

Wstęp

W zarządzaniu finansami przedsiębiorstwa podejmuje się różnorodne decyzje bieżące i decyzje o znaczeniu długoterminowym, strategicznym dla funkcjonowania firmy w przyszłości. Decyzje bieżące mają na celu głównie zapewnienie pożądanej płynności finansowej, a także osiągnięcie przez firmę oczekiwanej rentowności. Natomiast decyzje długoterminowe dotyczą określenia kierunków rozwoju (działalności inwestycyjnej) oraz sposobów jego finansowania.

Teoria i praktyka rachunkowości i finansów wykształciła wiele różnych narzędzi i procedur wykorzystywanych w zarządzaniu przedsiębiorstwem. Wszystkie te narzędzia i procedury można zakwalifikować do jednego z dwóch ujęć procesów finansowych – ujęcia memoriałowego lub kasowego. Przez długi okres w podejściu do finansowych aspektów procesów gospodarczych dominowało **ujęcie memoriałowe**. Praktyka jednak dowiodła, że jest to podejście zbyt wąskie, nieuwzględniające lub w małym stopniu biorące pod uwagę towarzyszące tym procesom przepływy środków pieniężnych.

Formalnie rzecz biorąc, **ujęcie kasowe** procesów finansowych w Polsce pojawiło się w połowie lat 90. XX w., w momencie wprowadzenia do sprawozdawczości finansowej **sprawozdania z przepływu środków pieniężnych**. Od roku 1995 przepływy pieniężne stały się częścią sprawozdawczości finansowej polskich przedsiębiorstw. Pomimo długiego okresu, jaki upłynął od tego momentu, znajomość oraz potencjalne i rzeczywiste wykorzystanie tej części sprawozdania finansowego w Polsce jest nadal niewielkie.

W ujęciu teoretycznym uważa się, że przepływy pieniężne mogą zostać wykorzystane m.in. w takich obszarach, jak: planowanie i analiza finansowa, zarządzanie płynnością i kapitałem obrotowym, ocena sytuacji finansowej, prognozowanie upadłości przedsiębiorstwa oraz ocena jego wiarygodności kredytowej.

Ponadto różnorodne wersje przepływów pieniężnych znajdują zastosowanie w wycenie przedsiębiorstw oraz przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Jak widać, w większości decyzji finansowych w firmie pomocnym narzędziem mogą być przepływy pieniężne. Nasuwa się pytanie, czy i w jakim zakresie w praktyce gospodarczej wykorzystuje się to nowoczesne narzędzie, czy też może *cash flow* ciągle pozostaje narzędziem niewykorzystywanym, a jego sporządzanie traktowane jest czysto formalnie, jako wymóg wprowadzony ustawą o rachunkowości.

W polskojęzycznej literaturze, dotyczącej analizy sytuacji finansowej przedsiębiorstw, w wielu przypadkach analiza *cash flow* jest przedstawiana marginesowo, a nawet wręcz pomijana. Często nie uwzględnia się też faktu, że przepływy pieniężne mogą być źródłem informacji o ocenianej firmie. Jeszcze mniej uwagi poświęca się empirycznym badaniom, które mogą wykazać, jakie jest faktyczne wykorzystanie przepływów pieniężnych w różnych obszarach zarządzania finansami przedsiębiorstw. Studia literatury fachowej uzasadniają stwierdzenie, że brak jest szerszych opracowań przedstawiających kształtowanie się przepływów pieniężnych lub wskaźników wydajności czy wystarczalności gotówkowej dla polskiej gospodarki. Opublikowane badania są fragmentaryczne – obejmują krótki okres lub dotyczą tylko wybranych branż. W dostępnych publikacjach zagranicznych również dość rzadko pojawiają się wyniki badań dotyczących kształtowania się wspomnianych powyżej wskaźników.

Powyższa ocena stanu wiedzy o teoretycznym i praktycznym wykorzystaniu przepływów pieniężnych, szczególnie w polskiej gospodarce, była główną przesłanką podjęcia szerszych badań na ten temat. Ich zasadnicze cele określono następująco:

- ▶ przedstawienie w ujęciu teoretycznym możliwości wykorzystania koncepcji przepływów pieniężnych w zarządzaniu przedsiębiorstwem, a w szczególności w zarządzaniu finansami przedsiębiorstw;

- ▶ dokonanie empirycznej weryfikacji możliwości wykorzystania *cash flow* w wybranych obszarach zarządzania finansami polskich przedsiębiorstw, a w szczególności w analizie, ocenie sytuacji finansowej oraz prognozowaniu ich upadłości.

Niniejsza publikacja została podzielona na siedem rozdziałów: cztery teoretyczne oraz trzy empiryczne.

W **rozdziale pierwszym** rozwinięto aspekt memoriałowy oraz kasowy procesów zachodzących w przedsiębiorstwie. Przybliżone zostały podstawowe pojęcia oraz definicje związane z przepływami środków pieniężnych. W tej części omówiono problematykę sprawozdawczości finansowej, dotyczącej *cash*

flow w polskim oraz międzynarodowym aspekcie. Ponadto w pierwszym rozdziale przybliżono możliwe obszary wykorzystania przepływów pieniężnych w krótko- i długoterminowych decyzjach dotyczących finansów przedsiębiorstwa.

W **rozdziale drugim** przedstawiono problemy, jakie mogą się pojawić w toku analizy bilansu, rachunku zysków i strat oraz wskaźników opierających się na tych częściach sprawozdania finansowego przedsiębiorstwa. W tej części zaprezentowano również pewne możliwości korygowania wybranych mierników analizy, skupiono się na wskaźnikach płynności i rentowności, w celu uzyskania prawidłowego obrazu analizowanego przedsiębiorstwa w tych obszarach.

Rozdział trzeci dotyczy szerokiej możliwości wykorzystania rachunku przepływów pieniężnych w analizie i ocenie sytuacji finansowej przedsiębiorstwa. Zaprezentowano w nim możliwości użycia *cash flow* we wstępnej ocenie jednostki gospodarczej, z wykorzystaniem wiedzy o przepływach z poszczególnych rodzajów działalności. W rozdziale tym przybliżono również całą gamę różnego rodzaju wskaźników, zbudowanych z wykorzystaniem strumieni pieniężnych, wraz z ich interpretacją.

Rozdział czwarty, ostatni z rozdziałów teoretycznych, prezentuje wykorzystanie przepływów pieniężnych (w rozumieniu **nadwyżki finansowej** oraz jako **operacyjne przepływy pieniężne**) w prognozowaniu upadłości przedsiębiorstw. W rozdziale tym przybliżono wybrane modele powstałe głównie na gruncie amerykańskim. W tej części przedstawiono również problematykę szacowania przepływów pieniężnych, niezbędnych przy dyskontowych metodach oceny efektywności projektów inwestycyjnych oraz przy wycenie przedsiębiorstw metodami dochodowymi. Rozróżnione zostały i szczegółowo omówione przepływy pieniężne przynależne wszystkim stronom finansującym (*FCFF*), oraz przepływy pieniężne dla właścicieli (*FCFE*). Ponadto przedstawiono wybrane nowoczesne narzędzia, takie jak *EVA* czy *MVA*, pomocne przy ocenie wartości przedsiębiorstwa.

W kolejnych trzech rozdziałach wykorzystano informacje finansowe dotyczące spółek giełdowych działających w latach 1998–2004. W rozdziale piątym i szóstym ograniczono się do dwóch najliczniejszych branż reprezentowanych na GPW w Warszawie – wykorzystano dane finansowe spółek budowlanych oraz handlowych. W **rozdziale piątym** przedstawione zostały wyniki badań dotyczące kształtowania się przepływów pieniężnych z poszczególnych rodzajów działalności w analizowanych przedsiębiorstwach. W tej części zaprezentowano również możliwości wykorzystania *cash flow* we wstępnej ocenie analizowanych jednostek. Ponadto przybliżone zostały rozważania dotyczące najlepszego oszacowania operacyjnych przepływów pieniężnych, z wykorzystaniem informacji

z rachunku zysków i strat oraz bilansu. W tym celu zweryfikowano korelacje zachodzące między operacyjnym strumieniem pieniężnym a różnymi jego przybliżeniami.

W **rozdziale szóstym** przedstawiono możliwości wykorzystania wskaźników opartych na *cash flow* w ocenie płynności, rentowności oraz zadłużenia jednostki gospodarczej. Dla pogłębienia analizy wyznaczono korelacje między miarami opartymi na przepływach pieniężnych a wskaźnikami, wykorzystującymi dane z bilansu oraz rachunku zysków i strat.

W **rozdziale siódmym** przedstawiono badania nad możliwościami wykorzystania przepływów pieniężnych w prognozowaniu upadłości. Zaprezentowane badania przeprowadzono na podstawie danych finansowych spółek giełdowych notowanych na GPW w Warszawie, w okresie 2001–2004. W toku badań zweryfikowano możliwość wykorzystania wskaźników opartych na przepływach w jedno- oraz wielowymiarowych modelach przewidywania upadłości. W wyniku przeprowadzonych analiz zaproponowano kilka modeli predykcji bankructwa wykorzystujących *cash flow* oraz kilka opartych wyłącznie na wielkościach bilansowych i wynikowych.