

JANUSZ NARKIEWICZ

*Sprawozdawczość finansowa jako podstawa oceny sytuacji  
ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstwa*

---

The financial report as a base of an estimate of the company's economic-financial standing

Sprawozdanie finansowe przedsiębiorstwa można zdefiniować jako „usystematyzowany zbiór wybranych informacji, tworzonych zarówno przez rachunkowość, jak i poza nią, charakteryzujący minioną i obecną sytuację finansowo-majątkową jednostki gospodarczej oraz wielkość osiągniętego wyniku finansowego, jako rezultatu działalności tej jednostki”.<sup>1</sup> Informacje te sporządzane są dla potrzeb wewnętrznych i zewnętrznych przedsiębiorstwa, a ich odbiorcami są m.in.:

- inwestorzy, oceniający ryzyko związane z zaangażowaniem kapitałów i stopą ich zwrotu,
- wierzyciele, zainteresowani zdolnością jednostki gospodarczej do spłaty i obsługi długu,
- kierownictwo (zarząd) przedsiębiorstwa, wykorzystujące dane sprawozdawcze do podejmowania decyzji dotyczących bieżącego i przyszłego funkcjonowania firmy,
- instytucje rządowe, wykorzystujące informacje pochodzące ze sprawozdań finansowych do sprawnego zarządzania gospodarką, w tym kontroli realizacji planowanych wpływów budżetowych,
- klienci i kontrahenci handlowi, oceniający ryzyko zawieranych kontraktów i transakcji gospodarczych,
- pracownicy, którzy na podstawie danych sprawozdania finansowego oceniają możliwości zagwarantowania pracy i wypłaty wynagrodzeń,

---

<sup>1</sup> Z. Kołaczyk, *Rachunkowość finansowa*, AE, Poznań 1997, s. 455.

– społeczeństwo, oceniające na podstawie sprawozdań wpływ jednostki gospodarczej na rozwój regionalny, głównie w aspekcie tworzenia miejsc pracy i oddziaływania na środowisko naturalne.

Zgodnie ze znowelizowaną ustawą o rachunkowości sprawozdanie finansowe wszystkich jednostek prowadzących księgi rachunkowe składa się z:<sup>2</sup>

- bilansu,
- rachunku zysków i strat,
- informacji dodatkowej, obejmującej wprowadzenie do sprawozdania finansowego oraz dodatkowe informacje i objaśnienia.

Ponadto podmioty gospodarcze zobowiązane do badania i ogłaszania sprawozdań finansowych, w tym m.in. spółki akcyjne oraz jednostki gospodarcze prowadzące działalność na dużą skalę, zobowiązane są do sporządzania **rachunku przepływów pieniężnych i zestawienia zmian w kapitale (funduszu) własnym**.<sup>3</sup>

W spółkach kapitałowych, товариств ubezpieczeń wzajemnych, spółdzielniach i przedsiębiorstwach państwowych dodatkowym elementem składowym rocznego sprawozdania finansowego jest sprawozdanie z działalności jednostki, sporządzane w formie opisowej, zawierające istotne informacje o stanie majątkowym i sytuacji finansowej.

Informacje zawarte w sprawozdaniu finansowym stanowią najbardziej wiarygodne źródło analizy sytuacji ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstwa. W analizie tej przyjmowane są zazwyczaj takie podstawowe kryteria oceny, jak:

- rentowność,
- płynność finansowa,
- niezależność finansowa,
- ryzyko finansowe.

Wymienione kryteria poddawane są ocenie, w ramach wstępnej analizy finansowej określanej często mianem „czytania sprawozdań finansowych”, jak również w procesie szczegółowych analiz wskaźnikowych i czynnikowych, które mają m.in. na celu identyfikację czynników wpływających na zmiany w sytuacji finansowej przedsiębiorstw.

---

<sup>2</sup> Ustawa z dnia 29 września o rachunkowości, Dz.U. nr 121, poz. 591 z późn. zm.

<sup>3</sup> Obowiązek sporządzania tych elementów sprawozdania ciąży m.in. na jednostkach, które spełniły w roku poprzedzającym rok obrotowy co najmniej dwa z trzech warunków: a) średnioroczne zatrudnienie w przeliczeniu na pełne etaty wyniosło co najmniej 50 osób, b) suma aktywów bilansu na koniec roku obrotowego stanowiła równowartość w walucie polskiej co najmniej 2 500 000 EU, c) przychody netto ze sprzedaży towarów i produktów oraz operacji finansowych za rok obrotowy stanowiły równowartość w walucie polskiej co najmniej 5 000 000 EU.

## OCENA RENTOWNOŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA W UJĘCIU ABSOLUTNYM I WZGLĘDNYM

Rentowność przedsiębiorstwa związana jest z osiąganiem zysku, będącego najogólniej rzecz biorąc nadwyżką osiągniętych przychodów nad kosztami. Podstawowe dane do oceny rentowności pochodzą z rachunku zysków i strat, który zawiera przychody i zyski oraz koszty i straty w przekroju różnych rodzajów działalności przedsiębiorstwa oraz obowiązkowe obciążenia wyniku finansowego, wpływające ostatecznie na wynik finansowy netto. Uproszczony schemat tworzenia wyniku finansowego netto przedsiębiorstwa prezentuje rycina 1.

Pierwszym etapem analizy rentowności przedsiębiorstwa jest ocena wyników finansowych w ujęciu bezwzględny. Wyniki finansowe osiągnięte w badanym okresie porównywane są z wynikami uzyskanymi w okresach ubiegłych, wynikami planowanymi lub uzyskanymi przez inne przedsiębiorstwa. Na tym etapie analizy rentowności obliczane są m.in. odchylenia bezwzględne i wskaźniki dynamiki wyniku finansowego i tworzących go elementów składowych. W dalszej kolejności oblicza się wskaźniki struktury, obrazujące wpływ różnych kategorii przychodów i zysków oraz kosztów i strat, a także obowiązkowych obciążeń wyniku finansowego na osiągnięty wynik przedsiębiorstwa.

W ramach syntetycznej oceny rentowności ważne znaczenia przypisać należy ocenie zmian wyniku finansowego na tle zmian innych wielkości ekonomicznych, takich jak: zatrudnienie, przychody ze sprzedaży oraz majątek przedsiębiorstwa. Rezultatem tych porównań jest ocena stopnia realizacji tzw. wzorcowych układów nierówności, co wskazuje na występowanie intensywnych bądź ekstensywnych form gospodarowania.

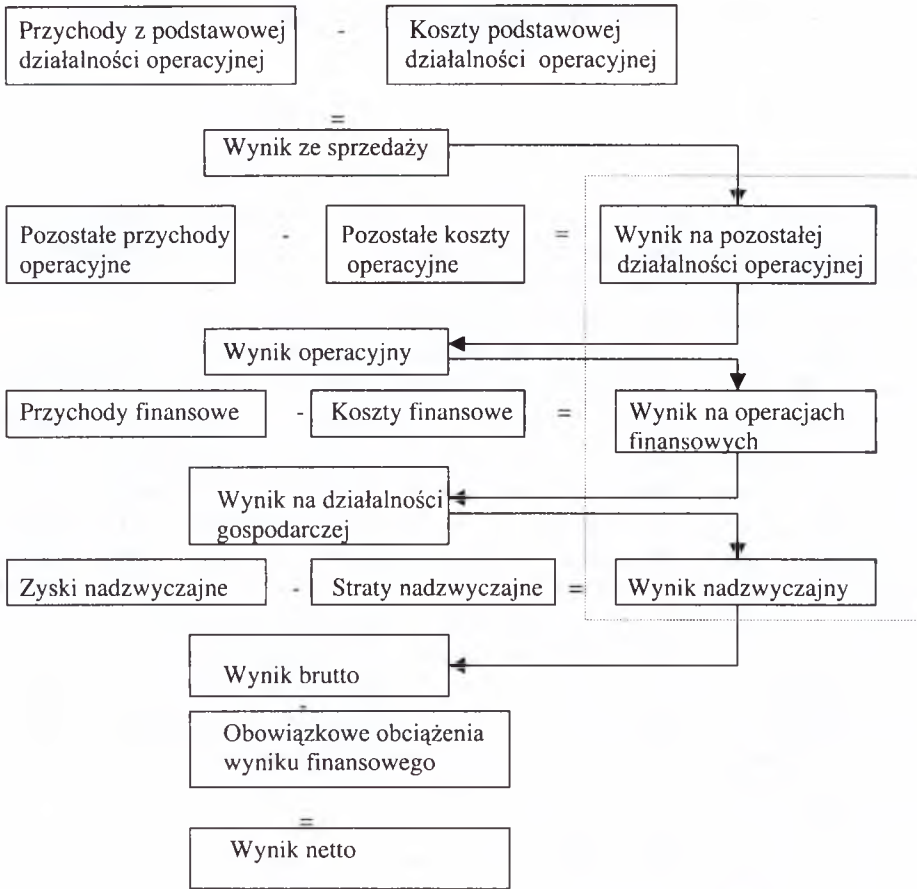
Wzorcowy ilościowy układ nierówności przedstawia optymalne relacje pomiędzy względny przyrostem zatrudnienia ( $\Delta R$ ), majątku ( $\Delta M$ ), przychodów ( $\Delta P$ ) i zysku ( $\Delta Z$ ):<sup>4</sup>

$$\Delta R < \Delta M < \Delta P < \Delta Z$$

Jakościowy wzorcowy układ nierówności przedstawia natomiast pożądane zależności, jakie powinny występować pomiędzy względnymi zmianami najważniejszych wskaźników ekonomiczno-finansowych, tj. wyposażenia majątkowego ( $\Delta M/R$ ), rotacji majątku ( $\Delta P/M$ ), wydajności pracy ( $\Delta P/R$ ), rentowności przychodów ( $\Delta Z/P$ ), rentowności majątku ( $\Delta Z/M$ ) i rentowności zatrudnienia ( $\Delta Z/R$ ):

$$\Delta M/R < \Delta P/M < \Delta P/R < \Delta Z/P < \Delta Z/M < \Delta Z/R$$

<sup>4</sup> W dalszej części opracowania przyjęto założenie, że przedsiębiorstwo osiąga zysk ze sprzedaży i zysk netto. Te kategorie wyniku finansowego są najczęściej poddawane ocenie porównawczej i analizie czynnikowej.



Ryc. 1. Schemat tworzenia wyniku finansowego netto przedsiębiorstwa

A schema of creating the financial net result of a company

Źródło: B. Olzacka, R. Pałczyńska-Gościńskiak, *Jak oceniać firmę*, ODDK, Gdańsk 1995, s. 21.

Zachowanie właściwych kierunków w przedstawionych układach nierówności pozwala na pozytywną ocenę wyniku finansowego i oznacza występowanie intensywnych form gospodarowania w przedsiębiorstwie. Każda zmiana kierunku zależności wskazuje natomiast na ekstensywne gospodarowanie, wobec czego istotna jest identyfikacja czynników wpływających na niekorzystne kształtowanie się określonych relacji ekonomicznych.

W identyfikacji ekstensywnych i intensywnych czynników wpływających na odchylenie bezwzględne zysku przedsiębiorstwa pomocne mogą być następujące formuły:

$$Z = R \times M/R \times P/M \times Z/P \text{ lub } Z = R \times K_p \times P/K_p \times Z/P$$

gdzie:  $K_p$  – koszty pracy; pozostałe oznaczenia – jak poprzednio.

Stosując jedną z technicznych metod badania przyczynowego można ustalić wpływ czynników ekstensywnych (zatrudnienia i wyposażenia majątkowego lub zatrudnienia i średniego kosztu pracy przypadającego na 1 zatrudnionego) i intensywnych (wydajności pracy i rentowności sprzedaży lub produktywności kosztów pracy i rentowności sprzedaży) na odchylenie zysku badanego przedsiębiorstwa.

W przypadku ograniczonego asortymentu produkcji i sprzedaży w ramach wstępnej oceny wyniku finansowego, można ustalić wpływ zmian ilości i struktury sprzedawanych wyrobów, cen jednostkowych i jednostkowych kosztów wytworzenia na odchylenie zysku, co związane jest z wykorzystaniem następującej formuły zapisu zysku (marży brutto<sup>5</sup>) ze sprzedaży:

$$Zs = \sum q_i (c_i - k_i)$$

gdzie:  $q_i$  – ilość sprzedaży i-tego wyrobu,  
 $c_i$  – cena jednostkowa sprzedaży wyrobu  $i$ ,  
 $k_i$  – koszt jednostkowy wytworzenia wyrobu  $i$ .

Ocena rentowności w ujęciu bezwzględny, na podstawie kształtowania się wymienionych kategorii wyniku finansowego, wykorzystywana jest w ograniczonym zakresie i dotyczy z reguły analizy porównawczej wyników osiągniętych przez tą samą jednostkę gospodarczą w różnych okresach sprawozdawczych. Ze względu na zróżnicowaną skalę działalności, odmienną strukturę i wielkość zaangażowanych czynników produkcji, utrudnione jest porównywanie wyników finansowych w ujęciu absolutnym uzyskiwanych przez różne przedsiębiorstwa.

W celu dokonania pomiaru rentowności stosuje się więc częścię wielkości względne (wskaźniki) w postaci relacji wyniku finansowego do innych kategorii ekonomicznych przyjętych za podstawę. Generalnie można wyróżnić cztery podstawowe aspekty rentowności:

- rentowność sprzedaży, określaną też często rentownością handlową,
- rentowność majątku, zwaną również rentownością ekonomiczną,
- rentowność kapitałów własnych, określaną także mianem rentowności finansowej,
- rentowność zatrudnienia.

Podstawowe wskaźniki rentowności stosowane najczęściej w analizach finansowych prezentuje tabela 1. Obliczane są one przede wszystkim na podstawie danych zawartych w sprawozdaniach finansowych przedsiębiorstwa, tj. bilansie, rachunku zysków i strat i informacji dodatkowej. W przypadku

<sup>5</sup> W większości jednostek produkcyjnych ustala się jedynie jednostkowy techniczny koszt wytworzenia, z pominięciem tzw. kosztów okresu. Z kolei, w jednostkach handlowych koszty jednostkowe obejmują przeważnie jednostkowe ceny nabycia sprzedawanych towarów.

Tab. 1. Podstawowe wskaźniki rentowności przedsiębiorstwa  
Basic return ratios of a company

Nazwa wskaźnika	Sposób obliczania
Rentowność operacyjna sprzedaży ( <i>ROS – Return in Sales</i> )	$\frac{\text{zysk operacyjny}}{\text{przychody netto ze sprzedaży}}$
Rentowność sprzedaży brutto	$\frac{\text{EBIT (zysk przed spłatą odsetek i opodatkowaniem)}}{\text{przychody netto ze sprzedaży}}$
Rentowność sprzedaży netto	$\frac{\text{zysk netto (po opodatkowaniu)}}{\text{przychody netto ze sprzedaży}}$
Rentowność majątku ( <i>ROA – Return on Assets</i> )	$\frac{\text{zysk netto}}{\text{majątek}}$
Rentowność kapitału własnego ( <i>ROE – Return on Equity</i> )	$\frac{\text{zysk netto}}{\text{kapitał własny}}$
Rentowność zatrudnienia	$\frac{\text{zysk netto}}{\text{zatrudnienie}}$
Zyskowność akcji ( <i>EPS – Earnings per Share</i> )	$\frac{\text{zysk netto}}{\text{liczba akcji}}$
Stopa zyskowności cenowej akcji ( <i>EP – Earnings Price Ratio</i> )	$\frac{\text{zysk netto na 1 akcję}}{\text{cena rynkowa 1 akcji}}$

Zródło: oprac. własne na podstawie A. Rutkowski, *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa 2000, s. 79–82.

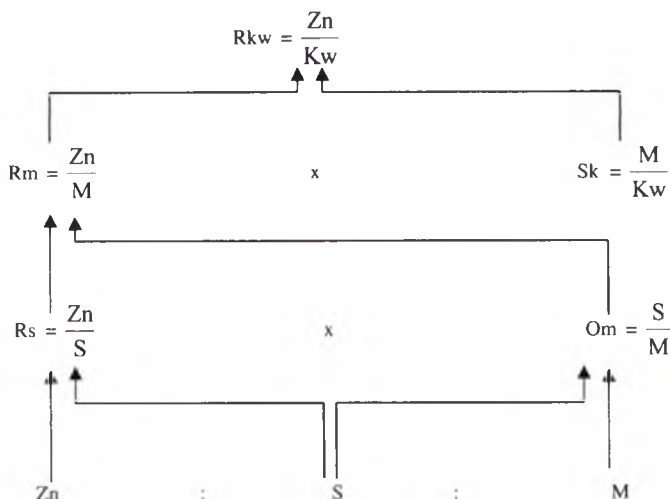
spółek giełdowych wykorzystywane są dodatkowe informacje pochodzące z notowań cen akcji.

W obliczeniach powszechnie przyjmowany jest wynik finansowy w cenach bieżących, a majątek, kapitał własny i zatrudnienie ustala się jako średnią arytmetyczną stanów na początek i na koniec roku.

Należy podkreślić, że w praktyce wskaźniki rentowności są znacznie zróżnicowane, a na ich wielkość w decydującym stopniu wpływa rodzaj działalności przedsiębiorstwa. Relatywnie wysokie wskaźniki występują w jednostkach handlowych sprzedających dobra długotrwałego użytkowania. Zdecydowanie najniższą rentownością charakteryzują się natomiast przedsiębiorstwa produkcyjne, wytwarzające i sprzedające wyroby powszechnego użytku.

W związku z brakiem powszechnie obowiązujących normatywów rentowności ocena obliczonych wskaźników rentowności dokonywana jest przede wszystkim na podstawie ich porównania w czasie, porównania ze wskaźnikami założonymi w planie, wskaźnikami innych przedsiębiorstw o zbliżonym rodzaju działalności, bądź ze średnimi wskaźnikami osiągniętymi w branży.

W ramach interpretacji zmian podstawowych wskaźników rentowności powszechnie wykorzystywany jest model analizy czynnikowej rentowności, określanym mianem „piramidy wskaźników rentowności Du Ponta”. Podstawowe założenia modelu prezentuje rycina 2.



Ryc. 2 Model analizy piramidalnej rentowności Du Ponta  
A model of analysis of Du Pont pyramidal remunerativeness

Źródło: opracowanie własne na podstawie: L. Bednarski, R. Borowiecki, J. Duraj, E. Kurtys, T. Waśniewski, B. Wersty, *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstwa*, AE, Wrocław 1996, s. 86.

Z przedstawionego schematu wynika, że wskaźnik rentowności majątku ( $R_m$ ) można przedstawić w postaci iloczynu wskaźnika rentowności sprzedaży ( $R_s$ ) i wskaźnika obrotowości (rotacji) majątku ( $O_m$ ):

$$\frac{\text{zysk netto}}{\text{majątek}} = \frac{\text{zysk netto}}{\text{sprzedaż netto}} \times \frac{\text{sprzedaż netto}}{\text{majątek}}$$

Na podstawie powyższej formuły można wysnuć wniosek, że taka sama rentowność majątku może być wynikiem zupełnie różnej polityki sprzedaży wyrobów i usług:

- polityki ilości (niskich cen) charakteryzującej się niską zyskownością jednostkową, ale odpowiednio większą wielkością sprzedaży,
- polityki jakości (wysokich cen), charakteryzującej się wysoką zyskownością jednostkową i niską rotacją majątku.

Z kolei, wskaźnik rentowności kapitału własnego można przedstawić w postaci iloczynu wskaźnika rentowności majątku ( $R_m$ ) i wskaźnika struktury kapitałów ( $Sk$ ):

$$\frac{\text{zysk netto}}{\text{kapitał własny}} = \frac{\text{zysk netto}}{\text{majątek}} \times \frac{\text{majątek}}{\text{kapitał własny}}$$

Z tej formuły wynika więc, że rentowność finansowa zależy nie tylko od rentowności majątku i opisanych wcześniej kształtujących ją czynników, ale

także od struktury kapitału, gdyż drugi czynnik obrazuje poziom zadłużenia przedsiębiorstwa. W określonych sytuacjach wzrost zadłużenia może bowiem wpływać korzystnie na rentowność zaangażowanego kapitału własnego, co określane jest mianem zjawiska dźwigni finansowej.<sup>6</sup>

Przedstawiony schemat analizy czynnikowej przy zastosowaniu modelu Du Ponta jest jedynie przykładem różnorodnych szczegółowych analiz pogłębiających wskaźnikową oceną rentowności przedsiębiorstwa. Analizy takie posiadają w praktyce bardzo szerokie zastosowanie, a ich szczegółowość zależy każdorazowo od celu i zakresu prowadzonych badań.

Nie negując dużej wartości poznawczej przedstawionej metodyki oceny rentowności na podstawie sprawozdań finansowych, należy wskazać na wiele czynników, które mogą w sposób istotny utrudniać obiektywną ocenę sytuacji finansowej przedsiębiorstw na podstawie osiągniętych wyników finansowych:

1. Wynik finansowy przedsiębiorstwa ustalany jest zgodnie z zasadą memoriałową, która polega na tym, że w rachunku zysków i strat ujmowane są wszystkie osiągnięte przychody i obciążające je koszty związane z przychodami dotyczące danego roku obrotowego, niezależnie od terminu ich zapłaty. W związku z tym, wiele firm osiągających wysoką rentowność, wskutek trudności w wyegzekwowaniu należności od odbiorców ma problemy z utrzymaniem płynności finansowej, co często kończy się bankructwem.<sup>7</sup>

2. Obliczone wyniki finansowe i wskaźniki rentowności charakteryzują zyskowność firmy w ujęciu nominalnym. W warunkach występujących różnorodnych zmian cenowych dotyczących zarówno przychodów, jak i kosztów, trudno jest jednoznacznie stwierdzić, czy zmiany rentowności mają charakter rzeczywisty, czy tylko pozorny.

3. Dane dotyczące majątku i kapitału własnego przy obliczaniu najważniejszych wskaźników rentowności pochodzące z bilansu przedsiębiorstwa przedstawiają wartość księgową netto, która często określona jest na podstawie cen historycznych, odbiegających w dużym stopniu od wartości rynkowej. Wartość księgową aktywów zawarta w bilansie nie obejmuje ponadto wszystkich składników majątkowych wykorzystywanych przez przedsiębiorstwo w działalności gospodarczej (np. gruntów znajdujących się w wieczystym użytkowaniu, środków trwałych eksploatowanych na podstawie umów najmu, dzierżawy lub leasingu operacyjnego). W przypadku kapitału własnego istotnym problemem jest występowanie tzw. pasywów hybrydowych, np. obligacji zamiennych, które zaliczone mogą być zarówno do własnych jak i obcych źródeł finansowania majątku, co ma szczególnie duże znaczenie w analizach prospektywnych.

<sup>6</sup> Efekt dźwigni finansowej występuje, gdy rentowność kapitału własnego przedsiębiorstwa jest wyższa niż rentowność jego majątku.

<sup>7</sup> Na fakt ten zwraca uwagę m.in. D. Davies, stwierdzając, że w Wielkiej Brytanii ok. 70–80% przedsiębiorstw likwidowanych ze względu na złą sytuację finansową osiąga zyski. Por. D. Davies, *Sztuka zarządzania finansami*, PWN, Warszawa–Londyn 1993, s. 9.



4. Aktualne przepisy prawne stwarzają podmiotom gospodarczym dużą swobodę w zakresie prowadzenia ewidencji księgowej. W teorii i praktyce coraz częściej mówi się o tzw. „rachunkowości twórczej”. Pojęcie to znane dotychczas jedynie w krajach Europy Zachodniej, oznacza swobodne kształtowanie danych finansowych w ramach obowiązującej ustawy o rachunkowości. Wynik finansowy zależy więc w dużym stopniu od polityki bilansowej przedsiębiorstwa. Politykę bilansową można zdefiniować jako „[...] wszystkie przedsięwzięcia podejmowane w trakcie roku obrotowego i podczas sporządzania zamknięcia rocznego, mające na celu wpływ na ocenę adresata bilansu i skłonienie go do pożądaných zachowań”.<sup>8</sup> Instrumentami polityki bilansowej są m.in.:

- prawo wyboru w kwalifikowaniu poniesionych nakładów do kosztów przedsiębiorstwa, na skutek swobody co do rozliczania poniesionych wydatków w czasie lub co do stosowania różnych metod amortyzowania środków trwałych,
- prawo wyboru charakteru kapitałów finansujących majątek przedsiębiorstwa, związane z możliwością tworzenia rezerw na wydatki przyszłych okresów i niepewne przychody (np. trudno ściągalne należności lub spodziewane straty),
- prawo wyboru sposobu wyceny majątku (np. rozchód zapasów można wyceniać w cenach historycznych, bieżących, przeciętnych lub rzeczywistych, zaś produkty gotowe według kosztu wytworzenia lub cen sprzedaży netto, co wpływa w różnym stopniu na koszty i wynik finansowy przedsiębiorstwa),
- prawo wyboru sposobu prowadzenia ksiąg rachunkowych (np. zastosowanie określonego wariantu ewidencji kosztów może mieć istotny wpływ na wynik finansowy przedsiębiorstwa).

Należy także podkreślić, że w ramach realizowanej polityki bilansowej podmioty gospodarcze mogą wpływać na wynik finansowy przyspieszając bądź opóźniając termin podjęcia istotnych decyzji ekonomicznych. I tak np. w celu wykazania mniejszego wyniku finansowego w danym okresie sprawozdawczym można odłożyć sprzedaż produktów na następny okres, wyceniając ich zapas według kosztu wytworzenia lub rozpocząć kampanię reklamową pod koniec okresu sprawozdawczego, zwiększając w ten sposób koszty danego roku.

5. Ustalając wynik finansowy przedsiębiorstwa zgodnie z zasadami rachunkowości, przyjmuje się umowne założenie o nieodpłatnym zastosowaniu kapitału własnego (w kosztach uwzględnia się tylko koszt zaangażowania kapitału obcego). Sytuacja finansowa firm o wysokim poziomie samofinansowania i niskim zadłużeniu oceniana na podstawie osiągniętych wskaźników rentowności będzie więc tylko pozornie lepsza niż w przedsiębiorstwach o odmiennej strukturze kapitałów.

Zaprezentowane czynniki wpływające na wyniki finansowe, nakazują dużą ostrożność w formułowaniu wniosków końcowych na temat kondycji finansowej

---

<sup>8</sup> *Wprowadzenie do rachunkowości spółek*, pod red. M. Kufla i J. Webera, Wyd. Park, Bielsko-Biała 1993, s. 182.

przedsiębiorstw na podstawie klasycznych mierników i wskaźników rentowności. Wady zysku jako miernika oceny działalności przedsiębiorstw przesądzają o tym, że w tradycyjnych formułach obliczeniowych należy uwzględnić konieczność dokonania stosownych korekt (np. z tytułu zmian cenowych, zmian instrumentów polityki bilansowej) ułatwiających porównania. Osiągnięte wyniki finansowe i wskaźniki rentowności powinny być także oceniane na tle kształtowania się innych kategorii ekonomicznych, takich jak przepływy środków pieniężnych czy wartość dodana, które w wielu przypadkach bardziej precyzyjnie niż zysk określają sytuację ekonomiczno-finansową przedsiębiorstwa.

#### STATYCZNE I DYNAMICZNE METODY POMIARU PLYNNOŚCI FINANSOWEJ PRZEDSIĘBIORSTWA

Pod pojęciem płynności finansowej przedsiębiorstwa należy rozumieć jego zdolność do bieżącego regulowania zobowiązań.<sup>9</sup> Z definicji tej wynika, że za podstawowe kryterium oceny płynności finansowej można przyjąć stopień pokrycia w danym momencie zobowiązań bieżących aktywami przedsiębiorstwa, które stosunkowo szybko mogą być zamienione na gotówkę. Warunek ten spełniają aktywa obrotowe (bieżące), a w szczególności ich najbardziej płynne składniki, tj. krótkoterminowe aktywa finansowe i aktywa pieniężne. Uwzględniając zróżnicowaną płynność poszczególnych elementów majątku obrotowego przedsiębiorstwa, na podstawie danych bilansu można obliczyć kilka elementarnych wskaźników płynności finansowej. Wskaźniki te prezentuje tabela 2.

Tab. 2. Podstawowe wskaźniki płynności finansowej przedsiębiorstwa  
Basic financial fluency ratios of a company

Nazwa wskaźnika	Sposób obliczania
Wskaźnik bieżącej płynności ( <i>Current ratio</i> )	$\frac{\text{aktywa obrotowe}}{\text{zobowiązania bieżące}}$
Wskaźnik szybkiej płynności ( <i>Quick ratio</i> )	$\frac{\text{aktywa obrot.} - \text{zapasy} - \text{krótkoterm. rozlicz. międzyokres.}}{\text{zobowiązania bieżące}}$
Wskaźnik środków pieniężnych	$\frac{\text{krótkoterminowe aktywa finansowe} + \text{aktywa pieniężne}}{\text{zobowiązania bieżące}}$
Wskaźnik zobowiązań natychmiast wymagalnych ( <i>Treasury ratio</i> )	$\frac{\text{aktywa pieniężne}}{\text{płatności natychmiast wymagalne}}$

Źródło: opracowanie własne na podstawie M. Sierpińska, D. Wędzki, *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa 1997, s. 58–60.

<sup>9</sup> M. Sierpińska, D. Wędzki, *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa 1997, s. 58.

Tak obliczone wskaźniki porównywane są w czasie lub ze wskaźnikami osiągniętymi przez inne przedsiębiorstwa. W odniesieniu do pierwszych dwóch występują tzw. standardy, czyli wielkości normatywne. I tak np. optymalny wskaźnik bieżącej płynności powinien wynosić ok. 2,0, zaś wskaźnik szybkiej płynności powinien oscylować wokół wielkości 1,0.<sup>10</sup>

Ponieważ wskaźniki płynności bieżącej i szybkiej jedynie w ograniczonym zakresie uwzględniają stopień płynności majątku obrotowego za celowe uznać należy dokonanie tzw. korekt rynkowych przy ich obliczaniu. Korekty te powinny polegać m.in. na wyeliminowaniu w formułach obliczeniowych tych aktywów obrotowych, które w najbliższym czasie nie mogą być zamienione na gotówkę (np. zaliczek wpłaconych na poczet dostaw, produkcji w toku, surowców i materiałów zbędnych, wyrobów gotowych i towarów nie znajdujących nabywców, należności nieściągalnych i spornych). Z drugiej strony przy obliczaniu wskaźników płynności finansowej można uwzględnić te elementy aktywów trwałych przedsiębiorstwa, które na określony moment czasu będą podlegały udokumentowanej konwersji postaci na płynne aktywa obrotowe (np. w przypadku ich sprzedaży).

Za najbardziej wiarygodne w ocenie płynności uznaje się ostatnie dwa wskaźniki, uwzględniające w liczniku najbardziej płynne aktywa, jednak brak jest wypracowanych standardów odnoszących się do ich poziomu.

Obok stopnia pokrycia zobowiązań aktywami bieżącymi duże znaczenie z punktu widzenia oceny płynności finansowej ma efektywność gospodarowania składnikami majątku obrotowego o relatywnie niskiej płynności, tj. zapasami i należnościami a także ocena stopnia wykorzystania krótkoterminowych kapitałów obcych jako źródła finansowania majątku przedsiębiorstwa. W związku z tym w ramach syntetycznej oceny płynności finansowej obliczane są powszechnie wskaźniki (cykle) rotacji zapasów, należności i zobowiązań bieżących oraz ustalany jest tzw. cykl netto środków pieniężnych. Sposób obliczania tych wskaźników oraz ustalania cyklu netto środków pieniężnych prezentuje tabela 3.

Pozytywna ocena zmian w płynności finansowej przedsiębiorstwa będzie miała miejsce w przypadku malejącego wskaźnika rotacji zapasów w dniach (oznacza to szybszy obrót zapasami), coraz krótszego cyklu inkasa należności i rosnącego cyklu rotacji zobowiązań krótkoterminowych. W ostatecznym rezultacie nastąpi skrócenie cyklu konwersji gotówki, co oznacza zmniejszenie się zapotrzebowania na inne niż zobowiązania bieżące źródła finansowania majątku obrotowego w przedsiębiorstwie.

Ocena wskaźnikowa płynności finansowej przedsiębiorstwa na podstawie danych bilansu jest oceną statyczną. W tych jednostkach gospodarczych, w których istnieje obowiązek sporządzania sprawozdania z przepływów pienięż-

<sup>10</sup> W. Bień, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 1996, s. 83–84.

Tab. 3. Wskaźniki rotacji zapasów, należności i zobowiązań bieżących oraz cykl netto środków pieniężnych

The ratios of reserves rotation, dues and current commitments, net cycle of financial resources

Nazwa wskaźnika	Sposób obliczania
Wskaźnik rotacji zapasów (w dniach)	$\frac{\text{średni stan zapasów} \times \text{liczba dni w okresie}}{\text{koszty wytworzenia}}$
Cykl inkasa należności (dni)	$\frac{\text{średni stan należności} \times \text{liczba dni w okresie}}{\text{sprzedaż netto}}$
Wskaźnik rotacji zobowiązań krótkoterm. (w dniach)	$\frac{\text{średni stan zobowiązań krótkoterm.} \times \text{liczba dni w okresie}}{\text{sprzedaż netto}}$
Cykl netto środków pieniężnych (konwersji gotówki w dniach)	cykl zapasów + cykl należności – cykl zobowiązań krótkoterminowych

Źródło: opracowanie własne na podstawie M. Sierpińska, D. Wędzki, *Zarządzanie płynnością finansową przedsiębiorstwa*, PWN, Warszawa 1997, s. 96-97.

nych istnieje możliwość dodatkowej oceny płynności finansowej w ujęciu dynamicznym. Sprawozdanie z przepływów pieniężnych uwzględnia wszelkie wpływy i odpływy pieniądza z przedsiębiorstwa, przy uwzględnieniu trzech podstawowych rodzajów działalności: operacyjnej, inwestycyjnej i finansowej.

**Działalność operacyjna** jest podstawową działalnością przedsiębiorstwa (produkcijną, handlową, usługową) określoną w umowie lub statucie.

**Działalność inwestycyjna** związana jest zakupem lub sprzedażą rzeczowych składników aktywów trwałych, wartości niematerialnych i prawnych, aktywów finansowych o charakterze lokat kapitałowych, bądź też z operacjami polegającymi na udzielaniu pożyczek długoterminowych.

**Działalność finansowa** w rachunku przepływów pieniężnych związana jest natomiast z operacjami powodującymi zmianę źródeł finansowania firmy.

Decydujące znaczenie dla utrzymania płynności finansowej przedsiębiorstwa ma strumień pieniężny generowany przez działalność operacyjną. Stanowi on różnicę pomiędzy wpływami operacyjnymi gotówki (ze sprzedaży produktów i towarów, z tytułu odsetek i dywidend, czynszów itp.) a wydatkami operacyjnymi (na regulowanie zobowiązań wobec dostawców, wypłatę wynagrodzeń dla pracowników, zapłatę odsetek, opłatę podatków itp.). Na podstawie informacji zawartych w sprawozdaniu z przepływów pieniężnych dotyczących wygenerowanej gotówki netto z działalności operacyjnej oraz w oparciu o dane pochodzące z bilansu i rachunku zysków i strat można obliczyć wiele wskaźników finansowych pozwalających na dynamiczną ocenę płynności finansowej i potencjału finansowego przedsiębiorstwa. Wskaźniki te określane mianem wskaźników wydajności gotówkowej i wystarczalności gotówki prezentuje tabela 4.

Tab. 4. Wskaźniki wydajności gotówkowej i wystarczalności gotówki  
Ratios of cash efficiency and cash flow

Nazwa wskaźnika	Sposób obliczania
Wskaźnik wydajności gotówkowej sprzedaży	$\frac{\text{gotówka netto z działalności operacyjnej}}{\text{sprzedaż netto}}$
Wskaźnik wydajności gotówkowej zysku	$\frac{\text{gotówka netto z działalności operacyjnej}}{\text{zysk z działalności gospodarczej}}$
Wskaźnik wydajności gotówkowej majątku	$\frac{\text{gotówka netto z działalności operacyjnej}}{\text{średnia wartość majątku ogółem}}$
Wskaźnik wydajności gotówkowej majątku obrotowego	$\frac{\text{gotówka netto z działalności operacyjnej}}{\text{średnia wartość majątku obrotowego}}$
Wskaźnik wystarczalności gotówki operacyjnej na spłatę długów ogółem	$\frac{\text{gotówka netto z działalności operacyjnej}}{\text{zobowiązania ogółem}}$
Wskaźnik wystarczalności gotówki na spłatę długów długoterminowych	$\frac{\text{gotówka netto z działalności operacyjnej}}{\text{zobowiązania długoterminowe}}$
Wskaźnik ogólnej wystarczalności gotówki operacyjnej	$\frac{\text{gotówka netto z działalności operacyjnej}}{\text{spłata zobow. długoterm.} + \text{wyplata dywidend} + \text{zakupy majątku trwałego}}$
Wskaźnik reinwestycji gotówki operacyjnej	$\frac{\text{gotówka netto z działalności operacyjnej}}{\text{środki trwale} + \text{inwestycje} + \text{pozostałe aktywa trwale} + \text{kapitał obrotowy}}$
Wskaźnik wystarczalności gotówki operacyjnej na zakupy środków trwałych	$\frac{\text{gotówka netto z działalności operacyjnej}}{\text{wydatki na środki trwałe}}$
Wskaźnik wystarczalności <i>cash flow</i> operacyjnego	$\frac{\text{suma 5-letniego } \textit{cash flow} \textit{ operacyjnego}}{\text{suma 5-letnich wydatków na inwestycje w środki trwałe, na przyrost zapasów i na wypłatę dywidend gotówkowych}}$
Wskaźnik płynności Lambda	$\frac{\text{początkowe zasoby najbardziej płynne} + \text{prognozowany } \textit{cash flow} \textit{ operacyjny}}{\text{odchylenie standardowe operacyjnego } \textit{cash flow}}$

Źródło: opracowanie własne na podstawie M. Sierpińska, D. Wędzki, *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa 1997, s. 52–56.

Wskaźniki wydajności gotówkowej pozwalają na realną ocenę rentowności osiągniętej przez przedsiębiorstwo w okresie sprawozdawczym i rzeczywisty poziom sfinansowania aktywów przedsiębiorstwa z wypracowanej gotówki operacyjnej.

Wskaźniki wystarczalności gotówki informują natomiast o tym, czy wypracowane środki pieniężne z podstawowej działalności przedsiębiorstwa po-

zwalają w odpowiednim stopniu pokryć zobowiązania i różne wydatki przedsiębiorstwa, głównie o charakterze długoterminowym. Należy jednocześnie zauważyć, że niektóre ze wskaźników wystarczalności gotówki (wystarczalności *cash flow* operacyjnego i płynności Lambda) oparte są na wielkościach wieloletnich i mogą mieć szczególnie duże zastosowanie w analizach prospektywnych płynności finansowej i potencjału finansowego przedsiębiorstwa.

#### SYNTETYCZNA OCENA NIEZALEŻNOŚCI FINANSOWEJ PRZEDSIĘBIORSTWA

Za niezależne finansowo można uznać takie przedsiębiorstwo, które jest w stanie pokryć swoje bieżące i przyszłe wydatki z osiągniętych dochodów, co oznacza wysoki poziom samofinansowania działalności i uniezależnienia się od otoczenia, a w szczególności od dawców kapitału. O stopniu samofinansowania przedsiębiorstwa świadczą m.in. generowane zyski (przepływy pieniężne) umożliwiające pokrycie różnych wydatków i zobowiązań. Opisane wcześniej wskaźniki wystarczalności gotówki operacyjnej przedsiębiorstwa należy zaliczyć wobec tego do podstawowych mierników pozwalających na syntetyczną ocenę niezależności finansowej firmy.<sup>11</sup>

Poziom niezależności finansowej przedsiębiorstwa oceniany jest również na podstawie jego struktury kapitałowej. Często przyjmuje się ogólne założenie, że im wyższy jest udział własnych oraz stabilnych (długoterminowych) źródeł finansowania, tym mocniejsza jest pozycja finansowa firmy i tym większy stopień uniezależnienia się od dawców kapitału.

Dane bilansowe prezentujące źródła finansowania majątku (pasywa), pozwalają m.in. na ocenę poziomu samofinansowania i wspomagania finansowego przedsiębiorstwa. W tym celu oblicza się m.in. wskaźniki struktury finansowej przedstawione w tabeli 5.

W analizach finansowych powszechnie przyjmowane są za podstawę porównań standardowe wielkości dotyczące wskaźników samofinansowania i zadłużenia przedsiębiorstw.<sup>12</sup> Są one zróżnicowane w przekroju branżowym, przy

<sup>11</sup> Podobną rolę spełniać mogą wskaźniki, w których zamiast gotówki operacyjnej uwzględnia się zysk netto przedsiębiorstwa. Najczęściej oblicza się tzw. wskaźnik pokrycia zobowiązań nadwyżką finansową, będący relacją zysku netto powiększonego o odpisy amortyzacyjne do ogółu zobowiązań przedsiębiorstwa. Odwrotność tego wskaźnika pozwala na ocenę poziomu zadłużenia w latach. Powszechnie przyjmuje się, że optymalna wielkość wskaźnika pokrycia zobowiązań nadwyżką finansową wynosi ok. 0,2–0,25 i zadłużenia w latach 4–5.

<sup>12</sup> W literaturze przedmiotu określany jest często minimalny udział kapitału własnego w aktywach zabezpieczający ryzyko finansowe, który wynosi 50%. Bardziej liberalne kryteria zachodnie pozwalają na pozytywną ocenę struktury finansowej już przy 33% udziale własnych źródeł finansowania. Doświadczenia polskie wskazują, że w przedsiębiorstwach handlowych wystarcza, jeżeli udział kapitału własnego w kapitale całkowitym wynosi ok. 30%, zaś w przedsiębiorstwach produkcyjnych udział ten powinien być o 10–20 punktów procentowych wyższy. Por. W. Bień, *Optymalizacja struktury kapitałów przedsiębiorstwa*, „Rachunkowość” 1996, nr 9.

Tab. 5. Wskaźniki struktury finansowej przedsiębiorstwa  
The financial structure ratios of a company

Nazwa wskaźnika	Sposób obliczania
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	$\frac{\text{zobowiązania ogółem}}{\text{aktywa ogółem}}$
Wskaźnik samofinansowania	$\frac{\text{kapitał własny}}{\text{aktywa ogółem}}$
Wskaźnik zadłużenia kapitału własnego (przekładnia kapitałowa)	$\frac{\text{zobowiązania ogółem}}{\text{kapitał własny}}$
Wskaźnik zaangażowania kapitału stałego	$\frac{\text{kapitał własny} + \text{zobowiązania długoterminowe}}{\text{aktywa ogółem}}$

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Finanse przedsiębiorstwa z elementami zarządzania i analizy*, praca zb. pod red. M. Wypycha, Absolwent, Łódź, s. 212–214.

czym bardzo duży wpływ na kształtowanie się tych normatywów ma ryzyko rynkowe towarzyszące działalności przedsiębiorstw.<sup>13</sup>

Normatywne wskaźniki samofinansowania i zadłużenia mogą być szczególnie przydatne na etapie analizy wstępnej, określanej mianem „czytania sprawozdań finansowych”.

W praktyce struktura kapitałowa konkretnego przedsiębiorstwa kształtuje się jednak pod wpływem różnorodnych czynników, wobec czego różni się ona znacznie od przyjętych klasycznych wzorców.

Wybór optymalnej struktury źródeł finansowania przedsiębiorstwa stanowi w większości przypadków kompromis w zakresie realizacji podstawowych zasad finansowych, wśród których wymienić należy przede wszystkim:<sup>14</sup>

- zasadę utrzymania płynności finansowej, w myśl której wielkość i struktura kapitału zaangażowanego w przedsiębiorstwie powinna zabezpieczać w każdym momencie zdolność przedsiębiorstwa do pokrycia zobowiązań,
- zasadę odpowiedniego ryzyka, mówiącą o konieczności zabezpieczenia ryzyka odpowiednią wielkością kapitału własnego,
- zasadę efektywności finansowania, wskazującą na konieczność stworzenia takiej kombinacji źródeł pokrycia majątku, przy której koszt kapitału jest najniższy, a wartość firmy największa,

<sup>13</sup> T. Waśniewski i W. Skoczylas uważają np., że udział kapitałów własnych w całym kapitale przedsiębiorstwa na rynkach o wysokim ryzyku powinien wynosić ok. 60–70%, zaś na rynkach o niskim poziomie ryzyka ok. 30%. Por. *Analiza finansowa w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, praca zb. pod red. L. Bednarskiego i T. Waśniewskiego, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa, s. 371.

<sup>14</sup> *Analiza finansowa w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, praca zb. pod red. L. Bednarskiego i T. Waśniewskiego, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1996, s. 369.

– zasadę utrzymania niezależności i samodzielności, co nakazuje konieczność utrzymania zadłużenia na poziomie zapewniającym rzeczywisty wpływ organów przedsiębiorstwa na kluczowe decyzje dotyczące jego funkcjonowania,

– zasadę kształtowania optymalnego obrazu finansowania, nakazującą zachowanie takiej struktury kapitałów, która pozwala na pozytywną ocenę przedsiębiorstwa z punktu widzenia postrzegania go przez zewnętrznych obserwatorów (dostawców, odbiorców, pożyczkodawców itp.).

Interpretując obliczone na podstawie danych bilansu wskaźniki struktury finansowej, należy więc uwzględnić stopień realizacji przez badaną jednostkę gospodarczą powyższych reguł finansowych, ze szczególnym uwzględnieniem zasad: efektywności finansowej i optymalnego ryzyka.

#### IDENTYFIKACJA RYZYKA DZIAŁALNOŚCI GOSPODARCZEJ NA PODSTAWIE SPRAWOZDANIA FINANSOWEGO

Pod pojęciem ryzyka należy rozumieć „taką sytuację, w której nie można przewidzieć z całkowitą pewnością przyszłych warunków gospodarowania, znany jest natomiast rozkład prawdopodobieństwa wystąpienia tych warunków”.<sup>15</sup> Ryzyko towarzyszy nieodłącznie każdej działalności gospodarczej, a jego istotny wzrost w ostatnich latach związany jest z rosnącą konkurencją na skutek wysokiej dynamiki i globalizacji procesów gospodarczych.

Ryzyko działalności gospodarczej przedsiębiorstw można podzielić na dwa podstawowe rodzaje:<sup>16</sup>

- ryzyko systematyczne (rynkowe, niedywersyfikowalne, zewnętrzne),
- ryzyko niesystematyczne (specyficzne, dywersyfikowalne, wewnętrzne).

Ryzyko systematyczne związane jest z uwarunkowaniami zewnętrznymi działalności przedsiębiorstw i obejmuje m.in.:

- ryzyko inflacji,
- ryzyko stopy procentowej,
- ryzyko rynkowe,
- ryzyko walutowe,
- ryzyko polityczne.

Nie ulega wątpliwości, że każde przedsiębiorstwo powinno wnikliwie analizować i prognozować zmiany podstawowych uwarunkowań zewnętrznych, w celu podejmowania racjonalnych decyzji finansowych. Ponieważ wpływ przedsiębiorstwa na te uwarunkowania jest niewielki, większe znaczenia przypisać należy

<sup>15</sup> *Finanse przedsiębiorstwa z elementami zarządzania i analizy*, pod red. M. Wypycha, Absolwent, Łódź 1998, s. 48.

<sup>16</sup> W. Skoczylas, *Sprawozdawczość finansowa jako podstawa dla identyfikacji ryzyka działalności gospodarczej. Zarządzanie finansami – klasyczne zasady – nowoczesne narzędzia*, pod red. D. Zarzeckiego, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2002.



ocenie ryzyka niesystematycznego, związanego z decyzjami podejmowanymi bezpośrednio przez jednostki gospodarcze. Wśród podstawowych rodzajów takiego ryzyka wymienić należy przede wszystkim:

- ryzyko operacyjne, wynikające z niepewności i zmienności dochodów osiągniętych z podstawowej działalności przedsiębiorstwa<sup>17</sup>,
- ryzyko finansowe, związane z wykorzystaniem przez przedsiębiorstwo obcych źródeł finansowania i uzależnieniem się od dawców kapitału,
- ryzyko bankructwa, wynikające z nie osiągnięcia odpowiednich dochodów i niedotrzymania warunków umów zawartych z kontrahentami, jak również związane z możliwością bankructwa kontrahentów, w stosunku do których przedsiębiorstwo występuje w charakterze wierzyciela.

Dane pochodzące ze sprawozdania finansowego pozwalają w znacznym stopniu zidentyfikować wymienione rodzaje ryzyka działalności gospodarczej przedsiębiorstwa.

Najważniejszym źródłem w ocenie ryzyka działalności przedsiębiorstwa są dane **bilansu**. Istotnych informacji dotyczących poziomu ryzyka operacyjnego dostarcza analiza struktury i ekonomicznej treści aktywów przedsiębiorstwa. Firmy wdrażające na dużą skalę postęp techniczny, charakteryzują się bardzo wysokim udziałem aktywów trwałych. Pociąga to za sobą ryzyko, wynikające z unieruchomienia kapitału i niskiej elastyczności w działaniu. Duży udział aktywów trwałych oznacza wysokie koszty stałe (tzw. koszty struktury), a co za tym idzie wysoki próg rentowności i dużą wrażliwość na wahania sprzedaży, na skutek działania dźwigni operacyjnej.<sup>18</sup> Z kolei, wysoki udział aktywów obrotowych świadczy o potencjalnej zdolności przedsiębiorstwa do osiągnięcia przychodów i generowania zysku. Duży i stale rosnący poziom aktywów bieżących powoduje jednocześnie ograniczenie ryzyka związanego z utratą płynności finansowej.

Ryzyko utraty płynności finansowej można ocenić dodatkowo, analizując strukturę aktywów bieżących przedsiębiorstwa. Wysoka płynność aktywów obrotowych, którą można określić na podstawie relacji aktywów pieniężnych do całości aktywów bieżących (tzw. wskaźnik poziomu aktywów obrotowych) stwarza duże możliwości szybkiej spłaty natychmiast wymagalnych zobowiązań przedsiębiorstwa.

---

<sup>17</sup> Z ryzykiem operacyjnym związane są również inne rodzaje ryzyka wynikające ze zmienności warunków zewnętrznych, np. ryzyko inflacji, zmiany kursów walut i zmiany stóp procentowych.

<sup>18</sup> Dźwignia operacyjna oznacza względne zmiany zysku operacyjnego przedsiębiorstwa spowodowane relatywną zmianą przychodów ze sprzedaży. W przypadku wzrostu przychodów ze sprzedaży dźwignia ma charakter dodatni, co oznacza szybszy wzrost zysku operacyjnego niż przychodów ze sprzedaży na skutek relatywnej obniżki kosztów stałych. Każde zmniejszenie przychodów ze sprzedaży związane jest z ujemną dźwignią operacyjną. W tym przypadku zysk operacyjny spada w szybszym tempie niż przychody, co spowodowane jest względnym wzrostem kosztów stałych.

O poziomie ryzyka operacyjnego świadczą również inne szczegółowe informacje dotyczące aktywów przedsiębiorstwa, w tym m.in.:

- wysoki udział zapasów w strukturze aktywów obrotowych wskazuje na duże ryzyko wynikające z niekorzystnych zmian cen na rynku towarowym,
- wysoki poziom należności od kontrahentów zagranicznych i aktywów pieniężnych w postaci dewiz i walut obcych świadczy o wysokim ryzyku związanym z ewentualnymi zmianami kursów walut,
- duży udział aktywów finansowych przedsiębiorstwa w formie lokat kapitałowych o zmiennym oprocentowaniu, wskazuje na istotne ryzyko związane z niekorzystną zmianą stóp procentowych.

Dużo informacji na temat ryzyka operacyjnego i finansowego dostarczają pasywa bilansu. Wysoki udział kapitałów obcych w ogólnej sumie pasywów wskazuje na duże ryzyko obniżenia rentowności związane z działaniem tzw. dźwigni finansowej.<sup>19</sup> Z punktu widzenia oceny ryzyka finansowego duże znaczenie ma struktura zadłużenia (zobowiązań). Im większy jest udział zobowiązań krótkoterminowych w całkowitym zadłużeniu przedsiębiorstwa, tym większe jest ryzyko finansowe wynikające z zaangażowania kapitału obcego.

O ryzyku operacyjnym przedsiębiorstwa informują także inne szczegółowe informacje dotyczące pasywów:

- wysoki odział zobowiązań wobec kontrahentów zagranicznych wskazuje na potencjalne ryzyko związane ze zmianą kursów walut,
- duży udział kredytów i pożyczek o zmiennym oprocentowaniu świadczy o znacznym ryzyku związanym ze zmianami stóp procentowych.

Poziom ryzyka ocenić można analizując strukturę kapitałowo-majątkową przedsiębiorstwa (jest to przedmiotem tzw. analizy poziomej bilansu). Najważniejsze elementy struktury kapitałowo-majątkowej występujące w bilansie pozwalające na ocenę struktury kapitałowo-majątkowej przedsiębiorstwa oraz identyfikację ryzyka prezentuje rycina 3.

W ramach oceny ryzyka gospodarczego należy uwzględnić m.in.:

- stopień realizacji tzw. złotej reguły finansowania, mówiącej o tym, że długoterminowe aktywa powinny być sfinansowane długoterminowymi kapitałami, zaś źródłem finansowania aktywów krótkoterminowych powinny być kapitały krótkoterminowe<sup>20</sup>,

<sup>19</sup> Dźwignia finansowa w ujęciu dynamicznym interpretowana jest jako relacja względnej zmiany rentowności kapitału własnego do względnej zmiany zysku operacyjnego. Dodatnia dźwignia finansowa świadczy o szybszym wzroście rentowności kapitału własnego niż zysku operacyjnego w wyniku zaangażowania kapitału obcego. Ujemna dźwignia finansowa (określana również jako maczuga finansowa) oznacza szybszy spadek rentowności kapitału własnego niż zysku operacyjnego na skutek zadłużenia przedsiębiorstwa. Należy podkreślić, że efekty działania dźwigni operacyjnej i finansowej kumulują się, dając efekt tzw. „dźwigni połączonej”.

<sup>20</sup> Ta ogólna reguła znajduje odbicie w konstrukcji tzw. złotych zasad bilansowych w szerokim i wąskim znaczeniu. Por. T. Waśniewski, *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1997, s. 299–300.



Ryc. 3. Struktura kapitałowo-majątkowa przedsiębiorstwa  
The capital-assets structure of a company

Źródło: opracowanie własne.

– poziom i strukturę kapitału obrotowego netto<sup>21</sup> w relacji do zapotrzebowania na ten kapitał oraz stopień pokrycia zobowiązań bieżących aktywami obrotowymi o najwyższej płynności, tj. aktywami pieniężnymi, co obrazuje ryzyko utraty płynności finansowej.

Nie zachowanie podstawowych zasad bilansowych, a więc zjawisko finansowania długoterminowych aktywów zobowiązaniami krótkoterminowymi, niedobór kapitału obrotowego i niski stopień sfinansowania zobowiązań bieżących aktywami pieniężnymi oznacza wzrost wszystkich omawianych rodzajów ryzyka przedsiębiorstwa.

Identyfikacji ryzyka można dokonać w sposób skwantyfikowany na podstawie analizy przyjętej przez przedsiębiorstwo strategii finansowania aktywów obrotowych.<sup>22</sup>

<sup>21</sup> Pod pojęciem kapitału obrotowego netto, określanego też mianem kapitału pracującego (*working capital*) należy rozumieć wielkość kapitałów stałych zaangażowanych w finansowanie aktywów obrotowych przedsiębiorstwa. Metody oceny zapotrzebowania na kapitał obrotowy opisane są m.in. w ww. opracowaniu T. Waśniewskiego, s. 320–324.

<sup>22</sup> Do określenia typu strategii finansowania aktywów obrotowych stosowana jest najczęściej koncepcja „dochód – ryzyko”, która uwzględnia następujące informacje bilansowe: poziom i płynność aktywów obrotowych oraz poziom i płynność zobowiązań bieżących. Punktem odniesienia w ocenie strategii są średnie branżowe wielkości tych wskaźników. Szczegółowy opis tej koncepcji przedstawiony jest w opracowaniu D. Wędzkiego. Por. D. Wędzki, *Strategia kształtowania i finansowania majątku obrotowego*, „Rachunkowość” 1997, nr 7.

W teorii zarządzania finansami wyróżnia się trzy klasyczne strategie finansowania majątku obrotowego przedsiębiorstwa: zachowawczą (określaną też często mianem konserwatywnej), umiarkowaną (określaną jako strategię równowagi bądź harmonijną) oraz dynamiczną (zwaną też agresywną).<sup>23</sup>

**Strategia zachowawcza** charakteryzuje się tym, że przedsiębiorstwo dąży do sfinansowania prawie całych aktywów obrotowych kapitałami stałymi, obejmującymi kapitał własny i zadłużenie długoterminowe. Ryzyko utraty płynności finansowej jest ograniczone do minimum, ponieważ przedsiębiorstwo nie jest uzależnione od wahań krótkoterminowych źródeł finansowania. Strategia ta charakteryzuje się jednak bardzo niską rentownością własnych kapitałów i powoduje często konieczność zagospodarowania zgromadzonych w nadmiarze czasowo wolnych płynnych aktywów obrotowych. Strategię tą realizują przeważnie przedsiębiorstwa działające na konkurencyjnych rynkach, gdzie występują duże i często trudne do przewidzenia wahania w zakresie osiąganych przychodów ze sprzedaży.

**Strategia umiarkowana** związana jest ściśle z realizacją minimalnego wymogu złotej zasady bankowej, mówiącej o tym, że stabilna część aktywów obrotowych powinna znaleźć pokrycie w kapitałach stałych, zmienna zaś powinna być finansowana zobowiązaniami krótkoterminowymi (głównie kredytami handlowymi i bankowymi) będącymi relatywnie tańszym w stosunku do kapitałów stałych źródłem finansowania aktywów. Ryzyko utraty płynności finansowej nie jest duże, o czym przesądza także duża elastyczność w pozyskiwaniu alternatywnych źródeł finansowania. Niższy koszt zaangażowanego kapitału oraz częściowe wykorzystanie efektu dodatniej dźwigni finansowej zapewnia znacznie wyższą rentowność zaangażowanych kapitałów w porównaniu ze strategią zachowawczą.

**Strategia dynamiczna** zmierza do uzyskania jak największych korzyści finansowych związanych z dużym zaangażowaniem krótkoterminowych kapitałów o niskim koszcie pozyskania i maksymalnym wykorzystaniem efektu dźwigni finansowej. W tym typie strategii cały majątek obrotowy posiada krótkoterminowe źródła finansowania. Ryzyko utraty płynności finansowej jest bardzo wysokie, a każde wahanie poziomu krótkoterminowych zobowiązań może odbić się bardzo negatywnie na działalności przedsiębiorstwa. Jest to strategia bardzo niebezpieczna i zazwyczaj oceniana jest negatywnie przez wierzycieli. Na jej realizację mogą sobie pozwolić jedynie przedsiębiorstwa o stabilnej pozycji rynkowej, wysokim poziomie dochodów i dużej elastyczności w pozyskiwaniu alternatywnych źródeł finansowania majątku.

<sup>23</sup> Charakterystyka podstawowych strategii finansowania majątku obrotowego opisana jest szerzej m.in. w pracy W. Bienia, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 1996, s. 148–152.

Identyfikację ryzyka działalności przedsiębiorstwa umożliwiają również w ograniczonym zakresie dane rachunku zysków i strat. Ryzyko związane z działalnością operacyjną można ocenić na podstawie kształtowania się wyniku finansowego z podstawowej działalności operacyjnej (wyniku ze sprzedaży) i elementów tworzących ten wynik, tj. przychodów ze sprzedaży produktów i towarów oraz kosztów podstawowej działalności operacyjnej. Szczególne znaczenie dla tej oceny ma dynamika przychodów ze sprzedaży oraz poziom kosztów stałych, ze względu na opisane wcześniej działanie dźwigni operacyjnej i finansowej.

Informacje dotyczące ryzyka operacyjnego wynikającego ze zmian kursów walut i ryzyka finansowego będącego efektem zadłużenia przedsiębiorstwa zawiera ta część rachunku zysków i strat, która dotyczy wyniku na operacjach finansowych i wpływających na ten wynik elementów, tj. przychodów finansowych i kosztów finansowych. Ryzyko walutowe odzwierciedla saldo różnic kursowych, zaś ryzyko finansowe charakteryzują zmiany wielkości odsetek płaconych od zaangażowanych kapitałów obcych.

W przedsiębiorstwach sporządzających obowiązkowo **rachunek przepływów pieniężnych** można uzyskać wiele dodatkowych informacji ułatwiających identyfikację ryzyka prowadzonej działalności. Istotne w tym względzie może być już samo rozpoznanie kierunków i wielkości strumieni pieniężnych z poszczególnych rodzajów działalności, tj. operacyjnej, inwestycyjnej i finansowej. Najważniejsze znaczenie ma wielkość i dynamika gotówki operacyjnej netto, będącej podstawowym źródłem finansowania działalności przedsiębiorstwa. Niski i malejący poziom tego strumienia pieniężnego wskazuje na rosnące ryzyko operacyjne. Ujemne strumienie pieniężne ze wszystkich rodzajów działalności sygnalizują natomiast zbliżające się ryzyko bankructwa przedsiębiorstwa.

Jak już wcześniej wspomniano na podstawie przepływów z działalności operacyjnej można m.in. ocenić „jakość” zysku wygoszodarowanego w przedsiębiorstwie, co pozwala m.in. na ocenę ryzyka utraty płynności finansowej. Poziom i dynamika gotówki operacyjnej netto, która służy do sfinansowania różnych wydatków i zobowiązań przedsiębiorstwa wskazuje na stopień ryzyka finansowego, związanego z koniecznością finansowania zewnętrznego, w warunkach malejącego strumienia środków pieniężnych z podstawowej działalności przedsiębiorstwa.

Dodatni strumień pieniężny z działalności inwestycyjnej jest bardzo często efektem problemów płatniczych przedsiębiorstwa, które zmuszone jest do sprzedaży aktywów trwałych w celu spłaty bieżących zobowiązań. Bardzo często transakcje takie związane są ze wzrostem ryzyka działania.

O ryzyku finansowym informują również przepływy z działalności finansowej. Dodatnie saldo tych przepływów z reguły oznacza wzrost zadłużenia i wzrost ryzyka finansowego.

Spośród trzech elementarnych kategorii ryzyka niesystematycznego szczególnie istotna jest identyfikacja ryzyka bankructwa. Na podstawie wyselekcjo-

nowanych wskaźników finansowych obliczone na podstawie danych pochodzących ze sprawozdań finansowych można stosunkowo wcześniej przewidzieć zbliżające się trudności finansowe przedsiębiorstwa. Do oceny ryzyka bankructwa można wykorzystać opracowane na podstawie wieloletnich badań empirycznych opisane szeroko w literaturze procedury dyskryminacji, które pozwalają z dużym prawdopodobieństwem przewidzieć zbliżające się bankructwo jednostek gospodarczych.<sup>24</sup>

#### SUMMARY

In the presented article the author describes the basic principles and methods of analysis of the economic-financial standing of a company on the basis of the financial report data. The basic criteria of the estimate were: profitability, availability of capitals, financial independence and the risk of economic activity. The article shows that information coming from the balance of profits and losses as well as reports on the cash flow can be a good base for the current and prospective estimate of the financial condition of economic units. The condition of credibility of this estimate is, however, completing the traditional analyses, limited mostly to the calculation and interpretation of basic economic-financial indices, with detailed analyses (including those concerning factors), facilitating economic interpretation of the compared relations. A great significance for the quality of the results of the carried out investigations are the appropriate corrections of calculated economic-financial indices (which eliminate the influence of methodological changes, as well as organisational, topical and those related to price), due to which their cognitive value substantially increases.

---

<sup>24</sup> Najbardziej znaną procedurą umożliwiającą ocenę zagrożenia upadłością przedsiębiorstwa jest opisywany często w literaturze ekonomicznej model „Z-score” amerykańskiego ekonomisty E. Altmana. Opierając się na ogólnych zasadach konstrukcji tego modelu w ostatnich latach opracowano podobne modele adekwatne do warunków gospodarki polskiej. Por. E. Mączyńska, *Ocena kondycji finansowej przedsiębiorstwa*, „Życie Gospodarcze” 1994, nr 38; J. Gajdka, D. Stos, *Wykorzystanie analizy dyskryminacyjnej w ocenie kondycji finansowej przedsiębiorstw*, [w:] *Restrukturyzacja w procesie przekształceń i rozwoju przedsiębiorstw*, pod red. R. Borowieckiego, Akademia Ekonomiczna – TNOiK, Kraków 1996.