest ono pochodną realizacji złotej zasady finansowej przedsiębiorstwa.

W skali mikro bezpieczeństwo finansowe danej jednostki gospodarczej jest kształtowane pod wpływem sukcesów i niepowodzeń na rynku sprzedaży produktów (usług), towarów i materiałów (zob. tab. 3). W ujęciu memoriałowym będzie to miało swoje odzwierciedlenie w wartości przychodów ze sprzedaży produktów (usług), towarów i materiałów, któremu należy zestawić uzyskane z niej wpływy środków pieniężnych (ujęcie kasowe)<sup>13</sup>.

<sup>11</sup> A. N. Duraj, *Nadzór korporacyjny...*, op. cit., s. 349; A Rutkowski, *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa 2000, s. 110–111.

<sup>12</sup> J. Watson, P. Wells, *The Association Between Various Earnings and Cash Flow Measures of Firm Performance and Stock Returns: Some Australian Evidence*, 2005, available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=815365> (s. 12).

<sup>13</sup> Zarówno przychody, jak i wpływy ze sprzedaży produktów (usług), towarów i materiałów można uznać za stymulanty, gdyż wzrost ich wartości wiąże się z lepszą oceną bezpieczeństwa

Tabela 3

Memoriałowe i kasowe mierniki oceny bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa

Kluczowe sfery bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa	Główne obszary kreowania i zapewniania bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa	Główne mierniki oceny bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa w ujęciu:	
		memoriałowym	kasowym
Kontynuacja działalności	sprzedaż produktów (usług), towarów i materiałów	$S_t$	$OCR_t$
	płynność finansowa	$CA_t/CL_t$	$OCF_t/CL_t$
		$(CA_t - In_t - SDE_t)/CL_t$	
		$C_t/CL_t$	
Kontynuacja i rozwój działalności	wypłacalność	$D_t/E_t$	$D_t/OCF_t$
		$TL_t/TA_t$	$TL_t/OCF_t$
		$EBIT_t/I_t$	$OCF_t/I_t$
		$EAT_t/(IC_t + I_t)$	$OCF_t/(IC_t + I_t)$
	rentowność	$EAT_t/S_t$	$OCF_t/S_t$
		$EAT_t/TA_t$	$OCF_t/TA_t$
		$EAT_t/E_t$	$OCF_t/E_t$
	rezerwy finansowe	$\frac{R_c}{TA_t}$	—
		$\frac{R_t}{TA_t}$	$\frac{R_t}{TA_t}$
		$\frac{AL_t}{TA_t}$	$\frac{AL_t}{TA_t}$
Rozwój działalności	inwestycje	$\Delta TFA + \Delta iTFA$	$(ICR_{TFA} - ICP_{TFA}) + (ICR_{iTFA} - ICP_{iTFA})$
		$\Delta Ire + \Delta liTFA$	$(ICR_{Ire} - ICP_{Ire}) + (ICR_{liTFA} - ICP_{liTFA})$
		$\Delta Se$	$ICR_{Se} - ICP_{Se}$

finansowego przedsiębiorstwa. Wskaźnik dynamiki pozwala właśnie na określenie stopnia wzrostu (spadku) badanej zmiennej.

gdzie:

- $OCR$  – wpływy gotówkowe z działalności operacyjnej
  - $R_l$  – rezerwy na zobowiązania
  - $R_c$  – rezerwy kapitałowe
  - $TFA$  – rzeczowe aktywa (majątek) trwałe
  - $ICR_{TFA}$  – wpływy pieniężne ze zbycia rzeczowego majątku trwałego
  - $ICP_{TFA}$  – wypływy pieniężne w związku z nabyciem rzeczowego majątku trwałego
  - $iTFA$  – wartości niematerialne i prawne
  - $ICR_{iTFA}$  – wpływy pieniężne ze zbycia wartości niematerialnych i prawnych
  - $ICP_{iTFA}$  – wypływy pieniężne w związku z nabyciem wartości niematerialnych i prawnych
  - $Ire$  – inwestycje w nieruchomości
  - $ICR_{Ire}$  – wpływy pieniężne z inwestycji w nieruchomości
  - $ICP_{Ire}$  – wypływy pieniężne z inwestycji w nieruchomości
  - $IiTFA$  – inwestycje w wartości niematerialne i prawne
  - $ICR_{IiTFA}$  – wpływy pieniężne z inwestycji w wartości niematerialne i prawne
  - $ICP_{IiTFA}$  – wypływy pieniężne z inwestycji w wartości niematerialne i prawne
  - $Se$  – (securities) papiery wartościowe
  - $ICR_{Se}$  – wpływy pieniężne z inwestycji w papiery wartościowe
  - $ICP_{Se}$  – wypływy pieniężne z inwestycji w papiery wartościowe
- pozostałe oznaczenia jak wyżej.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: A. Duraj, *Gwarancyjna funkcja rezerw finansowych przedsiębiorstwa*, [w:] J. Duraj (red.), *Prace z zakresu ekonomiki i zarządzania przedsiębiorstwem*, „Acta Universitatis Lodzianis” 2006, Folia Oeconomica 200, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź, s. 43.; A. N. Duraj, *Rezerwy a strategię finansowe publicznych spółek akcyjnych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008, s. 85–88; M. Gmytrasiewicz, A. Karmańska, I. Olchowicz, *Rachunkowość finansowa*, Wykład 1, Difin, Warszawa 1996, s. 416–417; W. Gos, *Rachunek przepływów pieniężnych a sterowanie płynnością i wypłacalnością*, „Rachunkowość” 2007, nr 5; M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004, s. 93, 96, 145–149, 168–173, 195–209; K. Stępień, *Rentowność a wypłacalność przedsiębiorstw*, Difin, Warszawa 2008, s. 91–158.

Również ocena płynności finansowej przedsiębiorstwa może być przedstawiona zarówno w ujęciu statycznym i dynamicznym. Statyczna ocena płynności finansowej jest oparta na wielkościach charakteryzujących zasoby. Dane potrzebne do tej oceny pochodzą z bilansu przedsiębiorstwa i ukazują stan zasobów na określony moment (tj. dzień bilansowy). Z kolei dynamiczna ocena płynności finansowej uwzględnia wielkości w postaci strumieni przepływów pieniężnych. Przy tego rodzaju ocenie wykorzystuje się dane pochodzące ze sprawozdania z przepływów pieniężnych, które ukazują rzeczywiste wpływy i wydatki środków pieniężnych<sup>14</sup>.

Wskaźniki bieżącej płynności finansowej, płynności przyspieszonej i natychmiastowej należy zestawić zatem chociażby z wskaźnikiem płynności gotówkowej. Wynika to chociażby z faktu, iż ocena zdolności do regulowania zobowiązań w ujęciu memoriałowym może znacznie różnić się od tejszej oceny w ujęciu kasowym. Ma to związek głównie z poziomem zapasów i należności.

<sup>14</sup> E. Nowak, *Analiza sprawozdań finansowych*, PWE, Warszawa 2008, s. 204.

Jeżeli poziom zapasów i należności zmniejszył się, wówczas uwolnione środki pieniężne powiększają wartość przepływów pieniężnych netto z działalności operacyjnej<sup>15</sup>. Aktywa obrotowe występujące w rachunku wskaźników płynności nie odzwierciedlają zatem faktycznych możliwości płatniczych przedsiębiorstwa, gdyż o tym stanowią realne wpływy uzyskane ze sprzedaży wyrobów i usług<sup>16</sup>. Podobnie jest z ujęciem zobowiązań krótkoterminowych, które w rachunku wskaźników płynności nie wyrażają sobą wszystkich wydatków, jakie poniósł dany podmiot gospodarczy. Te niedomagania informacyjne określonej na dany moment płynności finansowej doprowadziły zatem do preferowania wskaźników dynamicznych oceny działalności przedsiębiorstwa. Posiadają one większą wartość poznawczą<sup>17</sup>.

Oceniając wypłacalność przedsiębiorstwa w ujęciu memoriałowym można posłużyć się najczęściej stosowanymi miernikami (zob. tab. 1), tj. wskaźnikiem zadłużenia, w tym zadłużenia długoterminowego, wskaźnikiem pokrycia zobowiązań odsetkowych oraz wskaźnikiem pokrycia obsługi długu. Z uwagi jednak na fakt, iż przedsiębiorstwo może być wypłacalne w warunkach testu wypłacalności bilansowej, lecz nie być zdolne do spłacenia długu<sup>18</sup> należy te wskaźniki porównać ze wskaźnikami opartymi na przepływach pieniężnych, tj. wskaźnikiem spłaty zadłużenia długoterminowego, wskaźnikiem spłaty ogółu zadłużenia, wskaźnikiem pokrycia odsetek z gotówki operacyjnej i wskaźnikiem pokrycia długu z gotówki operacyjnej.

Również memoriałowa ocena rentowności nie powinna być przeprowadzana w izolacji, ale we wzajemnym powiązaniu z miernikami w ujęciu kasowym, bowiem informacje zamieszczone w różnych częściach sprawozdania finansowego nie stanowią substytutów. Odzwierciedlają one różne zjawiska, niezwykle przydatne w tejże ocenie. Tym samym pełny jej wymiar osiągniemy, gdy wskaźniki wydajności pieniężnej (pieniężne stopy zwrotu) będą analizowane wraz z wskaźnikami rentowności, stanowiących relację wyniku finansowego netto do innych wielkości ekonomicznych przyjętych za podstawę odniesienia (w tym: kapitału własnego, aktywów ogółem, czy też przychodów ze sprzedaży produktów (usług), towarów i materiałów).

Z kolei tworzenie rezerw wynika z nadrzędnych zasad rachunkowości, którymi są zasada ostrożności, zasada współmierności przychodów i kosztów, zasada kontynuacji działania, zasada memoriału<sup>19</sup>. Powszechnie uważa się rezerwy

<sup>15</sup> Por. M. Forta, *op. cit.*, s. 140.

<sup>16</sup> A. Kusa k, *Płynność finansowa. Analiza i sterowanie*, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 2006, s. 47.

<sup>17</sup> T. Waśniewski, W. Skoczylas, *Teoria i praktyka analizy finansowej w przedsiębiorstwie*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2002, s. 430.

<sup>18</sup> A. N. Duraj, *Nadzór korporacyjny...*, *op. cit.*, s. 342.

<sup>19</sup> A. N. Duraj, *Rezerwy w sprawozdaniach finansowych przedsiębiorstwa*, [w:] J. Duraj (red.), *Prace z zakresu ekonomiki i zarządzania przedsiębiorstwem*, „Acta Universitatis Lodzianensis” 2004, Folia Oeconomica 171, Łódź, s. 27–28.

finansowe, zwłaszcza rezerwy kapitałowe, za objaw przejrzystej polityki finansowej jednostki gospodarczej. Powodują one zmniejszenie zysku i dlatego kontroluje się je oraz ocenia wzajemne relacje tych rezerw do kapitałów (własnych i obcych) danej jednostki gospodarczej, wykorzystując np. współczynnik zabezpieczenia finansowego<sup>20</sup>. W ujęciu memoriałowym poziom rezerw finansowych odnosi się wówczas do sumy bilansowej, co w ujęciu kasowym można zaprezentować poprzez zmianę licznika rozważanej relacji. Z sprawozdaniu z przepływów pieniężnych sporządzonym metodą pośrednią można bowiem zaczerpnąć informację o korektach wyniku finansowego netto, jakim jest zmiana stanu rezerw<sup>21</sup> i zmiana stanu rozliczeń międzyokresowych<sup>22</sup>.

Poza działalnością operacyjną na sytuację płatniczą oddziałują również m. in. czynniki występujące w sferze inwestycyjnej, w tym wydatki inwestycyjne, które stanowią znaczne obciążenie finansowe przedsiębiorstwa. Towarzyszy temu bowiem zwykle dłuższy czas „zamrożenia” środków i oczekiwania na pierwsze korzyści finansowe<sup>23</sup>.

Działalność inwestycyjna polega na zmianie stanu aktywów trwałych jednostki gospodarczej (zarówno tych o charakterze rzeczowym, jak i finansowym) oraz zmianie stanu inwestycji krótkoterminowych. Sprawozdanie przepływów pieniężnych z tego zakresu umożliwia identyfikację rzeczywistych wydatków inwestycyjnych. Obserwacja bilansu pozwala określić jedynie zmiany stanu, a ich wielkość jest zdeformowana odpisami amortyzacyjnymi, decyzjami o likwidacji obiektów lub skutkami przeszacowania<sup>24</sup>.

Ujemne przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej świadczą o wyższych wydatkach na tę działalność w stosunku do osiągniętych wpływów. W zależności od miejsca ulokowania środków wyrażają one rozwój majątkowy przedsiębiorstwa w zakresie prowadzonej działalności, podjęcie inwestycji w nieruchomościach, wartościach niematerialnych i prawnych lub zakup aktywów finansowych. Z kolei dodatnie przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej mogą oznaczać wyprzedaż aktywów, która często jest podejmowana w przypadku trudności finansowych przedsiębiorstwa. Jednakże nadwyżka pieniężna z tej działalności może także pochodzić z dochodów osiąganych z tytułu wcześniejszych inwestycji, nabytych aktywów finansowych czy udzielonych

<sup>20</sup> Por. M. Gmytrasiewicz, A. Karmańska, I. Olchowicz, *op. cit.*, s. 416.

<sup>21</sup> W tej pozycji wykazuje się zmiany stanu rezerw na przyszłe zobowiązania jako różnicę między bilansem zamknięcia a bilansem otwarcia. Do pozycji tej nie wlicza się stanu rezerw na odroczony podatek dochodowy [za:] M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004, s. 114.

<sup>22</sup> Nie wykazuje się w przepływach operacyjnych zmiany stanu ujemnej wartości firmy w roku jej powstania, a także darowizn niepieniężnych otrzymanych w postaci składników aktywów trwałych. Zmiana stanu tych rozliczeń wykazywana jest w kwocie łącznej jako saldo: saldo rozliczeń czynnych i saldo rozliczeń biernych. [za:] M. Sierpińska, T. Jachna, *op. cit.*, s. 115.

<sup>23</sup> A. Kusak, *op. cit.*, s. 25.

<sup>24</sup> A. Rutkowski, *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa 2007, s. 60.

długoterminowych pożyczek<sup>25</sup>. Dlatego też, niezbędna jest szczegółowa analiza wpływów i wydatków z tejże działalności w podziale na miejsca lokowania (pozyskania) środków pieniężnych.

W ujęciu kasowym można zatem analizować przepływy pieniężne netto z różnych rodzajów działalności inwestycyjnej, co w ujęciu memoriałowym powiązane będzie ze zmianą poszczególnych, odpowiadających jej pozycji bilansu (zob. tab. 3).

Lista i opisy przedstawionych mierników oceny bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa nie stanowią zamkniętej całości. Zostały one wybrane głównie na potrzebę przeprowadzenia weryfikacji empirycznej hipotez badawczych odnoszących się do analizy czynnikowej bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa.

### 3. ZAKOŃCZENIE

W niniejszym opracowaniu zaprezentowane zostały rozważania nad metodycznymi podstawami oceny bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstw. Zostały one ujęte w dwóch wymiarach, tj. memoriałowym i kasowym. Obok tradycyjnego sposobu oceny bezpieczeństwa finansowego, opartego na zasadzie memoriałowej, zostały zaproponowane syntetyczne miary o bardzo szerokim polu obserwacji, oparte na zasadzie kasowej. Zachodzące bowiem równolegle, ale oderwane od siebie przychody i wpływy, jak i koszty oraz wypływy gotówki implikują konieczność jednoczesnej oceny procesów zachodzących z przedsiębiorstwie zarówno w ujęciu memoriałowym i kasowym. Oderwanie jednej płaszczyzny analizy od drugiej jest możliwe, jednakże może przedstawiać niepełny obraz bezpieczeństwa finansowego jednostki gospodarczej<sup>26</sup>.

Wskaźniki oparte na przepływach pieniężnych niosą z sobą szeroką wartość poznawczą, a ich empiryczne zestawienie m. in. z tradycyjnymi memoriałowymi miernikami oceny bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa stanowi wobec tego interesujący – z punktu widzenia wniosków dotyczących tejże oceny – obszar badawczy, który nie został jeszcze dostatecznie zbadany w literaturze przedmiotu.

Ocena bezpieczeństwa finansowego powinna być oparta na wielokryterialnej, jak i wieloletniej perspektywie analitycznej. W niniejszym opracowaniu zaprezentowano jedynie ograniczoną ilość mierników, bowiem w przeciwnym razie mogłoby to prowadzić do „zaciemnienia” całościowego obrazu bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa, utrudniając jego ocenę w sposób kom-

<sup>25</sup> A. Kusak, *op. cit.*, s. 38–39.

<sup>26</sup> T. Maślanka, *Przepływy pieniężne w zarządzaniu finansami przedsiębiorstw*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2008, s. 13.

pleksowy, a jednocześnie syntetyczny. Zrozumienie powiązań strukturalnych proponowanych mierników oraz kompatybilności dostarczanych informacji jest jednakże niezbędne dla podniesienia skuteczności i efektywności zarządzania podmiotem gospodarczym, jego kontynuacji działania oraz rozwoju.

*Lidia Karbownik*

**THE CASH-BASED AND ACCRUAL-BASED MEASURES FOR EVALUATING  
THE ENTERPRISE FINANCIAL SECURITY**

Despite of commonly used the term „enterprise financial security” the issue is not clearly defined and raises a lot of controversy. In the Polish and foreign literature there is no synthetic measure of the enterprise financial security.

The fundamental goal of this paper is identification the key, cash-based and accrual-based measures of the enterprise financial security. The main thesis of this article is the assertion that the need for satisfactory financial perspectives (conditions) for the continuation and development of business activities implies the necessity for the parallel measurement and evaluation of cash-based and accrual-based measures, which is consequently the basis for effective and efficient management of business entity, its continued activity and development.

**Key words:** financial security of enterprise, financial position of enterprise, financial statement.