

Tadeusz Waśniewski

Ocena wartości poznawczej rachunku przepływów środków pieniężnych — *cash flow*

Obliczane na podstawie bilansu wskaźniki zasobowe, aczkolwiek bardzo ważne w ocenie sytuacji finansowej przedsiębiorstwa, to jednak wykazują one pewne wady ograniczające ich wartość poznawczą. Można do nich zaliczyć m.in. brak informacji dotyczących:

- możliwości upłynniania aktywów w aspekcie czasowym,
- terminowości kapitału, a szczególnie możliwości prolongaty kredytów bankowych i zobowiązań krótkoterminowych ważnych do oceny zdolności płatniczej, np. regularnych płatności pieniężnych (płać, czynsze, podatki i inne),
- aktualnego stanu przedstawionych w bilansie zasobów.

Rozszerzenie wartości poznawczej wskaźników finansowych można uzyskać wykorzystując wielkości strumieniowe zawarte w rachunku wyników, co stanowi istotne źródło dalszych informacji do zarządzania przedsiębiorstwem. Jednym z narzędzi analizy i prognozy w zakresie określania możliwości finansowych i źródeł pochodzenia nadwyżki środków pieniężnych w przedsiębiorstwie jest rachunek *cash flow*.

Zależnie od sposobu sporządzania, stopnia szczegółowości i przyjętych celów spotyka się w literaturze różne ujęcia rachunku, które nie mogą być podstawą do formułowania jednoznacznych pojęciowo definicji *cash flow*, a mianowicie¹⁾:

- *cash flow* = wynik finansowy + amortyzacja,
- *cash flow* = wynik finansowy

+ przyrost rezerw tworzonych z zysku,

■ *cash flow* = wynik finansowy + amortyzacja + przyrost rezerw tworzonych z zysku — inne koszty niepieniężne (nie będące wydatkami),

■ *cash flow* = wynik finansowy + koszty niepieniężne (nie będące wydatkami) + przychody niepieniężne (nie będące wpływami).

Trzy pierwsze ujęcia wydają się być niekonsekwentne, gdyż *cash flow* korygowany jest tylko o niektóre wielkości występujące po stronie wydatków przy jednoczesnym pominięciu takich korekt w zakresie wpływów. Jedynie czwarte ujęcie definicji *cash flow* jest w pełni konsekwentne, chociaż najbardziej pracochłonne. Trzeba przy tym podkreślić, że w praktyce przedsiębiorstw, a szczególnie przy przekazywaniu informacji na zewnątrz stosuje się uproszczone sposoby obliczania *cash flow* — według pierwszej formuły (wynik finansowy + amortyzacja).

Mimo że w literaturze ekonomicznej panuje duży chaos pojęciowy dotyczący ustalania i funkcjonowania rachunku *cash flow*, to większość autorów — chociaż w niejednakowym stopniu — skłonna jest przypisać mu następujące cele:

- uzyskanie lepszego niż w bilansie i rachunku wyników skorygowanego obrazu wyniku finansowego, który spełniałby rolę indykatora zysku przy ocenie obecnej i przyszłej zyskowności (dochodowości),
- obliczenie nadwyżki finansowej

do ustalenia wewnętrznego stopnia samofinansowania (nowe inwestycje, przyrost środków obrotowych i utrzymanie bieżącej zdolności płatniczej — płatności).

Przy ustalaniu pierwszego celu uważa się, że *cash flow* lepiej od zysku bilansowego odzwierciedla osiągnięty efekt gospodarowania, gdyż zawiera on nie tylko różnicę między ujmowanymi w rachunkowości przychodami i poniesionymi w danym okresie nakładami, ale również ciche rezerwy. Zależą one od stopnia wykorzystania prawnie możliwych wariantów wyceny pozycji bilansowych oraz dodatkowego wzrostu amortyzacji i długookresowych rezerw, jako elementów kosztów. Rozpatrując *cash flow* z tego punktu widzenia można w zasadzie uznać, że jest on dobrym indykatorem zysku odzwierciedlającym rzeczywisty przebieg siły dochodowej przedsiębiorstwa w okresach minionych i stanowi istotny punkt wyjścia do obliczania przyszłych możliwości utrzymania osiągniętych wyników.

W przeciwieństwie do zysku bilansowego *cash flow* jest bowiem mniej podatny na wymienione rodzaje manipulacji wynikiem działalności gospodarczej przedsiębiorstw. Nie stanowi to jednak podstawy do traktowania *cash flow* jako zysku. Takie podejście do *cash flow* byłoby całkowicie błędne. Amortyzacja i rezerwy stanowią bowiem prawdziwe elementy kosztów, a ciche rezerwy tworzy wyłącznie różnica między zawyżonymi kosztami amortyzacji i rezerw a wielkościami tych pozy-

cji, wynikającymi z zastosowania ostrożnych zasad wyceny. Ponadto *cash flow* nie eliminuje wszystkich źródeł tworzenia cichych rezerw, np. nie są odzwierciedlane ewentualne manipulacje w wycenie zapasów. Powstające z tego tytułu ciche rezerwy ujawniane są dopiero w momencie sprzedaży składnika majątku, który został zbyt nisko wyceniony lub spłaty zawyżonego zobowiązania.

Pomimo zastrzeżeń dotyczących *cash flow* jest on używany nie tylko do analiz *ex post*, ale również analiz *ex ante* jako indyktor zysku. Praktyka taka stanowi czystą ekstrapolację bez brania pod uwagę zależności przyczynowych, których uwzględnienie jest konieczne (np. liczba zamówień, jakość zarządzania, koniunktura, wskaźniki wzrostu itp.). Trzeba podkreślić, że w dłuższych okresach zysk wykazuje podobne tendencje do zmian występujących w *cash flow*.

W realizacji drugiego celu *cash flow* ilustruje potencjał samofinansowania. Przy uwzględnieniu tego ujęcia zakłada się, że określone przez wielkość *cash flow* środki własne mogą być przeznaczane na inwestycje, dywidendę, uzupełnianie zapasów, spłaty zobowiązań i kredytów, a więc utrzymanie zdolności płatniczej. Pomimo dość istotnej krytyki *cash flow*, istnieje przekonanie, że spełnia on lepiej rolę indykatorka potencjału finansowego niż zysk bilansowy. Ażeby takie funkcjonowanie *cash flow* mogło mieć miejsce w rzeczywistości, powinny być spełnione następujące warunki:

- zgodność wpłat i sprzedaży (np. przy sprzedaży kredytowej *cash flow* jest większy niż faktycznie uzyskane środki),
- zgodność wypłat i kosztów (np. przedpłaty dla dostawców mogą spowodować, że rzeczywista nadwyżka środków jest mniejsza niż *cash flow*,
- gromadzenie środków *cash flow* (głównie z zysku, amortyzacji i przyrostu rezerw) nie może prowadzić bezpośrednio do szybkich wypłat.

Pełne zachowanie takich warun-

ków jest bardzo często w praktyce raczej niemożliwe. Z tych też względów spotyka się w literaturze zarzut, że *cash flow* nie powinien spełniać roli czynnika oceny zdolności płatniczej, gdyż lepiej do tego celu nadaje się zakładowe planowanie finansowe. Nie ulega wątpliwości, że wykorzystanie danych planowania finansowego może mieć miejsce wyłącznie w analizie wewnętrznej (zakładowej). W analizie zewnętrznej nie ma możliwości uzyskania tego rodzaju danych. Dlatego też przeważa przekonanie, że lepiej jest krytycznie patrzeć na ten wskaźnik i w drodze odpowiedniej oceny określać jego wartość poznawczą, niż całkowicie odrzucać ten wskaźnik. Ponadto zwraca się uwagę, że warunki wymienione w punktach 1. i 2. nie są często tak bardzo istotne, gdyż nadmierne kredytowanie w jednym okresie może być kompensowane przez płatności okresu poprzedniego. Tak więc można przyjąć, że powstający niedobór wpłat przy sprzedaży na kredyt kupiecki jest często kompensowany przez wpłaty odbiorców, którzy w roku ubiegłym otrzymali kredyt.

Również warunek podany w punkcie 3. nigdy w pełni nie występuje w praktyce. Oznaczałoby to bowiem podobne podejście do *cash flow*, jak do zysku, który jest dzielony po zakończeniu roku i uzyskaniu decyzji co do jego podziału. Sytuacja, jaka ma miejsce przy podziale zysku, nie może być przenoszona na *cash flow*, gdyż taka analogia z zyskiem tu nie występuje. Firma nie czeka do końca roku z podziałem *cash flow*, jak to się stosuje w odniesieniu do zysku. Tak więc w analizie *ex post* można w zasadzie wskazać jaki zakres samofinansowania miała firma w ubiegłym okresie. Znaczna część środków jest już z reguły rozdysponowana i w momencie analizy rocznej nie stoi już do dyspozycji przedsiębiorstwa w formie pieniężnej. Stąd też przy ustalaniu wielkości *cash flow* w przyszłym okresie trzeba się opierać wyłącznie na prognozie.

Szczególne specyfika *cash flow* spowodowała, że w analizie finansowej podjęto próby dzielenia po-

szczególnych składników *cash flow* na dwie części:

- środki pozostające długoterminowo do dyspozycji przedsiębiorstwa, np. amortyzacja, przyrost rezerw z zysku,
- środki będące krótkoterminowo w gestii firmy, np. środki przeznaczone na wypłatę dywidendy²⁾.

Do oceny potencjału finansowania z uwzględnieniem kryterium czasu (okresu) pozostawiania środków w dyspozycji przedsiębiorstwa przyjmuje się często w analizie zewnętrznej podział *cash flow* na dwie części, a mianowicie:

- ▲ zysk z roku ubiegłego
+ wzrost rezerw z zysku
+ amortyzacja
+ wzrost długoterminowych rezerw tworzonych w koszty
= część *cash flow* pozostająca długoterminowo do dyspozycji firmy,
- ▲ wzrost krótkoterminowych rezerw tworzonych w koszty
+ podatek dochodowy
+ dywidenda
+ bierne (pasywne) rozliczenia międzyokresowe
= część *cash flow* pozostająca krótkoterminowo (min. rok) do dyspozycji przedsiębiorstwa.

W analizach finansowych *cash flow* jest oceniany nie tylko w wielkościach absolutnych, ale również w relacjach do innych wielkości ekonomicznych, a w tym głównie inwestycji netto, zadłużenia efektywnego, kapitału:

<i>Cash flow</i>	<i>Cash flow</i>	<i>Cash flow</i>
Inwestycje	Zadłużenie efektywne	Kapitał własny

W uogólnieniach końcowych podkreślone zostaną najczęściej spotykane uwagi krytyczne, gdyż wydaje się, że *cash flow* nie spełnia w założonym stopniu wymienionych uprzednio celów. Trzeba przede wszystkim zaznaczyć, że wysokość *cash flow* jest obliczana na podstawie wielkości pieniężnych i tym samym pomijane są pozycje o charakterze niepieniężnym (amortyzacja, rezerwy). Dlate-

go staje się on kategorią o zupełnie innej treści ekonomicznej i wymiarze poznawczym niż zysk. Ponadto, o ile niektóre pozycje rachunku wyników oceniane są jako nieadekwatne przy obliczaniu wiarygodnej kwoty zysku, to nie można znaleźć dostatecznego uzasadnienia, dlaczego analiza pod kątem ich pieniężnego, czy niepieniężnego charakteru ma być lepszym rozwiązaniem przy ustalaniu wyniku działalności gospodarczej. Wydaje się, że dla ustalania realnego wyniku finansowego powinny być raczej badane i korygowane określone pozycje rachunku wyników. Również prognoza zysku na podstawie *cash flow* nie gwarantuje oczekiwanej wartości informacyjnej, gdyż może on być w znacznym stopniu zaangażowany w bieżące finansowanie działalności gospodarczej firmy.

Podobnie krytycznej ocenie należy poddać drugi kierunek informacyjny *cash flow* jako instrumentu potencjału finansowego i oceny zdolności płatniczej przedsiębiorstwa. Uzasadnienie tej oceny wymaga uprzedniego uzyskania odpowiedzi na dwa główne pytania:

● czy dodatni lub ujemny *cash flow* jest jednocześnie podstawą do pozytywnej względnie negatywnej oceny zdolności płatniczej?

● czy *cash flow* jest istotnym elementem informacyjnym w procesach decyzyjnych, a jeżeli tak, to w jakich?

Przy ocenie dodatniego czy ujemnego *cash flow* należy wskazać różne przyczyny, jakie mogą leżeć u podstaw takiego kształtowania się tej wielkości. Dodatnia wielkość może wystąpić wtedy, gdy obroty pieniężne mają duży udział w całości sprzedaży, co jest niewątpliwie zjawiskiem pozytywnym. Wartości ujemne mogą powstać przy znacznym udziale sprzedaży kredytowej (kredyt kupiecki) w całości obrotów oraz wzroście należności o negatywnym oddziaływaniu na bieżącą zdolność płatniczą. Dodatni *cash flow* powstaje wtedy, gdy przedsiębiorstwo zużywa w danym okresie zakupione w poprzednim okresie materiały, bez

jednoczesnego odtworzenia stanu zapasów. Podobna sytuacja ma miejsce w przypadku kredytowych zakupów surowców i materiałów, kiedy ich zużycie poprzedza faktyczną zapłatę, wynikającą z tego zobowiązań. Przedstawione zjawiska pozwalają na stwierdzenie, że absolutna wielkość *cash flow* – dodatnia czy ujemna – nie jest jeszcze wystarczającym wyznacznikiem zdolności płatniczej i musi być rozpatrywana na tle kształtowania się innych parametrów, a szczególnie: stanu zapasów materiałowych, należności i zobowiązań z tytułu dostaw, zapłaconych i otrzymanych zaliczek itp.

Drugie ze sformułowanych pytań wiąże się ściśle z możliwościami wykorzystania dodatniego *cash flow* w celu sfinansowania: spłaty zadłużeń, inwestycji, dywidend i podatków. Problemem utrudniającym analizę tego zjawiska jest fakt, że *cash flow*, w przeciwieństwie do zysku, wykorzystywany jest na bieżąco w działalności gospodarczej przedsiębiorstwa (przynajmniej do spłaty długów wobec dostawców i banków). Dlatego też nie ma możliwości przeprowadzania podziału pozytywnego *cash flow* na koniec okresu.

Zaprezentowane wskaźniki *cash flow* mają niewątpliwie istotne znaczenie w analizie ex post, ale wydają się być zbyt uproszczone przy wnioskach dotyczących przyszłości. Ich główną wadą jest jednostronne przyjęcie możliwości wykorzystania obliczonej nadwyżki środków, która w rzeczywistości ma charakter alternatywny. I tak spłata wielu bieżących i okresowych zadłużeń ogranicza możliwości inwestowania oraz zwiększania stanu środków obrotowych. Ponadto przy interpretacji obliczonej nadwyżki środków zakładany jest a priori stały poziom *cash flow*, co nie musi faktycznie wystąpić wobec znacznej wrażliwości tego wskaźnika na zmiany zapasów, produkcji w toku, należności, przedpłat i zobowiązań.

Wydaje się, że sama wielkość *cash flow* nie charakteryzuje w jednoznaczny sposób sytuacji finansowej

przedsiębiorstwa. Dlatego też *cash flow* musi być rozpatrywany w szerszym kontekście na tle wniosków wskaźnikowej analizy bilansu i rachunku wyników oraz w połączeniu ze szczegółową analizą elementów występujących w rachunku *cash flow*. Posługiwanie się wielkością *cash flow*, bez szczegółowej analizy źródeł powstawania poszczególnych elementów środków, może prowadzić do ustalania nieprawidłowych wniosków. Niewątpliwie błędne jest nadawanie tej wielkości cech i możliwości diagnostycznych w obszarze, który leży poza obszarem jego recepcji, np. identyfikowanie *cash flow* z zyskiem. Z drugiej strony wielkość ta stanowi bardzo istotne i niezbędne dla praktyki uzupełnienie wniosków oceny analitycznej o aspekt pieniężny, a wielkość *cash flow* odzwierciedla zmiany w pozycji finansowej przedsiębiorstwa. Jest to szczególnie ważne w gospodarce polskiej, gdzie ten punkt widzenia był i jest częściowo nadal niedoceniany (zatory płatnicze, niewypłacalność przedsiębiorstw, opóźnienia w spłacie kredytów). Stąd istnieją bardzo duże możliwości wykorzystania *cash flow* w praktyce bankowej przy ocenie zdolności kredytowej oraz bieżącym zarządzaniu przedsiębiorstwami. Ponadto powinien on być stosowany w szerokim zakresie w analizach inwestycyjnych i symulacji podejmowanych projektów gospodarczych. Bardzo duże znaczenie – nie negowane w literaturze – ma wykorzystanie *cash flow* do planowania zdolności płatniczej przez szczegółowe ustalenie przychodów-wpłat oraz rozchodów-wypłat, co może mieć miejsce wyłącznie w analizach wewnętrznych (zakładowych).

Tadeusz Waśniewski

PRZYPISY:

¹⁾ WEBER H. K., *Rentabilität – Produktivität*, Poeschel Verlag, Stuttgart 1983, s. 109, 118.

²⁾ W spółkach akcyjnych w USA dywidenda jest wypłacana dopiero w 6 miesięcy po sporządzeniu bilansu.