

ROZDZIAŁ 23

NADZÓR KORPORACYJNY A BEZPIECZEŃSTWO FINANSOWE PRZEDSIĘBIORSTW

Agnieszka Natasza Duraj^{1}*

Wstęp

Zasadniczym celem referatu jest przedstawienie istoty pomiaru bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa z zastosowaniem tradycyjnych wskaźników bezpieczeństwa finansowego, wskaźników bazujących na przepływach pieniężnych netto oraz zmodyfikowanych wskaźników bezpieczeństwa finansowego.

Przyjęcie takiego zamierzenia podyktowane zostało przeświadczeniem, iż pomiar wyników działania przedsiębiorstwa winien być rozpatrywany z punktu widzenia zarządzania, a nie księgowości, a zakres i funkcje systemu oceny mają charakter względny, zależny od celu, jakiemu ma on służyć.

1. Istota bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa

Zapewnienie bezpieczeństwa funkcjonowania przedsiębiorstwa należy utożsamiać z asekuracją, zabezpieczeniem, ochroną czy ubezpieczeniem².

Ryzyko w sposób nierozdzielny związane z wszelką działalnością człowieka, a funkcjonowanie w warunkach ryzyka i niepewności stanowi nieodłączną cechę współczesnej gospodarki rynkowej³.

Głównym celem funkcjonowania przedsiębiorstw na konkurencyjnym rynku jest przetrwanie i rozwój. Z tego względu przedsiębiorstwa koncentrują swoje siły w taki sposób, aby podejmować kroki zmierzające do poprawy efektywności ich

¹ * Dr hab., prof. nadzw. UŁ, Uniwersytet Łódzki

² *Słownik wyrazów obcych* (wersja multimedialna), Wydawnictwo Naukowe PWN S.A., Warszawa 2000.

³ A. Zachorowska, *Ryzyko działalności inwestycyjnej przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2006, s. 55.

gospodarowania. Jak podkreśla W. Gabrusewicz, rozwój przedsiębiorstwa wymaga nieustannych zmian organizacyjnych. Zmiany te powinny stanowić wyraz zmian występujących w otoczeniu, jak również zmian, jakie wynikają z nowych celów i zadań, przyjmowanych do realizacji w przedsiębiorstwie⁴. Dlatego też jest to działanie zawsze uzależnione od specyfiki sytuacji, w jakiej aktualnie znajduje się przedsiębiorstwo, od jego silnych i słabych stron, a także szans oraz zagrożeń i możliwości ich uniknięcia.

Bezpieczeństwo finansowe w literaturze przedmiotu definiowane jest zazwyczaj jako zdolność zachowania płynności finansowej przez przedsiębiorstwo oraz wysoka zdolność gospodarowania⁵.

Wypłacalność stanowi jeden z najważniejszych finansowych problemów działania przedsiębiorstwa i stąd winna być uznana za niezwykle złożoną i zarazem wielowymiarową kwestię o charakterze strategicznym. Jej posiadanie oznacza możliwość spłaty przez przedsiębiorstwo zobowiązań z posiadanego majątku oraz jest czynnikiem ograniczającym ryzyko jego bankructwa. Posiada ona dwa wymiary znaczeniowe, a mianowicie: jest rozumiana w kategorii wypłacalności długoterminowej oraz wypłacalności krótkoterminowej, znanej przede wszystkim jako płynność finansowa przedsiębiorstwa. Obie te kategorie są ściśle powiązane z sobą, a syntetycznym wyrazem tego związku jest wartość kapitału pracującego. Jeśli wartość tego kapitału jest większa od zera, wówczas przedsiębiorstwo posiada możliwość spłaty zobowiązań długoterminowych z majątku własnego i zarazem zobowiązań krótkoterminowych z majątku obrotowego. I odwrotnie, brak płynności finansowej przedsiębiorstwa, wyrażający się m.in. niemożliwością spłaty zobowiązań krótkoterminowych z majątku obrotowego, jest równoznaczny z niemożliwością spłaty zobowiązań długoterminowych z majątku trwałego.

Odpowiedź na pytanie, czy przedsiębiorstwo jest w stanie spłacić zobowiązania ze sprzedanych aktywów, winna być wzmocniona zapytaniem o to, czy posiada ono środki pieniężne wystarczające do wypełnienia zobowiązań w czasie ich płatności. Te podejścia mogą dawać sprzeczne diagnozy wypłacalności. Przedsiębiorstwo może być wypłacalne w warunkach testu wypłacalności bilansowej, lecz nie być zdolne do spłacenia długu, kiedy stanie się koniecznym do spłacenia, jeśli aktywa są niepłynne i nie mogą zostać zamienione na gotówkę w czasie do wypełnienia bieżących zobowiązań.

Przedsiębiorstwo może być niewypłacalne z punktu widzenia bilansu nawet jeśli jest zdolne do wypełnienia bieżących zobowiązań z płynnych aktywów. Ceny rynkowe mogą wyrażać w powściągliwy sposób wartość aktywów trzymanyh do wygaśnięcia lub na czas nieokreślony z powodu dyskonta płynności. Te

⁴ W. Gabrusewicz, *Rozwój przedsiębiorstw przemysłowych i jego ocena w gospodarce rynkowej*, Zeszyty Naukowe - seria II, Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, Poznań 1992, s. 161.

⁵ J. Franc-Dąbrowska, *Bezpieczeństwo finansowe a efektywność zaangażowania kapitałów własnych*, „Roczniki Nauk Rolniczych”, Seria G, t. 93, Z. 1, 2006, s. 121.

dyskonta mogą być większe i mogą prowadzić do wnioskowania o bilansowej niewypłacalności dla przedsiębiorstw, które są z drugiej strony zdolne do wypełnienia zobowiązań w stosownym czasie⁶. To stwierdzenie wydaje się trafnym w odniesieniu do aktywów z ograniczoną zdolnością do zakupu. Jeśli majątek nie może zostać sprzedany w pewnym czasie, ograniczona możliwość jego sprzedaży – zakupu może mieć duży wpływ na jego wartość⁷.

2. Pomiar bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa

Zachowaniu bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa powinno towarzyszyć ustalenie mierników oceny prowadzonej przez niego działalności gospodarczej. Służą one analizie postępów w realizacji planów poczynionych przez kierownictwo przedsiębiorstwa oraz dostarczają menedżerom i pracownikom motywacji do ich realizacji.

Pomiar wyników działania przedsiębiorstwa winien być rozpatrywany z punktu widzenia zarządzania, a nie księgowości, dlatego też nie można mówić o uniwersalnym systemie oceny, gdyż system taki nie istnieje. Jego zakres i funkcje mają charakter względny, zależny od celu, jakiemu ma on służyć.

System ten powinien dać odpowiedź na pytania, kto ocenia, jakimi narzędziami oceny należy się posłużyć oraz w jakim celu dokonuje się oceny. Odnosząc się do „nadrzędnych zasad” budowania właściwego systemu oceny stopnia realizacji zadań należy stwierdzić, iż:⁸

1. pomiar wyniku winien być dostosowany do specyfiki ocenianego przedsiębiorstwa,
2. pomiar wyników powinien być połączony z celami krótko- i długoterminowymi danej organizacji i nie może być oparty tylko na danych księgowych,
3. należy łączyć mierniki finansowe z miernikami operacyjnymi,
4. natomiast działalność menedżerów powinna być oceniana za pomocą mierników, które są dopasowane zarówno do ich odpowiedzialności organizacyjnej, jak i do zakresu ich kontroli nad zasobami.

Jak podkreśla E. Mączyńska, często przekazywany przez rachunkowość obraz sytuacji i wyników działalności gospodarczej przedsiębiorstw jest co prawda prawidłowy z punktu widzenia obowiązujących zasad rachunkowości, lecz pozostaje w niezbyt ścisłym związku z rzeczywistością gospodarczą i w tym

⁶ H. De Angelo, L. De Angelo, S.C. Gibson, *The Collapse of First Executive Corporation: Junk Bonds, Adverse Publicity, and the „Run on the Bank „Phenomenon”*, „Journal of Financial Economics” 1994, Vol. 36, s. 287- 336.

⁷ F.A. Longstaff, *How Much Can Marketability Affect Security Values?*, „Journal of Finance” 1995, Vol. 50, s. 1767- 1774.

⁸ T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Wycena. Mierzenie i kształtowanie wartości firm*, WIG-Press, Warszawa 1999, s. 107.

sensie nie odzwierciedla rzetelnie prawdy ekonomicznej⁹. Dlatego też za ważne z punktu widzenia rozwoju systemu pomiaru dokonań przedsiębiorstwa należy uznać pojawienie się propozycji IASB (International Accounting Standards Board) oraz FASB (Financial Accounting Standards Board), dotyczącej przebudowy sprawozdawczości finansowej¹⁰.

Ta nowa koncepcja sprawozdawczości finansowej ma na celu zapewnienie obecnym oraz przyszłym właścicielom, pożyczkodawcom oraz innym wierzycielom informacji o pozycji finansowej jednostki, tj. o zasobach i źródłach ich finansowania oraz zmianach tej pozycji¹¹. Takie informacje – jak podkreśla J. Gierusz – są niezbędne do podejmowania przez nich racjonalnych decyzji gospodarczych¹².

Za kluczowy dla wspomnianej koncepcji należy uznać podział informacji zawartych w poszczególnych członach sprawozdania finansowego, na sekcje i kategorie. Sekcjami tymi są:

1. działalność operacyjna, z podziałem na kategorie:
 - a) działalność operacyjna,
 - b) działalność inwestycyjna,
- 1) działalność finansująca, z podziałem na kategorie:
 - a) aktywa i zobowiązania finansujące,
 - b) koszty i przychody finansowe,
 - c) przepływy pieniężne z działalności finansującej,
- 2) podatek dochodowy,
- 3) działalność zaniechana oraz
- 4) kapitał własny.

Warto podkreślić, iż kryterium podziału informacji jest podejście zarządcze i stosowane ma być do wszystkich objętych zasadą spójności członów sprawozdania finansowego, a zatem sprawozdania z pozycji finansowej, sprawozdania z całkowitych dochodów oraz sprawozdania z przepływów pieniężnych¹³.

⁹ E. Mączyńska, *Sila, tradycje i grzechy rachunkowości*, „Rachunkowość” Nr 10/2009, s. 2.

¹⁰ www.iasb.org, Discussion Paper Preliminary Views on Financial Statement Presentation.

¹¹ Zgodnie z założeniami koncepcji sprawozdawczości finansowej, opracowanej wspólnie przez IASB i FASB, pełne sprawozdanie finansowe jednostki miałyby obejmować: „sprawozdanie z pozycji finansowej na koniec okresu” (ten termin ma zastąpić określenie „bilans”), „sprawozdanie z całkowitych dochodów za okres” (termin ten ma być stosowany zamiast nazwy „rachunek zysków i strat”), „sprawozdanie z przepływów pieniężnych za okres”, „zestawienie zmian w kapitale własnym za okres” oraz „noty”. Postanowienia owej koncepcji miałyby dotyczyć wszystkich jednostek stosujących MSR oraz US GAAP, z wyjątkiem jednostek niezarobkowych oraz jednostek objętych standardem dla średnich i małych przedsiębiorstw.

¹² J. Gierusz, *Przebudowa sprawozdawczości finansowej – propozycje IASB i FASB*, „Rachunkowość” Nr 7/2009, s. 43.

¹³ *Ibidem*, s. 44.

2.1. Tradycyjne mierniki pomiaru bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa

Wzrost przedsiębiorstwa, traktowany jako ilościowy przejaw jego rozwoju, jest najczęściej warunkiem koniecznym jego przetrwania. Przedsiębiorstwo, które nie powiększa skali działalności wraz ze wzrostem rynku, zmniejsza swój udział w rynku i tym samym traci możliwość dalszego rozwoju. Rozwój przedsiębiorstwa powoduje bowiem z reguły wzrost udziału w rynku oraz podniesienie konkurencyjności, a osiągnięcie takiej sytuacji przyczynia się do wzrostu jego wartości, uzyskiwanego dzięki bardziej efektywnemu wykorzystaniu jego zasobów gospodarczych¹⁴. Można zatem stwierdzić, iż wielkością wynikową, przekazującą informację podsumowującą finansowe efekty zarządzania przedsiębiorstwem, jest wygospodarowany przez nie zysk, stanowiący zarówno podstawę oceny dotychczasowych dokonań podmiotu, jak i możliwości jego dalszego trwania¹⁵. Stąd należy w pełni zgodzić się z tezą, że politykę podziału zysku należy uznać za kluczowy czynnik wpływający na wartość przedsiębiorstwa. Zysk jest bowiem punktem wyjścia wzrostu wartości przedsiębiorstwa, lecz decyduje o tym polityka dywidendy, prowadzona przez przedsiębiorstwo¹⁶.

Zdaniem J. Lichtarskiego, konkurencyjność należy uznać za syntezę cech potencjału i procesów przedsiębiorstwa powodujących korzystne dla niego zjawiska w relacjach rynkowych, do których to zjawisk i cech można zaliczyć przede wszystkim utrzymywanie na relatywnie niskim poziomie kosztów działalności przedsiębiorstwa, wzrost udziału produktów przedsiębiorstwa w rynku, jak również dysponowanie nowoczesnymi, o właściwej strukturze i w wysokim stopniu wykorzystywanymi zasobami rzeczowymi¹⁷.

Do pomiaru bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa wykorzystywanych jest wiele mierników, które dotyczą przede wszystkim aktywów obrotowych oraz zobowiązań bieżących oraz cyklu konwersji gotówki (zob. tabela 1).

¹⁴ R. Borowiecki, A. Jaki, T. Rojek, *Restrukturyzacja a rozwój i kreowanie wartości przedsiębiorstwa*, [w:] R. Borowiecki (red.), *Przedsiębiorstwo w procesie transformacji. Efektywność – restrukturyzacja – rozwój*, Akademia Ekonomiczna w Krakowie, Warszawa-Kraków 2003, s. 47.

¹⁵ M. Marcinkowska, *Wartość banku. Kreowanie wartości i pomiar wyników działalności banku*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2003, s. 120.

¹⁶ P. Urbanek, *Nadzór korporacyjny a wynagrodzenia menedżerów*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2005, s. 310.

¹⁷ J. Lichtarski, *Nowoczesne zarządzanie jako czynnik konkurencyjności przedsiębiorstwa*, [w:] J.L. Czarnota, M. Moszkowicz, *W poszukiwaniu strategicznych przewag konkurencyjnych* (część I), Wydawnictwo Wydziału Zarządzania Politechniki Częstochowskiej, Częstochowa 2003, s. 121.

Tabela 1 Tradycyjne mierniki wykorzystywane do pomiaru bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa

Lp.	Nazwa miernika	Postać miernika
1)	Udział aktywów obrotowych w sumie bilansowej	aktywa obrotowe / suma aktywów
2)	Udział zobowiązań krótkookresowych w sumie bilansowej	Zobowiązania krótkoterminowe/ suma pasywów
3)	Wskaźnik płynności bieżącej	aktywa bieżące/ zobowiązania bieżące
4)	Wskaźnik płynności przyspieszonej	(aktywa bieżące – zapasy – rozliczenia międzyokresowe czynne)/ zobowiązania bieżące
5)	Wskaźnik gotówkowy	środki pieniężne/ zobowiązania bieżące
6)	Cykl zapasów (w dniach)	(średni stan zapasów/ przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów) × 365 dni
7)	Cykl należności (w dniach)	(średni stan należności krótkoterminowych/ przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów) × 365 dni
8)	Cykl zobowiązań (w dniach)	(średni stan zobowiązań krótkoterminowych/ przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów) × 365 dni
9)	Cykl kapitału obrotowego (w dniach)	(średni poziom kapitału obrotowego netto/ przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów) × 365 dni
10)	Stopa zwrotu z kapitałów własnych (ROE)	(wynik finansowy netto/ przeciętna wartość kapitału własnego) × 100

Źródło: opracowanie własne na podstawie M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.

Postać tych mierników była i jest krytykowana w środowiskach naukowych, jednakże nie sposób nie zgodzić się z poglądem, iż analiza wskaźnikowa stanowi użyteczne narzędzie analizy ekonomicznej tylko wówczas, gdy znane są i rozumiane jej istota oraz wynikające z niej ograniczenia¹⁸. Użyteczność wskaźników ekonomicznych zależy zatem od precyzyjnego rozumienia ich logiki, powiązań strukturalnych, kompatybilności dostarczanych informacji, przede wszystkim jednak od rozumienia celów analizy i odpowiadających im metod badania, a w szczególności od umiejętności interpretowania uzyskanych wielkości¹⁹.

¹⁸ M. Jerzemowska (red.), *Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 2004, s. 123.

¹⁹ *Ibidem*.

2.2. Zmodyfikowane współczynniki pomiaru bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa

Ze względu na zmieniającą się sytuację gospodarczą, a zwłaszcza ze względu na doświadczenia przedsiębiorstw w związku z kryzysem gospodarczym, do pomiaru bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa można zaproponować następujący zestaw czterech mierników, stanowiących modyfikację „klasycznego” zestawu wskaźników, wykorzystywanych w badaniu kondycji finansowo-majątkowej przedsiębiorstwa:

- skorygowany wskaźnik wartości kapitału własnego:

$$W_1 = TA - (D + LRse + Rtax + OtLR + LRMO) = E + CL + SRse + OtSR + SRMO,$$

- współczynnik sfinansowania aktywów trwałych kapitałem własnym i rezerwami, który można wyrazić następującym równaniem:

$$W_2 = \frac{LRse + Rtax + OtLR + LRMO + D + E}{FA} = \frac{TA - (CL + SRse + OtSR + SRMO)}{FA}$$

- współczynnik sfinansowania aktywów obrotowych zobowiązaniami bieżącymi i rezerwami krótkoterminowymi, który przyjąć może następującą formułę:

$$W_3 = \frac{CL + SRse + OtSR + SRMO}{CA},$$

- współczynnik zdolności przepływów pieniężnych netto z działalności operacyjnej do obsługi źródeł finansowania działalności przedsiębiorstwa:

$$W_4 = \frac{LRse + Rtax + OtLR + LRMO + D + E}{OCF},$$

gdzie:

W_1 - skorygowany wskaźnik wartości kapitału własnego o krótkoterminowe rezerwy i krótkoterminowe bierne rozliczenia międzyokresowe kosztów,

W_2 - współczynnik sfinansowania aktywów trwałych przedsiębiorstwa kapitałem własnym i rezerwami,

W_3 - współczynnik sfinansowania aktywów obrotowych krótkoterminowymi zobowiązaniami i krótkoterminowymi rezerwami,

W_4 - współczynnik zdolności przepływów pieniężnych netto z działalności operacyjnej do obsługi źródeł sfinansowania działalności przedsiębiorstwa,

TA - wartość aktywów ogółem,

FA - wartość aktywów trwałych,

CA - wartość aktywów obrotowych,

D - wartość zobowiązań długoterminowych,

$LRse$ - wartość długoterminowych rezerw na świadczenia emerytalne i podobne,

$SRse$ - wartość krótkoterminowych rezerw na świadczenia emerytalne i podobne,

$OtLR$ - wartość pozostałych rezerw długoterminowych,

$OtSR$ - wartość pozostałych rezerw krótkoterminowych,

$LRMO$ - rozliczenia międzyokresowe długoterminowe bierne,

$SRMO$ - rozliczenia międzyokresowe krótkoterminowe bierne,

E - wartość kapitału własnego,

Rtax- rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego,
OCF- przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej,
CL- zobowiązania bieżące.

Wskaźnik W_1 stanowi sumę wartości kapitału własnego, zobowiązań bieżących, rezerw krótkoterminowych oraz krótkoterminowych biernych rozliczeń międzyokresowych kosztów. Wzrost wartości wskaźnika W_1 można uznać za miernik poprawy wypłacalności przedsiębiorstwa.

Współczynnik wypłacalności przedsiębiorstwa, określony akronimem W_2 jest zmodyfikowaną formułą wskaźnika długoterminowej płynności finansowej II stopnia²⁰.

Współczynnik W_3 stanowi pełniejsze ujęcie sposobu finansowania aktywów obrotowych, gdyż oprócz zobowiązań krótkoterminowych ujmuje on zarówno krótkoterminowe rezerwy na świadczenia emerytalne i podobne, pozostałe rezerwy krótkoterminowe, jak i bierne krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe.

Współczynnik W_4 stanowi zaproponowaną, zmodyfikowaną miarę kapitałochłonności przepływów pieniężnych netto z działalności operacyjnej. Informuje on o tym, czy kapitały długookresowe są odpowiednio wysokie w porównaniu z przepływami pieniężnymi netto z działalności operacyjnej. Wzrost tego współczynnika może nie być pożądaną tendencją z uwagi na pojawiające się w tym przypadku zagrożenia wystąpienia w przedsiębiorstwie nie dość wystarczającej wydajności pieniężnej. Jeśli bowiem będziemy mierzyć współczynnik wydajności pieniężnej kapitału własnego relacją przepływów pieniężnych netto z działalności operacyjnej do kapitału własnego, wówczas zmniejszenie wartości tego wskaźnika oznaczać będzie pogorszenie sytuacji finansowej przedsiębiorstwa w wyniku zmniejszenia siły i skali generowania nadwyżki pieniężnej netto z działalności operacyjnej. Tego rodzaju sytuację uznać należy za istotne zagrożenie dla dalszej egzystencji przedsiębiorstwa i jego rozwoju.

Zaproponowane współczynniki, określane akronimami W_1 , W_2 , W_3 oraz W_4 , w pewnej mierze mogą w sposób całościowy wskazywać na relacje między źródłami finansowania i aktywami przedsiębiorstwa oraz przepływami netto pieniężnymi netto z działalności operacyjnej.

Wszystkie przedstawione współczynniki – choć nie występują one w dotychczasowej literaturze w przedstawionej postaci – można traktować jako instrumenty zarządzania, których konstrukcja i stosowalność wynika przede wszystkim z celu ich wykorzystania.

²⁰ H. Buk podaje, iż wskaźnik długoterminowej płynności finansowej przedsiębiorstwa (intensywności finansowania) II stopnia przyjmuje następującą postać: (kapitał własny + kapitał obcy długoterminowy)/aktywa trwałe (zob. H. Buk, *Nowoczesne zarządzanie finansami. Planowanie i kontrola*, C.H. Beck, Warszawa 2006, s. 195).

Bezpieczeństwo finansowe przedsiębiorstwa – ze względu na różne grupy interesu zainteresowane jego przetrwaniem i rozwojem – może być rozpatrywane również na podstawie sprawozdania z przepływu środków pieniężnych przedsiębiorstwa, a szczególnie takich współczynników, jak²¹:

- przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej/ zobowiązania krótkoterminowe,
- przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej/ zobowiązania ogółem,
- przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej na akcję.

Wszystkie z wyżej wymienionych współczynników należy uznać za stymulanty, gdyż poprawa ich wartości wiąże się z lepszą oceną przedsiębiorstwa²².

Współczynnik będący relacją przepływów pieniężnych netto z działalności operacyjnej do zobowiązań krótkoterminowych mierzy zdolność przedsiębiorstwa do obsługi krótkoterminowych zobowiązań gotówką osiąganą na działalności operacyjnej. Większa wartość tegoż współczynnika winna być uznana za objaw większej zdolności do obsługi zobowiązań firmy tym źródłem.

Współczynnik stanowiący relację przepływów pieniężnych netto z działalności operacyjnej do zobowiązań ogółem określa zdolność przedsiębiorstwa do obsługi wszystkich zobowiązań gotówką osiąganą na poziomie operacyjnym, a jego większa wartość świadczy o większej zdolności do obsługi zobowiązań.

Współczynnik przepływów pieniężnych netto z działalności operacyjnej na akcję, liczony jako stosunek gotówki operacyjnej do liczby akcji zwykłych, z powodzeniem może być stosowany przez akcjonariuszy, dla których istotne są możliwości osiągnięcia korzyści właścicielskich²³.

3. Pomiar bezpieczeństwa finansowego z zastosowaniem tradycyjnych wskaźników bezpieczeństwa finansowego, wskaźników bazujących na przepływach pieniężnych netto oraz zmodyfikowanych wskaźników bezpieczeństwa finansowego

W celu zobrazowania sposobu pomiaru bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa dokonano analizy danych pochodzących ze sprawozdań finansowych spółki Bytom S.A. za lata 2002- 2008²⁴. Wybór tej spółki został podyktowany specyficzną sytuacją majątkowo-finansową, jaka miała miejsce w tym przedsiębiorstwie w badanym okresie. Warto nadmienić, iż w roku 2002, 2003 i 2004 w analizowanym przedsiębiorstwie wystąpiła ujemna wartość kapitału

²¹ A. Rutkowski, *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa 2000, s. 110- 111.

²² M. Marcinkowska, *op. cit.*, s. 356.

²³ A. Rutkowski, *op. cit.*, s. 111- 112.

²⁴ I uzupełniając dane za rok 2001 – w celu wyznaczenia przeciętnego stanu zapasów, należności krótkoterminowych i zobowiązań krótkoterminowych oraz przeciętnego stanu kapitału własnego.

własnego, co więcej - w roku 2002, 2004 i 2008 spółka wykazała stratę netto.

Z poczynionej analizy wynika, iż wskaźniki płynności finansowej w latach 2002-2005 utrzymywały się na bardzo niskim poziomie, co świadczy o trudnościach spółki w terminowym wywiązywaniu się ze zobowiązań (zob. tabela 2).

Tabela 2 Pomiar bezpieczeństwa finansowego w spółce Bytom S.A. w latach 2002-2008 z wykorzystaniem tradycyjnych mierników bezpieczeństwa finansowego

Wyszczególnienie	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Udział aktywów obrotowych w sumie bilansowej	0,48	0,58	0,59	0,73	0,57	0,66	0,56
Udział zobowiązań krótkookresowych w sumie bilansowej	0,87 ^{a)}	0,93 ^{a)}	0,98 ^{a)}	0,69	0,39	0,28	0,41
Wskaźnik płynności bieżącej	0,55	0,63	0,60	1,04	1,44	2,33	1,35
Wskaźnik płynności przyspieszonej	0,28	0,37	0,32	0,68	1,02	1,55	0,65
Wskaźnik gotówkowy	0,03	0,01	0,01	0,01	0,10	0,45	0,03
Cykl zapasów (w dniach)	99	54	46	48	54	70	94
Cykl należności (w dniach)	85	63	57	75	112	119	106
Cykl zobowiązań (w dniach)	290	207	170	155	144	122	134
Cykl kapitału obrotowego (w dniach)	-106	-90	-67	-32	22	67	66
ROE (w %)	63,4 ^{b)}	-13,6 ^{c)}	2,9 ^{b)}	-45,3 ^{c)}	17,3	15,0	-0,5 ^{d)}

Legenda:

^{a)} W analizowanym okresie odnotowano ujemną wartość kapitału własnego, co spowodowało zwiększoną wartość wskaźnika udziału zobowiązań krótkookresowych w sumie bilansowej w stosunku do wartości tego wskaźnika w latach 2005-2008.

^{b)} W analizowanym okresie w spółce odnotowano ujemny wynik finansowy netto, jak również uzyskano ujemną wartość przeciętnego kapitału własnego.

^{c)} Ujemna wartość wskaźnika ROE była spowodowana ujemnym przeciętnym kapitałem własnym.

^{d)} Ujemny wynik finansowy netto w roku, dla którego poczyniona została analiza.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych pochodzących ze sprawozdań finansowych spółki Bytom S.A. za lata 2001-2008, www.bytom.com.pl.

Poniesiona przez spółkę strata netto w roku 2002 i 2004, ujemny poziom kapitału własnego w latach 2002-2004 oraz występujące trudności płatnicze, o jakich można wnioskować na podstawie wskaźników płynności finansowej oraz cyklu kapitału obrotowego (lata 2002-2005), mogą zostać uznane za wyraźne

objawy zagrożenia bezpieczeństwa finansowego badanego przedsiębiorstwa.

Ujemny cykl kapitału obrotowego netto świadczy o długich terminach płatności i korzystaniu przez przedsiębiorstwo z obcych źródeł finansowania swojej działalności. Warto jednak podkreślić, iż w dłuższej perspektywie może być on sygnałem nasilających się trudności finansowych przedsiębiorstwa, jawiących się w niemożności terminowego regulowania zobowiązań, a co za tym idzie – powodować zmniejszenie jego wiarygodności.

W przypadku pomiaru bezpieczeństwa finansowego firmy z wykorzystaniem mierników zmodyfikowanych uzyskano zbliżone wyniki, co obrazuje głównie wzrastającą wartość wskaźnika W_1 (zob. tabela 3).

Tabela 3 Pomiar bezpieczeństwa finansowego w spółce Bytom S.A. w latach 2002-2008 z wykorzystaniem zmodyfikowanych mierników bezpieczeństwa finansowego

rook wskaźnik	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
W_1	5 538 tys.	7 263 tys.	9 334 tys.	17 973 tys.	45 461 tys.	62 180 tys.	78 131 tys.
W_2	0,07	-0,05	-0,20	0,92	1,32	1,89	1,20
W_3	1,99	1,74	1,82	1,03	0,76	0,46	0,76
W_4	0,08	1,41	-0,66	-2,07	-4,73	-8,45	30,19

Źródło: jak w tabeli 2.

Diagnostując kierunki poszczególnych przepływów pieniężnych netto w spółce Bytom S.A. można zauważyć znaczne zróżnicowanie efektywności działalności operacyjnej, inwestycyjnej i finansowej w ciągu badanego okresu (zob. tabela 4). Warto jednak podkreślić, iż w prawidłowo działającym przedsiębiorstwie saldo przepływów pieniężnych netto z działalności operacyjnej winno być dodatnie, gdyż działalność operacyjna powinna generować nadwyżkę środków pieniężnych, przeznaczoną na pokrycie wydatków pozostałych rodzajów działalności.

Tabela 4 Przepływy pieniężne netto w spółce Bytom S.A. w latach 2002-2008

Rok	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Przepływy pieniężne netto z działalności							
operacyjnej	+	-	+	-	-	-	+
inwestycyjnej	+	+	-	-	-	+	-
finansowej	-	-	-	+	+	+	+

Źródło: jak w tabeli 2.

Wartości wskaźników bezpieczeństwa finansowego diagnozowanych na podstawie rachunku przepływu środków pieniężnych uprawniają do stwierdzenia, iż badane przedsiębiorstwo cechowało się małą zdolnością do obsługi swoich zobowiązań w porównaniu do konkurentów z branży, w jakiej działa (zob. tabela 5).

Tabela 5- Wskaźniki bezpieczeństwa finansowego diagnozowane na podstawie rachunku przepływu środków pieniężnych

wskaźnik \ rok	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
OCF/CL	0,47	-0,02	0,11	-0,17	-0,31	-0,29	0,05
OCF/TL	0,25	-0,01	0,07	-0,12	-0,23	-0,24	0,04
OCF/Ns	9,77	-0,32	2,78	-1,93	-3,05	-0,12	0,03

Legenda:

TL - zobowiązania ogółem, Ns - liczba akcji zwykłych.

Źródło: jak w tabeli 2.

Podsumowując można stwierdzić, iż dokonana analiza bezpieczeństwa finansowego w spółce Bytom S.A. z zastosowaniem tradycyjnych wskaźników bezpieczeństwa finansowego, wskaźników bazujących na przepływach pieniężnych netto oraz zmodyfikowanych wskaźników bezpieczeństwa finansowego dowodzi, iż przedsiębiorstwo w badanym okresie doświadczało trudności w terminowym regulowaniu swoich zobowiązań, a nawet – w początkowych latach analizowanego okresu – można mówić o wystąpieniu sytuacji zagrożenia bezpieczeństwa finansowego tego przedsiębiorstwa.

Zakończenie

Przytoczone przykłady mierników służących badaniu bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa świadczą o szerokich możliwościach konstruowania systemu ocen zdolności zachowania płynności finansowej przez przedsiębiorstwo oraz jego zdolności gospodarowania. Jednak wymienione mierniki mogą koncentrować uwagę kierownika tylko na aspektach funkcjonowania przedsiębiorstwa w krótkim horyzoncie czasu, przy pominięciu wielu ważnych obszarów jego działania, takich jak elastyczność działania względem potrzeb rynkowych czy zakres odnowienia produkcji.

Można zatem stwierdzić, iż dobierając mierniki oceny bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa należy w pierwszej kolejności stosować syntetyczne miary o bardzo szerokim polu obserwacji, pozwalające kompleksowo kontrolować jego efektywność. Dopiero w dalszym rzędzie mogą zostać wykorzystane specjalistyczne mierniki oceny, obejmujące zazwyczaj wąski obszar działania firmy.

Literatura

1. Borowiecki R., Jaki A., Rojek T., *Restrukturyzacja a rozwój i kreowanie wartości przedsiębiorstwa*, [w:] R. Borowiecki (red.), *Przedsiębiorstwo w procesie transformacji. Efektywność – restrukturyzacja – rozwój*, Akademia Ekonomiczna w Krakowie, Warszawa-Kraków 2003.
2. Buk H., *Nowoczesne zarządzanie finansami. Planowanie i kontrola*, C.H. Beck, Warszawa 2006.
3. Copeland T., Koller T., Murrin J., *Wycena. Mierzenie i kształtowanie wartości firm*, WIG-Press, Warszawa 1999.
4. De Angelo H., De Angelo L., Gibson S.C., *The Collapse of First Executive Corporation: Junk Bonds, Adverse Publicity, and the „Run on the Bank „Phenomenon”*, „Journal of Financial Economics” 1994, Vol. 36.
5. Franc-Dąbrowska J., *Bezpieczeństwo finansowe a efektywność zaangażowania kapitałów własnych*, „Roczniki Nauk Rolniczych”, Seria G, t. 93, Z. 1, 2006.
6. Gabrusewicz W., *Rozwój przedsiębiorstw przemysłowych i jego ocena w gospodarce rynkowej*, Zeszyty Naukowe - seria II, Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, Poznań 1992.
7. Gierusz J., *Przebudowa sprawozdawczości finansowej – propozycje IASB i FASB*, „Rachunkowość” Nr 7/2009.
8. Jerzemowska M. (red.), *Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 2004, s. 123.
9. Lichtarski J., *Nowoczesne zarządzanie jako czynnik konkurencyjności przedsiębiorstwa*, [w:] J.L. Czarnota, M. Moszkowicz, *W poszukiwaniu strategicznych przewag konkurencyjnych* (część I), Wydawnictwo Wydziału Zarządzania Politechniki Częstochowskiej, Częstochowa 2003.
10. Longstaff F.A., *How Much Can Marketability Affect Security Values?*, „Journal of Finance” 1995, Vol. 50.
11. Marcinkowska M., *Wartość banku. Kreowanie wartości i pomiar wyników działalności banku*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2003.
12. Mączyńska E., *Sila, tradycje i grzechy rachunkowości*, „Rachunkowość” Nr 10/2009.
13. Rutkowski A., *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa 2000.
14. Sierpińska M., Jachna T., *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.
15. *Słownik wyrazów obcych* (wersja multimedialna), Wydawnictwo Naukowe PWN S.A., Warszawa 2000.
16. Urbanek P., *Nadzór korporacyjny a wynagrodzenia menedżerów*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2005.
17. www.bytom.com.pl.
18. www.iasb.org, *Discussion Paper Preliminary Views on Financial Statement Presentation*.
19. Zachorowska A., *Ryzyko działalności inwestycyjnej przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2006.

Streszczenie

Za zasadniczy cel opracowania przyjęto przedstawienie istoty pomiaru bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa. Pomiaru bezpieczeństwa finansowego dokonano na podstawie danych pochodzących ze sprawozdań finansowych spółki Bytom S.A., stosując zarówno tradycyjne oraz zmodyfikowane wskaźniki, jak i wskaźniki bazujące na przepływach pieniężnych netto.

Summary

The main goal of this paper is to present the essence of the measurement of company's financial security. The measurement of financial security of an enterprise was performed on the basis of data from financial statements of Bytom company using the traditional and modified ratios as well as the ratios based on net cash flows.