

Tomasz MAŚLANKA, Iwona MAZUR-MAŚLANKA

Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Polska

ANALIZA ŹRÓDEŁ OPERACYJNYCH PRZEPLYWÓW PIENIĘŻNYCH W JEDNOSTKACH GOSPODARCZYCH

Streszczenie

W artykule zaprezentowano kształtowanie się operacyjnych przepływów pieniężnych netto. Analizie i ocenie poddano czynniki, które kształtują przywołane przepływy, ze szczególnym zwróceniem uwagi na wynik finansowy netto i amortyzację. Badania empiryczne zostały zrealizowane w oparciu o dane finansowe podmiotów notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w okresie 2009-2018.

Słowa kluczowe: przepływy pieniężne, przepływy pieniężne z działalności operacyjnej, amortyzacja, wynik finansowy netto.

ANALYSIS OF THE OPERATING SOURCES OF CASH FLOWS IN ECONOMIC UNITS

Summary

The article presents the evolution of net operating cash flows. The factors that shape the aforementioned cash flows were analyzed and assessed, with particular emphasis on the net financial result and depreciation. Empirical research was carried out based on the financial data of entities listed on the Warsaw Stock Exchange in the period 2009-2018.

Key words: cash flow, net operating cash flows, depreciation and amortisation, net financial result.

Wprowadzenie

W niniejszym artykule przybliżono czynniki determinujące kształtowanie się operacyjnych przepływów pieniężnych w przedsiębiorstwie. Tym samym celem publikacji jest identyfikacja najistotniejszych źródeł tych przepływów i wzajemnych zależności pomiędzy operacyjnymi przepływami pieniężnymi netto a memoriałowymi wynikami finansowymi, generowanymi przez jednostki gospodarcze. Rozważania empiryczne zostały zrealizowane w oparciu o dane finansowe spółek notowanych na GPW w Warszawie w latach 2009-2018.

Publikacja ta jest częścią większych badań Autorów nad możliwościami wykorzystania rachunku przepływów pieniężnych w analizie finansowej podmiotów gospodarczych.

Struktura operacyjnych przepływów pieniężnych – ujęcie teoretyczne

Wstępem do analizy źródeł operacyjnych przepływów pieniężnych są rozważania prezentujące wzajemne relacje pomiędzy środkami netto wygenerowanymi z działalności podstawowej a wynikiem finansowym netto jednostki gospodarczej. Tym samym porównuje się efekty działalności jednostki gospodarczej w ujęciach: kasowym i memoriałowym.

Teoretycznie najistotniejszym źródłem operacyjnych przepływów pieniężnych w przedsiębiorstwie jest osiągany wynik finansowy. Te dwie kategorie ekonomiczne powinny zatem iść ze sobą w parze. Przywoływany w literaturze przedmiotu (Largay, Stickney, 1980;

Karbownik, 2012) przykład przedsiębiorstwa W.T. Grant Company pokazuje jednak, że nie zawsze taka sytuacja ma miejsce. Często w praktyce gospodarczej występują bowiem sytuacje, kiedy wykazywane przez jednostkę wyniki finansowe nie mają odzwierciedlenia w środkach pieniężnych bądź podmioty generujące ujemne wyniki finansowe są w stanie (przynajmniej krótkoterminowo) legitymować się nadwyżkami środków pieniężnych osiąganymi z działalności podstawowej.

Możliwe warianty zależności pomiędzy wynikiem finansowym netto i przepływami środków pieniężnych osiąganymi z działalności operacyjnej przedsiębiorstwa przedstawiono w tabeli 1.

Tabela 1

Warianty wzajemnych relacji zachodzących pomiędzy wynikiem finansowym netto przedsiębiorstwa a operacyjnymi przepływami pieniężnymi netto

Wariant	I	II	III	IV
Wynik finansowy netto	zysk	zysk	strata	strata
Operacyjne przepływy pieniężne netto	dodatnie	ujemne	dodatnie	ujemne

Źródło: opracowanie własne na podstawie literatury przedmiotu.

Z punktu widzenia oceny kondycji finansowej jednostki gospodarczej najkorzystniejsza sytuacja, wskazywana w wariantcie I, ma miejsce przy równoczesnym występowaniu zysku i nadwyżek środków pieniężnych generowanych z działalności podstawowej. Wariant ten świadczy o zdolności przedsiębiorstwa do generowania środków pieniężnych z działalności podstawowej. W celu głębszej analizy należałoby jednak porównać wartości obu powyższych kategorii ekonomicznych, ponieważ pewien niepokój mogłaby budzić sytuacja, kiedy efekt w ujęciu memoriałowym (tj. wynik finansowy netto) byłby znacząco większy od operacyjnej nadwyżki środków pieniężnych. Stan taki (szczególnie powtarzający się w kolejnych okresach sprawozdawczych) mógłby świadczyć o tzw. „papierowych zyskach” generowanych przez przedsiębiorstwo.

Wariant II przy pobieżnej analizie mógłby być zinterpretowany pozytywnie, zwłaszcza jeśli równocześnie wykazywane wyniki finansowe (a tym samym wskaźniki finansowe oparte na zysku netto) cechowałaby tendencja wzrostowa. Pogłębiona analiza powyższego wariantu wskazuje jednak na niepokojącą sytuację, w której działalność operacyjna nie jest źródłem środków pieniężnych, a wręcz wymaga dokapitalizowania. W toku rozważań należałoby się zastanowić, jakie czynniki determinują ujemną wartość środków pieniężnych z działalności podstawowej. Przykładowo, czy przedsiębiorstwo znacząco zamraża środki w kapitale obrotowym netto (inwestując np. w zapasy)? W takiej sytuacji środki zamrożone w obrocie przyszłościowo powinny przełożyć się na wzrost sprzedaży i poprawę efektów działalności jednostki (zarówno memoriałowych, jak i kasowych).

Z drugiej strony źródłem zysku jednostki mogą być pozostałe obszary działalności podmiotu (w głównej mierze działalność inwestycyjna). Jeżeli korzyści pochodzą z dokonanych wcześniej inwestycji (uzyskiwane przykładowo w formie odsetek bądź dywidend), fakt ten należy interpretować pozytywnie. Pamiętać jednak należy o niepokojącym ujemnym strumieniu środków pieniężnych z działalności podstawowej, mogącym świadczyć o pewnych problemach w podstawowym obszarze działalności. Jeżeli jednak dodatnie wyniki finansowe wynikają z faktu upłynniania majątku, to przy równoczesnych ujemnych przepływach pieniężnych z działalności operacyjnej sytuacja ta powinna być zinterpretowana jako bardzo niepokojąca.

W wariancie III ujemnemu wynikowi finansowemu towarzyszy dodatni strumień środków pieniężnych z działalności podstawowej. Krótkoterminowo sytuacja taka nie powinna budzić większego niepokoju, chyba, że przepływy te wynikają z wyprzedaży kapitału obrotowego w jednostce, co z kolei może świadczyć o ograniczaniu działalności podstawowej podmiotu podlegającego analizie.

Najbardziej niepokojący jest wariant IV, gdzie zarówno kategorie memoriałowe, jak też kasowe (świadczące o efektach gospodarowania) cechują wartości ujemne. Równoczesna strata netto i niedobór środków pieniężnych z działalności operacyjnej może być akceptowalny w krótkiej perspektywie czasowej. Powtarzalność tego stanu w kolejnych okresach będzie niewątpliwie sygnałem świadczącym o zagrożeniu kontynuacji działalności badanego przedsiębiorstwa. Poprawa sytuacji finansowej może wymagać szybkiego wdrożenia działań naprawczych w jednostce.

Kwestia analizy struktury operacyjnych przepływów pieniężnych została przybliżona m.in. w publikacji M. Sierpińskiej i T. Jachny (2006). Przywołani autorzy, obok analizy sald z poszczególnych rodzajów działalności i omówienia budowy wskaźników wydajności oraz wystarczalności gotówkowej, ukazali interesujące podejście do oceny źródeł operacyjnych przepływów pieniężnych, proponując następujący podział przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej:

- wynik finansowy netto;
- amortyzacja;
- korekty wyniku finansowego (mające charakter tak pieniężny, jak i niepieniężny, z wyjątkiem amortyzacji);
- zapotrzebowanie na kapitał obrotowy (wynikające ze zmian stanów składników działalności operacyjnej, tj. zapasów, należności, zobowiązań krótkoterminowych, rezerw i rozliczeń międzyokresowych).

W oparciu o przedstawiony podział w dobrze prosperującym przedsiębiorstwie można wyróżnić dwa podstawowe źródła środków pieniężnych z działalności podstawowej – wynik finansowy netto oraz amortyzację. Z punktu widzenia oceny sytuacji finansowej jednostki gospodarczej – w powyższej strukturze – najkorzystniejszy będzie dominujący udział wyniku finansowego. Oceniając znaczenie wyniku finansowego wśród źródeł środków pieniężnych z działalności operacyjnej przedsiębiorstwa, ocenie należy również poddać korekty tego wyniku (zarówno te mające charakter pieniężny, jak też niepieniężny). Dopiero skorygowany wynik finansowy odzwierciedla, jaka część operacyjnych przepływów pieniężnych została wygenerowana na działalności podstawowej jednostki gospodarczej. Pamiętać jednak należy, że ujemna wartość powyższych korekt może świadczyć o tym, iż wypracowany przez przedsiębiorstwo wynik finansowy w przeważającej części osiągnięty został w wyniku zdarzeń inwestycyjnych lub finansowych najczęściej mających charakter nieciągły.

Najistotniejszą niepieniężną korektą wyniku finansowego jest amortyzacja – koszt odzwierciedlający zużycie aktywów produkcyjnych przedsiębiorstwa. Wśród ogółu korekt wyniku finansowego pozycja ta w dłuższej perspektywie czasowej powinna kształtować się na porównywalnym poziomie. Kapitał amortyzacyjny, jako że jest istotnym źródłem środków pieniężnych z działalności operacyjnej, bardzo często wykorzystywany jest jako źródło finansowania bieżącej działalności jednostki. Pamiętać jednak przy tym należy, że teoretycznie to źródło finansowania powinno służyć odtworzeniu aktywów w przedsiębiorstwie. Jeśli tak nie jest, to w momencie wystąpienia potrzeb inwestycyjnych przedsiębiorstwo musi sięgnąć do innych, często zewnętrznych źródeł finansowania.

Ostatni z wymienionych obszarów wyróżnionych w analizie przepływów środków pieniężnych z działalności operacyjnej niesie informację o zamrożeniu lub uwolnieniu gotówki z działalności operacyjnej, wynikającym np. ze zwiększenia bądź zmniejszenia stanu zapasów, zobowiązań handlowych bądź pozostałych składników kapitału obrotowego.

Pomocne w ocenie źródeł środków pieniężnych prezentowanych w operacyjnych przepływach w rachunku przepływów pieniężnych mogą być też wybrane wskaźniki z grupy wskaźników struktury opisujących *cash flow*. Wyróżnienie ich, obok mierników wydajności oraz wystarczalności gotówkowej, zaproponowano m.in. w publikacji T. Waśniewskiego i W. Skoczylas (2002, s. 458-460). Przywołani autorzy wyróżnili w tej grupie m.in. wskaźnik udziału wyniku finansowego netto w operacyjnych przepływach pieniężnych i wskaźnik udziału amortyzacji w tych przepływach.

Wybrane polskie badania dotyczące źródeł operacyjnych przepływów pieniężnych

W 2003 roku D. Wędzki przedstawił wyniki swoich badań, dotyczących istotności przepływów pieniężnych w zarządzaniu finansami jednostek gospodarczych. Autor ten przeanalizował wzajemne zależności pomiędzy operacyjnymi przepływami netto, różnymi kategoriami wyniku finansowego i nadwyżką pieniężną (również opierając się na różnych kategoriach wyniku finansowego przedsiębiorstwa). Badania te zostały przeprowadzone z wykorzystaniem danych finansowych polskich przedsiębiorstw za lata 1999-2001. Stwierdził on, że nie istnieje korelacja między wynikiem finansowym netto czy wynikiem z działalności operacyjnej a operacyjnymi przepływami pieniężnymi netto. Wykazał, że wartość operacyjnych przepływów pieniężnych znacznie lepiej odzwierciedlają następujące kategorie ekonomiczne:

- wynik finansowy netto + amortyzacja;
- wynik na działalności operacyjnej + amortyzacja;
- wynik finansowy netto + amortyzacja +/- zmiana stanu zapasów +/- zmiana stanu należności +/- zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych bez kredytów.

Wyniki badań prezentujące analizę źródeł operacyjnych przepływów pieniężnych wśród przedsiębiorstw budowlanych oraz handlowych notowanych na GPW w Warszawie zostały przedstawione w publikacji współautora niniejszych analiz (Maślanka, 2008, s. 135-149). Wśród wniosków z przywołanych badań można wskazać, że:

- najstabilniejszym elementem kształtującym operacyjne przepływy pieniężne netto jest amortyzacja (zarówno wśród poszczególnych podmiotów, jak i wśród ogółu badanych przedsiębiorstw);
- bardzo często badane przedsiębiorstwa (dotyczy to głównie jednostek budowlanych) w sytuacji pojawiających się ujemnych wyników finansowych netto pozyskiwały środki pieniężne, uwalniając je z kapitału obrotowego (dodatni strumień odzwierciedlający zapotrzebowanie na kapitał obrotowy).

Rozważania na temat determinant kształtujących operacyjne przepływy pieniężne z podziałem na zewnętrzne i wewnętrzne zaprezentował B. Orliński (2013). Wśród czynników zewnętrznych jako najistotniejsze wskazał on m.in. ogólną sytuację makroekonomiczną, cykl koniunkturalny oraz cykl życia produktu. Pośród czynników wewnętrznych kształtujących operacyjne przepływy pieniężne B. Orliński jako najistotniejszy wskazuje metody amortyzacji, wyróżniając przy tym też m.in. politykę cenową i obszary związane z zarządzaniem kapitałem obrotowym w jednostce, tj. strategię kształtowania należności, gospodarowanie zapasami czy też uzyskiwany kredyt kupiecki od dostawców. Autor ten zwraca uwagę, że odpowiednie kształtowanie operacyjnych przepływów pieniężnych przekłada się krótkoterminowo wprost na utrzymanie płynności finansowej, a długoterminowo na wypłacalność jednostki.

Interesujące podejście do problemu struktury operacyjnych przepływów pieniężnych zaprezentowała w 2013 roku W. Skoczylas. W przywołanej publikacji został zaproponowany podział tych przepływów na przepływy pieniężne brutto z działalności operacyjnej¹ oraz strumień o charakterze inwestycyjnym, który odzwierciedla zmiany kapitału obrotowego netto. Zaproponowany przez tę autorkę podział operacyjnych przepływów pieniężnych poddany został analizie w oparciu o dane finansowe 31 przedsiębiorstw budowlanych notowanych na GPW w Warszawie w okresie 2009-2011. W toku analizy oceniono strukturę operacyjnych przepływów pieniężnych, dokonano porównania ze wskaźnikami płynności finansowej, cyklami zapasów, należności, zobowiązań oraz kondycją finansową badanych podmiotów. Należy podkreślić, że wśród wniosków autorka zwróciła uwagę na fakt, że operacyjne przepływy pieniężne brutto niosą wysoką wartość poznawczą na temat kondycji finansowej przedsiębiorstwa (czy większej grupy podmiotów) i mogą być wykorzystane w ocenie zagrożenia kontynuacji działalności jednostki gospodarczej.

Próba badawcza i zastosowane metody badawcze

Zaprezentowane rozważania przygotowane zostały z wykorzystaniem skonsolidowanych danych finansowych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Analiza objęła 10 kolejnych lat, tj. 2009-2018. Dane finansowe badanych przedsiębiorstw zaczerpnięto ze stron internetowych spółek, strony Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie (www.gpw.pl) oraz bazy danych Notoria Serwis.

W toku przeprowadzonych analiz pominięte zostały dane finansowe podmiotów gospodarczych, reprezentujących dość szeroko rozumiany sektor finansowy (m.in. banki, ubezpieczyciele, podmioty zajmujące się obrotem wierzytelnościami, fundusze inwestycyjne itp.). Pominięte zostały też dane finansowe jednostek, które prezentowały swoje sprawozdania finansowe w walucie obcej i przedsiębiorstwa, które nie sporządzały skonsolidowanych sprawozdań finansowych. Ostatecznie w przeprowadzonych analizach wykorzystane były dane finansowe 349 podmiotów gospodarczych. Część spółek poddanych analizie była notowana na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w całym rozważanym okresie, tj. w latach 2009-2018. Z drugiej strony wiele badanych jednostek gospodarczych w rozważanych latach debiutowało na GPW w Warszawie bądź (z różnych przyczyn) zostało z Giełdy wycofanych. Ponadto część podmiotów prezentowało swoje skonsolidowane sprawozdania finansowe nie we wszystkich analizowanych latach. Stąd liczebność przedsiębiorstw, których dane finansowe zostały poddane ocenie w poszczególnych latach jest różna – szczegółowe informacje ukazano w tabeli 2.

Tabela 2

Wielkość analizowanej próby w poszczególnych latach

Rok	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Liczba spółek	220	240	260	276	291	298	304	305	300	280

Zródło: opracowanie własne.

¹ Przepływy te odzwierciedlają wynik finansowy netto wraz z korektami pieniężnymi i niepieniężnymi, z wyjątkiem korekt informujących o zmianach stanów składników działalności operacyjnej.

W oparciu o dane finansowe wskazanych podmiotów gospodarczych w niniejszym artykule zaprezentowana została wstępna analiza rachunku przepływów pieniężnych. Ocenie poddano kształtowanie źródeł operacyjnych przepływów pieniężnych wśród badanych podmiotów, a także zweryfikowano wzajemne zależności pomiędzy memoriałowymi i kasowymi efektami działalności analizowanych jednostek, tj. pomiędzy wynikiem finansowym netto, wynikiem z działalności operacyjnej przedsiębiorstwa a operacyjnymi przepływami środków pieniężnych netto.

Analizując strukturę operacyjnych przepływów pieniężnych netto, wyróżniono wynik finansowy netto, amortyzację (tym samym uwzględniono nadwyżkę pieniężną), korekty pieniężne i niepieniężne wyniku finansowego oraz zmiany stanów składników działalności operacyjnej (zapasów, należności, zobowiązań oraz rezerw krótkoterminowych, jak również krótkoterminowych rozliczeń międzyokresowych), czyli informację o zamrożeniu bądź uwolnieniu środków pieniężnych w kapitale obrotowym.

Struktura operacyjnych przepływów pieniężnych – wyniki badań empirycznych

W pierwszej kolejności zestawiono generowane przez analizowane przedsiębiorstwa efekty działalności (w ujęciu tak kasowym, jak i memoriałowym). Tym samym porównano kształtowanie się operacyjnych przepływów pieniężnych netto oraz wyniki finansowe netto, osiągnięte przez badane podmioty gospodarcze.

Analizując zaprezentowane dane, zauważyć należy, że w całym badanym okresie istotnie dominowały podmioty gospodarcze charakteryzujące się nadwyżkami pieniężnymi osiąganymi z działalności podstawowej i równocześnie generowanymi zyskami netto. Ich udział wahał się od 61,4% w 2009 roku do 71,1% w roku 2013, natomiast za cały analizowany okres wartość ta wyniosła 65,9%. Równocześnie spółki, które wykazywały ujemne operacyjne przepływy pieniężne netto oraz stratę netto, stanowiły w całym rozważanym okresie niecałe 10% ogółu badanych (od 7,1% w 2010 roku do 11,2% w roku 2012).

W 80,0% przypadków analizowane podmioty cechowały się dodatnimi przepływami netto z podstawowej działalności. Najmniejszy odsetek takich jednostek wystąpił w roku 2011 (74,3%), natomiast największy, 84,5%, w latach 2013 i 2015. Dodatni wynik finansowy netto zaobserwowano w 76,6% analizowanych sytuacji – najczęściej tego typu podmiotów zidentyfikowano w roku 2011 (82,0%), zaś najmniej rok później, tj. w 2012 roku (72,6%). Praktycznie we wszystkich badanych latach liczba podmiotów charakteryzujących się dodatnimi operacyjnymi przepływami netto była większa od jednostek osiągających dodatnie wyniki finansowe. Wyjątkiem były tutaj lata 2010 i 2011, kiedy to przeważały spółki generujące zyski netto z całokształtu działalności.

Tabela 3

Operacyjne przepływy pieniężne netto a wynik finansowy netto wśród badanych podmiotów ogółem

Operacyjne przepływy pieniężne	Wynik finansowy netto	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	W całym okresie
+	+	135	160	175	175	207	199	207	193	199	181	1 831
-	+	27	33	39	26	22	29	25	39	23	33	296
+	-	37	30	19	45	39	38	50	44	50	39	391
-	-	21	17	28	31	23	32	22	30	28	28	260
Łącznie		220	240	261	277	291	298	304	306	300	281	2 778

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 4

Operacyjne przepływy pieniężne netto a wynik finansowy netto wśród badanych podmiotów ogółem (w %)

Operacyjne przepływy pieniężne	Wynik finansowy netto	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	W całym okresie
+	+	61,4	66,7	67,0	63,2	71,1	66,8	68,1	63,1	66,3	64,4	65,9
-	+	12,3	13,8	14,9	9,4	7,6	9,7	8,2	12,7	7,7	11,7	10,7
+	-	16,8	12,5	7,3	16,2	13,4	12,8	16,4	14,4	16,7	13,9	14,1
-	-	9,5	7,1	10,7	11,2	7,9	10,7	7,2	9,8	9,3	10,0	9,4
Łącznie		100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Źródło: opracowanie własne.

W dalszej części rozważań Autorzy zaprezentowali źródła operacyjnych przepływów pieniężnych wśród ogółu badanych jednostek z uwzględnieniem ich podziału na przedsiębiorstwa generujące dodatnie bądź ujemne przepływy pieniężne z działalności podstawowej. Trzy pierwsze tabele uwzględniają dane finansowe dla ogółu badanych podmiotów gospodarczych. Jak można zauważyć, analizując zaprezentowane dane, w całym rozważanym okresie badane podmioty gospodarcze łącznie osiągały nadwyżkę środków pieniężnych z działalności podstawowej. Najbardziej stabilnym i przewidywalnym źródłem gotówki operacyjnej był kapitał amortyzacyjny, którego udział wahał się od 43,2% w 2010 roku do 62,6% w roku 2015. Bardzo istotny udział w kształtowaniu gotówki operacyjnej miały skumulowane wyniki finansowe netto badanych przedsiębiorstw – z tym, że ich udział w operacyjnych przepływach pieniężnych podlegał znacznie większym wahaniom (od -4,0% w 2015 roku do 81,4% w roku 2011). Zauważalnie wyższa stabilność cechuje wynik finansowy netto skorygowany o zdarzenia nieoperacyjne i niepieniężne uwzględniane przy szacowaniu memoriałowego zysku bądź straty. Jego udział w gotówce operacyjnej wahał się od 38,4% w 2015 do 74,9% w roku 2011.

W większości analizowanych lat skumulowane przepływy pieniężne wśród badanych podmiotów, związane z kapitałem obrotowym, wykazywały wartość ujemną, niosąc informacje o wydatkach czynionych na zwiększenie środków finansowych zamrożonych w obrocie. W większości przypadków świadczyło to o rozwoju i wzroście badanych jednostek gospodarczych. Wyjątkiem były tutaj lata 2009-2010 i rok 2013, kiedy zaobserwowano uwalnianie środków z działalności podstawowej. Potwierdzeniem powyższego faktu są dane zaprezentowane w kolejnej tabeli, ukazującej wzajemną relację pomiędzy przepływami netto z działalności operacyjnej a skorygowaną nadwyżką pieniężną (wyznaczoną jako suma skorygowanego wyniku finansowego netto oraz amortyzacji). Jak można zaobserwować, tylko w latach 2009 i 2013 nieznacznie przeważał odsetek podmiotów, w których środki wygenerowane z działalności podstawowej były większe od wartości skorygowanej nadwyżki pieniężnej.

Tabela 5

Źródła operacyjnych przepływów pieniężnych wśród badanych podmiotów – lata 2009-2013 (dane w tys. zł)

Wyszczególnienie	2009	2010	2011	2012	2013
Liczba przedsiębiorstw	220	240	260	276	291
Operacyjne przepływy pieniężne	38 070 088	43 798 984	43 670 988	43 543 456	57 052 266
Wynik finansowy netto	14 084 433	22 190 790	35 534 024	19 166 854	18 344 936
Amortyzacja	18 350 763	18 941 538	21 426 238	24 050 908	25 444 312
Zapotrzebowania na kapitał obrotowy	2 829 065	2 218 141	-10 461 112	-4 802 025	8 835 264
Korekty pieniężne i niepieniężne (bez amortyzacji) wyniku finansowego	2 805 827	448 515	-2 828 162	5 127 718	4 427 755
Skorygowany wynik finansowy²	16 890 260	22 639 305	32 705 861	24 294 573	22 772 690

Źródło: opracowanie własne.

² Korekty obejmują zdarzenia nieoperacyjne oraz niepieniężne kształtujące wynik finansowy. Korekty te, łącznie, zaprezentowano w tabeli we wcześniejszym wierszu.

Tabela 6

Źródła operacyjnych przepływów pieniężnych wśród badanych podmiotów – lata 2014-2018 (dane w tys. zł)

Wyszczególnienie	2014	2015	2016	2017	2018
Liczba przedsiębiorstw	298	304	305	300	280
Operacyjne przepływy pieniężne	49 151 588	59 383 811	60 321 130	59 492 676	53 009 447
Wynik finansowy netto	10 398 902	-2 381 669	16 399 665	30 803 423	25 933 314
Amortyzacja	27 222 525	37 194 870	28 979 265	28 789 114	30 455 790
Zapotrzebowania na kapitał obrotowy	-1 202 337	-625 908	-126 058	-2 374 417	-6 938 596
Korekty pieniężne i niepieniężne (bez amortyzacji) wyniku finansowego	12 732 498	25 196 518	15 068 258	2 274 556	3 558 939
Skorygowany wynik finansowy	23 131 400	22 814 849	31 467 923	33 077 978	29 492 253

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 7

Struktura źródeł operacyjnych przepływów pieniężnych wśród badanych podmiotów (w %)

Wyszczególnienie	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Operacyjne przepływy pieniężne	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Wynik finansowy netto	37,0	50,7	81,4	44,0	32,2	21,2	-4,0	27,2	51,8	48,9
Amortyzacja	48,2	43,2	49,1	55,2	44,6	55,4	62,6	48,0	48,4	57,5
Zapotrzebowania na kapitał obrotowy	7,4	5,1	-24,0	-11,0	15,5	-2,4	-1,1	-0,2	-4,0	-13,1
Korekty pieniężne i niepieniężne (bez amortyzacji) wyniku finansowego	7,4	1,0	-6,5	11,8	7,8	25,9	42,4	25,0	3,8	6,7
Skorygowany wynik finansowy	44,4	51,7	74,9	55,8	39,9	47,1	38,4	52,2	55,6	55,6

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 8

Operacyjne przepływy środków pieniężnych netto a skorygowana nadwyżka finansowa wśród badanych podmiotów gospodarczych (w %)

Wyszczególnienie	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Łącznie
operacyjne przepływy pieniężne netto > skorygowana nadwyżka finansowa	51,8	40,8	30,7	49,5	51,9	39,9	50,0	39,5	43,7	42,3	44,0
operacyjne przepływy pieniężne netto < skorygowana nadwyżka finansowa	48,2	59,2	69,3	50,5	48,1	60,1	50,0	60,5	56,3	57,7	56,0

Źródło: opracowanie własne.

Jak już wcześniej zostało wspomniane, wśród badanych spółek w całym analizowanym okresie dominowały podmioty gospodarcze osiągające nadwyżki środków pieniężnych z działalności podstawowej (udział tych podmiotów wahał się w rozważanych latach na poziomie od 74,3% do 84,5%). Tym samym, jak można domniemywać, większość składowych operacyjnych przepływów pieniężnych netto była w dominującej części kształtowana przez te jednostki. Szczegółowe zestawienie czynników wpływających na przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej wśród podmiotów osiągających nadwyżki pieniężne i cechujące się ujemnym strumieniem środków z działalności podstawowej przybliżono w kolejnych tabelach.

Najstabilniejszym źródłem gotówki operacyjnej wśród podmiotów generujących dodatnie przepływy środków pieniężnych z działalności podstawowej był kapitał amortyzacyjny, który stanowił od 41,7% przepływów operacyjnych w 2010 roku do 61,3% w roku 2015. Równocześnie skorygowany wynik finansowy netto waha się od 37,7% w roku 2015 do 70,6 w 2011. Skumulowane wydatki na kapitał obrotowy cechowały się dużą zmiennością (przez 5 spośród analizowanych lat wykazywały znak plus, a przez 5 kolejnych lat znak minus).

Wśród spółek cechujących się ujemnymi przepływami pieniężnymi netto z działalności operacyjnej w największym stopniu na wykazywane przepływy oddziaływały wykazywane straty netto i wydatki czynione na kapitał obrotowy (w 9 na 10 rozpatrywanych lat skumulowane strumienie związane z kapitałem obrotowym były ujemne).

Tabela 9

Źródła operacyjnych przepływów pieniężnych wśród przedsiębiorstw osiągających nadwyżki z działalności podstawowej – lata 2009-2013 (dane w tys. zł)

Wyszczególnienie	2009	2010	2011	2012	2013
Operacyjne przepływy pieniężne	38 796 513	44 684 814	45 828 504	45 758 340	58 135 028
Wynik finansowy netto	15 060 019	21 976 250	35 578 562	23 980 115	19 077 549
Amortyzacja	17 997 363	18 638 181	20 699 519	23 491 802	25 022 941
Zapotrzebowania na kapitał obrotowy	3 553 778	3 327 012	-7 204 100	-6 164 697	9 942 027
Korekty pieniężne i niepieniężne (bez amortyzacji) wyniku finansowego	2 185 353	743 371	-3 245 477	4 451 120	4 092 511
Skorygowany wynik finansowy	17 245 372	22 719 621	32 333 085	28 431 235	23 170 060

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 10

Źródła operacyjnych przepływów pieniężnych wśród przedsiębiorstw osiągających nadwyżki z działalności podstawowej – lata 2014-2018 (dane w tys. zł)

Wyszczególnienie	2014	2015	2016	2017	2018
Operacyjne przepływy pieniężne	50 352 744	60 264 620	62 240 876	61 425 194	55 150 644
Wynik finansowy netto	11 501 916	-2 376 660	15 819 851	31 725 110	25 738 809
Amortyzacja	26 485 150	36 934 933	28 553 382	28 481 308	30 011 537
Zapotrzebowania na kapitał obrotowy	-386 759	604 424	2 449 421	-647 319	-4 272 222
Korekty pieniężne i niepieniężne (bez amortyzacji) wyniku finansowego	12 752 437	25 101 923	15 418 222	1 866 095	3 672 520
Skorygowany wynik finansowy	24 254 352	22 725 263	31 238 073	33 591 205	29 411 329

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 11

Determinanty operacyjnych przepływów pieniężnych wśród przedsiębiorstw generujących ujemne strumienie z działalności podstawowej – lata 2009-2013 (dane w tys. zł)

Wyszczególnienie	2009	2010	2011	2012	2013
Operacyjne przepływy pieniężne	-726 425	-885 830	-2 157 516	-2 214 884	-1 082 762
Wynik finansowy netto	-975 586	214 540	-44 538	-4 813 261	-732 614
Amortyzacja	353 400	303 357	726 720	559 106	421 371
Zapotrzebowania na kapitał obrotowy	-724 713	-1 108 871	-3 257 012	1 362 672	-1 106 763
Korekty pieniężne i niepieniężne (bez amortyzacji) wyniku finansowego	620 474	-294 856	417 314	676 598	335 244
Skorygowany wynik finansowy	-355 112	-80 316	372 776	-4 136 663	-397 370

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 12

Determinanty operacyjnych przepływów pieniężnych wśród przedsiębiorstw generujących ujemne strumienie z działalności podstawowej – lata 2014-2018 (dane w tys. zł)

Wyszczególnienie	2014	2015	2016	2017	2018
Operacyjne przepływy pieniężne	-1 201 156	-880 809	-1 919 746	-1 932 519	-2 141 197
Wynik finansowy netto	-1 103 014	-5 010	579 814	-921 687	194 505
Amortyzacja	737 375	259 937	425 883	307 806	444 254
Zapotrzebowania na kapitał obrotowy	-815 578	-1 230 332	-2 575 479	-1 727 098	-2 666 374
Korekty pieniężne i niepieniężne (bez amortyzacji) wyniku finansowego	-19 939	94 595	-349 964	408 461	-113 582
Skorygowany wynik finansowy	-1 122 953	89 586	229 850	-513 226	80 923

Zródło: opracowanie własne.

Rozwinięciem analizy wstępnej rachunku przepływów pieniężnych jest weryfikacja problemu: które z rozpatrywanych kategorii memoriałowych najlepiej odzwierciedlają operacyjne przepływy pieniężne netto. W tym też celu, w oparciu o dane finansowe badanych jednostek gospodarczych, zweryfikowane zostały zależności korelacyjne pomiędzy operacyjnymi przepływami pieniężnymi netto a:

- wynikiem finansowym netto;
- wynikiem na działalności operacyjnej;
- nadwyżką pieniężną (odwołującą się do wyniku finansowego netto);
- nadwyżką pieniężną (odwołującą się do wyniku na działalności operacyjnej);
- nadwyżką pieniężną (odwołującą się do wyniku finansowego netto), skorygowaną o zmiany stanu składników działalności operacyjnej;
- nadwyżką pieniężną (odwołującą się do wyniku na działalności operacyjnej) skorygowaną o zmiany stanu składników działalności operacyjnej.

Uzyskane w toku badań wyniki, odzwierciedlające przywołane zależności korelacyjne, zaprezentowano w tabeli poniżej.

Tabela 13

Korelacja operacyjnych przepływów pieniężnych netto z kategoriami memoriałowymi będącymi przybliżeniami tych przepływów wśród ogółu badanych podmiotów

Lp.	Wyszczególnienie (operacyjne przepływy pieniężne netto a...)	Współczynnik korelacji
1.	Wynik finansowy netto	0,669
2.	Wynik na działalności operacyjnej (EBIT)	0,749
3.	Wynik finansowy netto + Amortyzacja	0,904
4.	Wynik na działalności operacyjnej + Amortyzacja	0,921
5.	Wynik finansowy netto + Amortyzacja + Zmiany stanów składników działalności operacyjnej	0,935
6.	Wynik na działalności operacyjnej + Amortyzacja + Zmiany stanów składników działalności operacyjnej	0,951

Zródło: opracowanie własne.

Analiza zaprezentowanych wyników prowadzi do wniosku, wskazującego, że kategorie memoriałowe mogą być stosunkowo dobrym przybliżeniem operacyjnych przepływów pieniężnych netto. Uzyskane tym samym wyniki wskazują na istniejącą dość mocną zależność pomiędzy kasowym wynikiem z działalności podstawowej a wynikami memoriałowymi z rachunku zysków i strat. W przypadku wyniku finansowego netto korelacja ta wyniosła 0,669, a w przypadku wyniku na działalności operacyjnej 0,749. Zauważalna, silniejsza, zależność z wynikiem na działalności operacyjnej jest jak najbardziej logiczna, gdyż w przeciwieństwie do wyniku finansowego netto pomija on część przychodów i kosztów związanych bezpośrednio

z działalnością inwestycyjną (większość przychodów finansowych) i finansową (większość kosztów finansowych). Podobne zależności korelacyjne (jednak o mniejszej sile, zwłaszcza w przypadku przedsiębiorstw budowlanych) wykazane były już we wcześniejszych badaniach T. Maślanki (2008, s. 142-149).

Wzięcie pod uwagę w rozważaniach kapitału amortyzacyjnego znacząco podnosi wartości wyznaczonych współczynników korelacji. W przypadku zależności pomiędzy operacyjnymi przepływami pieniężnymi netto a nadwyżką pieniężną, odwołującą się do wyniku finansowego netto, współczynnik ten wynosi 0,904, a uwzględniając wynik na działalności operacyjnej, korelacja ta jest jeszcze mocniejsza i wynosi 0,921. Jak można domniemywać, ujęcie kolejnej kategorii, czyli zmian stanów składników działalności operacyjnej (tj. zmiany stanu zapasów, należności, zobowiązań krótkoterminowych, rezerw oraz rozliczeń międzyokresowych) też korzystnie wpływa na wyznaczone współczynniki korelacji (wynoszą one odpowiednio: 0,935 i 0,951).

Uzyskane wyniki są logicznym odzwierciedleniem budowy operacyjnych przepływów pieniężnych netto. Podkreślić należy, że podobne zależności korelacyjne, jednak o znacznie mniejszej sile, zostały wykazane już we wcześniejszych publikacjach dotyczących powyższej problematyki (Wędzki, 2003; Maślanka, 2008, s. 142-149). W przywołanych w nich wynikach badań wykazano silniejszy związek korelacyjny środków z działalności operacyjnej z wynikiem na działalności operacyjnej, w porównaniu do wyniku netto. Wskazano też, że najlepszym przybliżeniem operacyjnych przepływów netto jest nadwyżka pieniężna, skorygowana o zmiany stanów składników działalności operacyjnej.

Podsumowanie

W ramach zebranych danych i następnie w toku przeprowadzonych w oparciu o nie analiz potwierdzono wcześniejsze wnioski (Maślanka, 2008, s. 142-149), wskazujące, że najlepszym przybliżeniem środków pieniężnych z działalności operacyjnej jest suma wyniku na działalności operacyjnej, amortyzacji i wpływów bądź też wydatków związanych z kapitałem obrotowym w przedsiębiorstwie. Udało się także wykazać, że głównym źródłem środków pieniężnych generowanych z działalności podstawowej jest nadwyżka pieniężna (tj. wynik finansowy netto powiększony o kapitał amortyzacyjny).

Bibliografia

- Karbownik, L. (2012). Kasowe i memoriałowe mierniki oceny bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa. *Acta Universitatis Lodziensis, Folia Oeconomica* 267, 79-93.
- Largay, J.A., Stickney, C.P. (1980). Cash Flows, Ratio Analysis and the W. T. Grant Company Bankruptcy. *Financial Analysts Journal*, July-August, 51-54.
- Maślanka, T. (2008). *Przepływy pieniężne w zarządzaniu finansami przedsiębiorstw*. Warszawa: C.H. Beck.
- Orliński, B. (2013). Czynniki kształtujące przepływy pieniężne z działalności operacyjnej. *Studia Oeconomica Posnaniensia*, 1/12(261), 73-86.
- Sierpińska, M., Jachna, T. (2006). *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Skoczylas, W. (2013). Przepływy pieniężne brutto z działalności operacyjnej w ocenie zagrożenia utraty płynności finansowej przedsiębiorstw w czasie kryzysu. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, 765 (Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia)*, 61, 99-110.
- Waśniewski, T., Skoczylas, W. (2002). *Teoria i praktyka analizy finansowej w przedsiębiorstwie*. Warszawa: Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce.
- Wędzki, D. (2003). Statystyczna weryfikacja istotności przepływów pieniężnych. *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*, 19(75), 103-119.