

1 Analiza finansowa

Celem tego rozdziału jest omówienie metod analizy finansowej, umożliwiających ocenę sytuacji finansowej przedsiębiorstwa. Właściwa ocena sytuacji jest niezbędna do podejmowania trafnych decyzji z zakresu zarządzania finansami. Jednocześnie poznanie wielu spośród tych wskaźników przyda się do zgłębiania zasad zarządzania kapitałem obrotowym przedstawionych w rozdziale drugim.

1.1. Sprawozdanie finansowe jako źródło informacji finansowej

Podstawowym źródłem informacji w analizie finansowej przedsiębiorstwa jest sprawozdanie finansowe. Sprawozdanie finansowe składa się z bilansu, rachunku zysków i strat oraz informacji dodatkowej. Ponadto jednostki, których sprawozdania finansowe podlegają corocznemu badaniu, muszą sporządzać także rachunek przepływów pieniężnych oraz zestawienie zmian w kapitale własnym (fundusze inwestycyjne – zestawienie zmian w aktywach netto). Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości wskazuje kilka wariantów sporządzania sprawozdań, w zależności od rodzaju i wielkości podmiotu¹. Część przedsiębiorstw może sporządzać sprawozdania zgodnie z Międzynarodowymi Standardami Rachunkowości oraz Międzynarodowymi Standardami Sprawozdawczości Finansowej (przede wszystkim spółki giełdowe). Dla pozostałych przedsiębiorstw przewidziano wzory sprawozdań zaprezentowane w załącznikach do wspomnianej powyżej ustawy: załącznik 1 – ogólny, załącznik 2 – dla

¹ Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz.U. z 1994 r., nr 121 poz. 591, z późn. zm.).

banków, załącznik 3 – dla zakładów ubezpieczeń i zakładów reasekuracji, załącznik 4 – dla jednostek mikro, załącznik 5 – dla jednostek małych.

W tabelach 1.1–1.3 zaprezentowano uproszczone wersje (zawierające główne kategorie) bilansu, rachunku zysków i strat oraz rachunku przepływów pieniężnych, sporządzone na podstawie załącznika 1 do ustawy o rachunkowości (ogólnego).

Bilans zawiera zestawienie składników majątku przedsiębiorstwa (aktywów) oraz źródeł ich finansowania (pasywów). W tabeli 1.1 przedstawiono uproszczoną strukturę bilansu.

Tabela 1.1. Bilans
Aktywa
A. Aktywa trwałe
I. Wartości niematerialne i prawne
II. Rzeczowe aktywa trwałe
III. Należności długoterminowe
IV. Inwestycje długoterminowe
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe
B. Aktywa obrotowe
I. Zapasy
II. Należności krótkoterminowe
III. Inwestycje krótkoterminowe
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe
C. Należne wpłaty na kapitał (fundusz) podstawowy
D. Udziały (akcje) własne
Aktywa razem
Pasywa
A. Kapitał (fundusz) własny
I. Kapitał (fundusz) podstawowy
II. Kapitał (fundusz) zapasowy
III. Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny

IV. Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe
V. Zysk (strata) z lat ubiegłych
VI. Zysk (strata) netto
VII. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego (wielkość ujemna)
B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania
I. Rezerwy na zobowiązania
II. Zobowiązania długoterminowe
III. Zobowiązania krótkoterminowe, w tym: – z tytułu dostaw i usług
IV. Rozliczenia międzyokresowe
Pasywa razem

Źródło: opracowanie własne na podstawie załącznika 1 do ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz.U. z 1994 r., nr 121 poz. 591, z późn. zm.).

Rachunek zysków i strat zawiera zestawienie uzyskanych przychodów oraz poniesionych kosztów w podziale na działalność operacyjną i działalność finansową. W tabeli 1.2 przedstawiono strukturę rachunku zysków i strat w wariantach kalkulacyjnym oraz porównawczym.

Tabela 1.2. Rachunek zysków i strat

(wariant kalkulacyjny)	(wariant porównawczy)
A. Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów	A. Przychody netto ze sprzedaży i zrównane z nimi
I. Przychody netto ze sprzedaży produktów	I. Przychody netto ze sprzedaży produktów
II. Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	II. Zmiana stanu produktów (zwiększenie – wartość dodatnia, zmniejszenie – wartość ujemna)
	III. Koszt wytworzenia produktów na własne potrzeby jednostki
	IV. Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów
B. Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	B. Koszty działalności operacyjnej
I. Koszt wytworzenia sprzedanych produktów	I. Amortyzacja

1. Analiza finansowa

II. Wartość sprzedanych towarów i materiałów	II. Zużycie materiałów i energii
	III. Usługi obce
C. Zysk (strata) brutto ze sprzedaży (A-B)	IV. Podatki i opłaty
	V. Wynagrodzenia
D. Koszty sprzedaży	VI. Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia
E. Koszty ogólnego zarządu	VII. Pozostałe koszty rodzajowe
	VIII. Wartość sprzedanych towarów i materiałów
F. Zysk (strata) ze sprzedaży (C – D – E)	C. Zysk (strata) ze sprzedaży (A – B)
G. Pozostałe przychody operacyjne	D. Pozostałe przychody operacyjne
I. Zysk z tytułu rozchodu niefinansowych aktywów trwałych	I. Zysk z tytułu rozchodu niefinansowych aktywów trwałych
II. Dotacje	II. Dotacje
III. Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych	III. Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych
IV. Inne przychody operacyjne	IV. Inne przychody operacyjne
H. Pozostałe koszty operacyjne	E. Pozostałe koszty operacyjne
I. Strata z tytułu rozchodu niefinansowych aktywów trwałych	I. Strata z tytułu rozchodu niefinansowych aktywów trwałych
II. Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych	II. Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych
III. Inne koszty operacyjne	III. Inne koszty operacyjne
I. Zysk (strata) z działalności operacyjnej (F + G – H)	F. Zysk (strata) z działalności operacyjnej (C + D – E)
J. Przychody finansowe	G. Przychody finansowe
I. Dywidendy i udziały w zyskach	I. Dywidendy i udziały w zyskach
II. Odsetki	II. Odsetki
III. Zysk z tytułu rozchodu aktywów finansowych	III. Zysk z tytułu rozchodu aktywów finansowych
IV. Aktualizacja wartości aktywów finansowych	IV. Aktualizacja wartości aktywów finansowych
V. Inne	V. Inne
K. Koszty finansowe	H. Koszty finansowe
I. Odsetki	I. Odsetki

II. Strata z tytułu rozchodu aktywów finansowych	II. Strata z tytułu rozchodu aktywów finansowych
III. Aktualizacja wartości aktywów finansowych	III. Aktualizacja wartości aktywów finansowych
IV. Inne	IV. Inne
L. Zysk (strata) brutto (I + J – K)	I. Zysk (strata) brutto (F + G – H)
M. Podatek dochodowy	J. Podatek dochodowy
N. Pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku (zwiększenia straty)	K. Pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku (zwiększenia straty)
O. Zysk (strata) netto (L – M – N)	L. Zysk (strata) netto (I – J – K)

Źródło: opracowanie własne na podstawie załącznika 1 do ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz.U. z 1994 r., nr 121 poz. 591, z późn. zm.).

Rachunek przepływów pieniężnych to zestawienie wpływów i wydatków gotówkowych w odniesieniu do działalności operacyjnej, inwestycyjnej i finansowej. W tabeli 1.3 przedstawiono rachunek przepływów pieniężnych, w którym wartość przepływów pieniężnych netto uzyskano metodą pośrednią, natomiast w tabeli 1.4 – metodą bezpośrednią.

Tabela 1.3. Rachunek przepływów pieniężnych (metoda pośrednia)

A. Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej
I. Zysk (strata) netto
II. Korekty razem
1. Amortyzacja
2. Zyski (straty) z tytułu różnic kursowych
3. Odsetki i udziały w zyskach (dywidendy)
4. Zysk (strata) z działalności inwestycyjnej
5. Zmiana stanu rezerw
6. Zmiana stanu zapasów
7. Zmiana stanu należności
8. Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych, z wyjątkiem pożyczek i kredytów
9. Zmiana stanu rozliczeń międzyokresowych
10. Inne korekty

III. Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej (I ± II)
B. Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej
I. Wpływy
1. Zbycie wartości niematerialnych i prawnych oraz rzeczowych aktywów trwałych
2. Zbycie inwestycji w nieruchomości oraz wartości niematerialne i prawne
3. Z aktywów finansowych
4. Inne wpływy inwestycyjne
II. Wydatki
1. Nabycie wartości niematerialnych i prawnych oraz rzeczowych aktywów trwałych
2. Inwestycje w nieruchomości oraz wartości niematerialne i prawne
3. Na aktywa finansowe
4. Inne wydatki inwestycyjne
III. Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej (I – II)
C. Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej
I. Wpływy
1. Wpływy netto z wydania udziałów (emisji akcji) i innych instrumentów kapitałowych oraz dopłat do kapitału
2. Kredyty i pożyczki
3. Emisja dłużnych papierów wartościowych
4. Inne wpływy finansowe
II. Wydatki
1. Nabycie udziałów (akcji) własnych
2. Dywidendy i inne wypłaty na rzecz właścicieli
3. Inne niż wypłaty na rzecz właścicieli wydatki z tytułu podziału zysku
4. Spłaty kredytów i pożyczek
5. Wykup dłużnych papierów wartościowych
6. Z tytułu innych zobowiązań finansowych
7. Płatności zobowiązań z tytułu umów leasingu finansowego
8. Odsetki
9. Inne wydatki finansowe

III. Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej (I – II)
D. Przepływy pieniężne netto razem (A.III ± B.III ± C.III)
E. Bilansowa zmiana stanu środków pieniężnych, w tym: – zmiana stanu środków pieniężnych z tytułu różnic kursowych
F. Środki pieniężne na początek okresu
G. Środki pieniężne na koniec okresu (F ± D), w tym: – o ograniczonej możliwości dysponowania

Źródło: opracowanie własne na podstawie załącznika 1 do ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz.U. z 1994 r., nr 121 poz. 591, z późn. zm.).

Tabela 1.4. Rachunek przepływów pieniężnych (metoda bezpośrednia)

A. Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej
I. Wpływy
1. Sprzedaż
2. Inne wpływy z działalności operacyjnej
II. Wydatki
1. Dostawy i usługi
2. Wynagrodzenia netto
3. Ubezpieczenia społeczne i zdrowotne oraz inne świadczenia
4. Podatki i opłaty o charakterze publicznoprawnym
5. Inne wydatki operacyjne
III. Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej (I – II)
B. Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej
I. Wpływy
1. Zbycie wartości niematerialnych i prawnych oraz rzeczowych aktywów trwałych
2. Zbycie inwestycji w nieruchomości oraz wartości niematerialne i prawne
3. Z aktywów finansowych
4. Inne wpływy inwestycyjne
II. Wydatki
1. Nabycie wartości niematerialnych i prawnych oraz rzeczowych aktywów trwałych

1. Analiza finansowa

2. Inwestycje w nieruchomości oraz wartości niematerialne i prawne
3. Na aktywa finansowe
4. Inne wydatki inwestycyjne
III. Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej (I – II)
C. Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej
I. Wpływy
1. Wpływy netto z wydania udziałów (emisji akcji) i innych instrumentów kapitałowych oraz dopłat do kapitału
2. Kredyty i pożyczki
3. Emisja dłużnych papierów wartościowych
4. Inne wpływy finansowe
II. Wydatki
1. Nabycie udziałów (akcji) własnych
2. Dywidendy i inne wypłaty na rzecz właścicieli
3. Inne niż wypłaty na rzecz właścicieli wydatki z tytułu podziału zysku
4. Spłaty kredytów i pożyczek
5. Wykup dłużnych papierów wartościowych
6. Z tytułu innych zobowiązań finansowych
7. Płatności zobowiązań z tytułu umów leasingu finansowego
8. Odsetki
9. Inne wydatki finansowe
III. Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej (I – II)
D. Przepływy pieniężne netto razem (A.III ± B.III ± C.III)
E. Bilansowa zmiana stanu środków pieniężnych, w tym: – zmiana stanu środków pieniężnych z tytułu różnic kursowych
F. Środki pieniężne na początek okresu
G. Środki pieniężne na koniec okresu (F ± D), w tym: – o ograniczonej możliwości dysponowania

Źródło: opracowanie własne na podstawie załącznika 1 do ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz.U. z 1994 r., nr 121 poz. 591, z późn. zm.).

Już szybki wgląd w bilans, rachunek zysków i strat oraz rachunek przepływów pieniężnych pozwala zebrać istotne informacje na temat przedsiębiorstwa. Z bilansu można się dowiedzieć, jak wielki majątek posiada przedsiębiorstwo, jakie posiada aktywa oraz jaka jest struktura ich finansowania. Z rachunku zysków i strat można uzyskać informacje o wielkości przychodów oraz o tym, czy się zmieniły, czy przedsiębiorstwo wypracowało zysk na poziomie operacyjnym i zysk netto. Rachunek przepływów pieniężnych pokazuje wydatki inwestycyjne przedsiębiorstwa, czy uzyskało lub spłaciło kredyty, wypłaciło dywidendę. Dokładniejsze zbadanie sytuacji finansowej wymaga przeprowadzenia analizy poziomej, analizy pionowej oraz obliczenia wskaźników dla poszczególnych obszarów działalności przedsiębiorstwa.

1.2. Analiza wstępna sprawozdania finansowego

Analizę wstępną rozpoczyna się od sporządzenia uproszczonej wersji elementów sprawozdania finansowego poprzez likwidację pozycji zbyt analitycznych oraz ewentualną rozbudowę pozycji zbyt syntetycznych. Wskazane (choć rzadko stosowane) jest też dokonanie korekt w celu lepszego dostosowania sprawozdania finansowego do potrzeb analizy finansowej². Następnie przeprowadza się analizę pionową i analizę poziomą. Analiza pionowa bilansu bada jego strukturę, czyli udział poszczególnych elementów aktywów i pasywów, w (odpowiednio) aktywach i pasywach ogółem. Analiza pozioma bada dynamikę, czyli kierunek i siłę zmian ogólnych sum aktywów i pasywów oraz poszczególnych pozycji bilansowych³. Wstępna ocena bilansu powinna opierać się na logicznie powiązanych ze sobą wnioskach z przeglądu w przekrojach pionowym i poziomym, jak również na ocenie wzajemnych powiązań pomiędzy aktywami i pasywami podmiotu. Analizując sposób finansowania aktywów, sprawdza się w jakiej relacji pozostają kapitały własny i obcy z aktywami trwałymi i obrotowymi, obserwując m.in. zachowanie tzw. złotej zasady bilansowej, która zakłada, że poziom kapitału stałego (sumy kapitału własnego i zobowiązań długoterminowych) po-

² Więcej na ten temat w: [Damodaran, 2007, s. 133–208], [Waśniewski, Skoczylas, 2004, s. 111–120].

³ Przyjmując, że element i aktywów (lub odpowiednio – pasywów) w momencie t (na koniec roku t) oznaczy się jako $X_{i,t}$, to wskaźnik struktury równy będzie $\frac{X_{i,t}}{\sum_{i=1}^n X_{i,t}} \cdot 100$, wskaźnik dynamiki zaś $\frac{X_{i,t}}{X_{i,t-1}} \cdot 100$.

winien przekraczać aktywa trwałe. Złota zasada bilansowa jest uogólnieniem złotej zasady finansowej, zgodnie z którą płynność składnika aktywów powinna być adekwatna do zapadalności zwrotu kapitału, którym został on sfinansowany. Podobnie jak dla bilansu, analizy pionową oraz poziomą przeprowadza się dla rachunku zysków i strat oraz rachunku przepływów pieniężnych.

1.3. Analiza wskaźnikowa

Podstawowym narzędziem analizy finansowej jest analiza wskaźnikowa. Wyróżnia się pięć głównych grup wskaźników:

- ▶ płynności,
- ▶ zadłużenia (struktury kapitału, wspomagania finansowego),
- ▶ sprawności (aktywności, szybkości obrotu),
- ▶ rentowności.
- ▶ rynku kapitałowego.

Wskaźniki te generalnie nie mają wartości referencyjnych (w niektórych przypadkach ustalono przybliżone przedziały, których przekroczenie przez wskaźnik sugeruje, że należy przyjrzeć się danemu obszarowi działalności przedsiębiorstwa), a jedynie służą do porównania ich wartości ze wskaźnikami analizowanego przedsiębiorstwa z poprzednich okresów (analiza trendu) oraz ze wskaźnikami przedsiębiorstw o podobnej charakterystyce (wielkości, branży) – porównywanie ze średnimi wartościami wskaźników dla danej branży lub/i z najlepszymi konkurentami.

Analiza zmian wartości własnych wskaźników w czasie umożliwia znalezienie obszarów działalności, w których mogą pojawić się problemy oraz pomaga ocenić, czy sytuacja finansowa poprawia się, czy pogarsza. Porównanie ze średnimi obliczonymi dla całej branży oraz z wiodącymi konkurentami pomaga w formułowaniu nowej polityki, nakierowanej na poprawę przyszłych wyników finansowych. Porównywania wartości wskaźników pomiędzy podmiotami oraz ze średnimi wartościami dla branży zawsze należy dokonywać z dużą ostrożnością, po zapoznaniu się z metodyką obliczeniową źródła, z którym chcemy się porównać. Istnieje wiele odmian poszczególnych wskaźników, w związku z czym odniesienie się do wskaźników obliczonych inną metodą może być mylące i wskazywać np. wartości niższe od średniej, podczas gdy faktycznie, po zastosowaniu tej samej metody, byłyby one wyższe od wartości

branżowej, lub odwrotnie. Przykładowo, rentowność sprzedaży jest obliczana zarówno jako relacja zysku ze sprzedaży do przychodów ze sprzedaży⁴, jak i, podobnie do rentowności aktywów i kapitału własnego, jako relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży⁵. Drugim obszarem, w którym szczególnie uważnie należy przyjrzeć się metodyce badawczej, są wskaźniki obrotowości (sprawności działania). Niektóre źródła okres rotacji należności, zapasów oraz zobowiązań uzyskują poprzez odniesienie odpowiednich wartości bilansowych do przychodów ze sprzedaży, inne natomiast podają wskaźniki w wersji, w której okres rotacji należności wynika z odniesienia należności do przychodów ze sprzedaży, podczas gdy zapasy oraz zobowiązania odnosi się do kosztów sprzedanych produktów, towarów i materiałów⁶.

1.3.1. Wskaźniki płynności

Wskaźniki płynności pomagają w ocenie, czy przedsiębiorstwo będzie w stanie regulować w terminie zobowiązania bieżące oraz prowadzić działalność operacyjną.

Wskaźnik bieżącej płynności (*current ratio*) mierzy stopień pokrycia zobowiązań bieżących aktywami obrotowymi

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

⁴ Zgodnie z zasadą współmierności w analizie finansowej, co oznacza, że wielkości uwzględnione w budowie wskaźnika muszą pozostawać w logicznym związku pod względem treści ekonomicznej – patrz [Waśniowski, Skoczylas, 2004, s. 159–160], [Jaworski, 2010, s. 147].

⁵ Przykładowo wskaźniki sektorowe publikowane przez miesięcznik „Rachunkowość” zawierają wskaźnik rentowności sprzedaży liczony jako relacja wyniku ze sprzedaży oraz przychodów ze sprzedaży [Rachunkowość – Wskaźniki sektorowe], natomiast Główny Urząd Statystyczny w cyklicznym badaniu „Grupy przedsiębiorstw w Polsce” definiuje wskaźnik rentowności sprzedaży jako relację wyniku finansowego netto do przychodów ze sprzedaży [Główny Urząd Statystyczny – Grupy przedsiębiorstw w Polsce].

⁶ Przykładowo wśród wskaźników sektorowych publikowanych przez miesięcznik „Rachunkowość” znajdują się wskaźniki szybkości obrotu zapasów oraz spłaty zobowiązań, które zostały oparte na relacjach średniorocznych stanów, odpowiednio, zapasów oraz zobowiązań z tytułu dostaw i usług do przychodów ze sprzedaży [Rachunkowość – Wskaźniki sektorowe], natomiast baza Notoria OnLine zawiera wskaźniki rotacji zapasów oraz rotacji zobowiązań oparte na relacjach średnich wartości, odpowiednio, zapasów oraz zobowiązań krótkoterminowych do kosztów działalności operacyjnej [Notoria OnLine].