



Gabriela Łukasik

Akademia Górnośląska,
im. Wojciecha Korfańtego w Katowicach
Katowice, Polska
e-mail: lukasikg@interia.pl
ORCID 00000001-8315-0538

ZARZĄDZANIE PRZEPŁYWAMI PIENIĘŻNYMI PRZEDSIĘBIORSTWA W SYTUACJACH KRYZYSOWYCH

CASH FLOW MANAGEMENT IN CRISIS SITUATIONS

Słowa kluczowe: przepływy pieniężne, kryzys finansowy, działalność operacyjna, płynność finansowa

Keywords: cash flows, financial crisis, operating activity, liquidity

Streszczenie

Przepływy pieniężne stanowią integralny element zarządzania przedsiębiorstwem, decydujący o jego wiarygodności i pozycji konkurencyjnej na rynku. Zarządzanie przepływami pieniężnymi jest szczególnie ważne w warunkach dużej zmienności systemu gospodarczego, wpływającymi na kryzysy w przedsiębiorstwie. W artykule uwzględniono systemowe podejście do zarządzania finansami przedsiębiorstwa związane z wieloaspektową analizą wzajemnych zależności między wyborami podmiotów gospodarczych a przepływami pieniężnymi w podstawowych obszarach działalności, z wyróżnieniem sytuacji kryzysowych. Celem artykułu jest ocena roli i znaczenia koncepcji przepływów pieniężnych w zarządzaniu przedsiębiorstwem, z uwzględnieniem podejmowanych decyzji w obszarach działalności operacyjnej, inwestycyjnej i finansowej. W ramach tak sformułowanego celu poszukiwano odpowiedzi na główne pytania badawcze: Jakie czynniki decydują o kształtowaniu przepływów pieniężnych? W jakim stopniu i zakresie sytuacje kryzysowe wymuszają zmiany zachowań podmiotów gospodarczych? W jakim stopniu informacje o przepływach pieniężnych odpowiadają oczekiwaniom interesariuszy (głównie inwestorom)? Opracowanie ma charakter koncepcyjny, rozważania oparte o studia literatury uzupełniono studium przypadku, w którym wykorzystano analizę treści sprawozdań finansowych spółek notowanych na rynku New Connect.

Abstract

Cash flows are integral part of company management, impacting its creditworthiness and competitive position on the market. Cash flow management is especially important in the conditions of high economic volatility that can result in financial hardships in a company. The article presents systemic approach to finance management including various aspects' analysis of interdependencies in the choices made by a company in its basic activities, with particular attention paid to crisis situations. The goal of the article is the analysis of the importance of cash flows in corporate management, including decision making in operating, investing and financing activities. With reference to the above specified goal, the following questions have been considered: What factors determine the cash flows? How and to what extent crisis situations require changes in corporate behaviour? How cash flow information responds to the expectations of interested parties (mainly investors)? The paper has a conceptual character, considerations were based on the analysis of literature as well as a case study where financial analysis of companies quoted on the New Connect market has been used.

WSTĘP

Współczesne przedsiębiorstwa działające w zmieniającym się otoczeniu muszą trafnie oceniać swoją sytuację i pozycję rynkową, zdolność efektywnego działania i związane z tym zdolności rozwoju. Nieodłącznym elementem działalności przedsiębiorstw jest ryzyko finansowe wynikające zarówno ze zmian wewnętrznych (skuteczności podejmowanych decyzji) jak i zewnętrznych (pozycji w otoczeniu rynkowym). Występowanie ryzyka w działalności przedsiębiorstwa wiąże się z powstaniem sytuacji ryzykownych i związanych z tym nowych problemów decyzyjnych. Są to sytuacje, w których wzrost ryzyka może ograniczyć uzyskanie zamierzonych celów, wymusić zmianę lub korektę przyjętej strategii finansowej. Szczególną sytuacją ryzykowną przedsiębiorstwa jest sytuacja związana z kryzysem finansowym, tj. utratą zdolności do bieżącego regulowania zobowiązań lub trwałym zaprzestaniem spłacania wierzytelności, co stanowi zagrożenie dla istnienia przedsiębiorstwa, trwałą utratę zdolności płatniczej i wiarygodności kredytowej. Taką sytuację można traktować jako element kryzysu strategicznego ograniczającego nie tylko bieżące funkcjonowanie, ale i możliwości przetrwania na rynku.

Zmienność współczesnego systemu gospodarczego i funkcjonowania przedsiębiorstwa wymaga nowego podejścia do zarządzania finansami, z wykorzystaniem odpowiedniego systemu informacyjnego, z dużą użytecznością decyzyjną informacji. W procesie decyzyjnym ważną rolę odgrywa podejście dynamiczne i kasowe ujęcie zdarzeń gospodarczych przy zachowaniu miar statycznych i ujęcia memoriałowego. Ważną rolę w systemie informacyjnym odgrywa koncepcja przepływów pieniężnych, szczególnie istotna, w procesie zarządzania przedsiębiorstwa. Pozwala to na wieloaspektową analizę wzajemnych zależności pomiędzy wyborami przedsiębiorstwa a jej przepływami pieniężnymi w różnych obszarach działania, co nabiera szczególnego znaczenia w sytuacjach kryzysowych. Przepływy pieniężne dają bowiem szerszą perspektywę oceny skutków działań zarządczych w stosunku do klasycznego stosowania wyników finansowych (księgowych) i informacji bilansowych.

Celem artykułu jest ocena roli i znaczenia koncepcji przepływów pieniężnych w zarządzaniu przedsiębiorstwem, z uwzględnieniem podejmowanych decyzji w obszarach działalności operacyjnej, inwestycyjnej i finansowej. Rozważania prowadzono z wyróżnieniem szczególnych problemów decyzyjnych związanych z sytuacją kryzysową przedsiębiorstwa, uwzględniając zarówno konsekwencje gotówkowe dokonywanych wyborów jak i możliwości przeciwdziałania ich negatywnym skutkom.

Główną tezą opracowania jest stwierdzenie, że prawidłowe zarządzanie przedsiębiorstwa w sytuacji kryzysowej wymaga spojrzenia na konsekwencje podejmowanych decyzji z perspektywy strumieni pieniężnych. Uwzględnienie wyłącznie informacji bilansowych, wyniku finansowego i statycznych miar płynności ma ograniczoną użyteczność decyzyjną zarówno dla zarządzających jak i interesariuszy (głównie inwestorów). Dotychczasowy dorobek naukowy związany z koncepcją przepływów pieniężnych dotyczy przede wszystkim dziedziny rachunkowości. W ograniczonym zakresie wykorzystuje się analizę przepływów pieniężnych z punktu widzenia problemów decyzyjnych przedsiębiorstwa, zarówno w ujęciu retro jak i prospektywnym. Szersze badania wykorzystania przepływów pieniężnych w zarządzaniu finansowym przeprowadził T. Maślanka [2008] akcentując jednak ich rolę w analizie finansowej, w tym ocenie płynności, rentowności, struktury kapitału, ze zwróceniem uwagi na ich wykorzystanie w prognozowaniu upadłości. W ograniczonym zakresie wykorzystuje się przepływy pieniężne w ocenie płynności finansowej. Problem kryzysu nie był dotychczas szerzej podejmowany w zarządzaniu przepływami pieniężnymi. Prowadzone w tym zakresie badania dotyczyły głównie szerszego spojrzenia na oddziaływanie kryzysu na ryzyko finansowe i operacyjne, z ograniczonym zakresem strumieniowego ujęcia konsekwencji decyzji finansowych i sposobów zarządzania przepływami pieniężnymi [Znanięcka, 2012].

W artykule wskazano na znaczenie przepływów pieniężnych w procesie decyzyjnym przedsiębiorstwa w warunkach kryzysu uzupełniając ogólne, teoretyczne rozważania wynikami przeprowadzonych badań w wybranej, zrównoważonej grupie przedsiębiorstw notowanych na rynku New Connect, wykorzystując dane liczbowe z raportów rocznych z lat 2019–2021. Szczegółową analizę dokonano dla kilku wybranych spółek, wykorzystując studia przypadków, nietypowych sytuacji wymagających odrębnej, indywidualnej oceny.

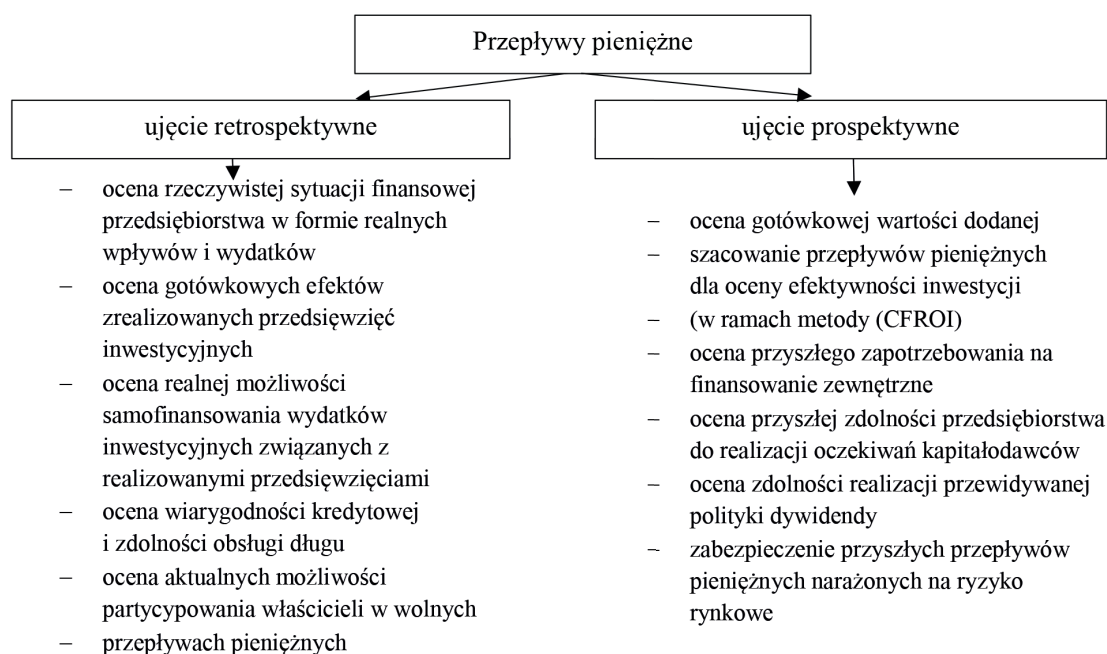
ZNACZENIE INFORMACJI O PRZEPŁYWACH PIENIĘŻNYCH W ZARZĄDZANIU PRZEDSIĘBIORSTWEM W SYTUACJI KRYZYSOWEJ

Przepływy pieniężne są integralnym elementem współczesnego zarządzania przedsiębiorstwem jako podstawa oceny przedsiębiorstwa i racjonalności podjętych (zamierzonych) decyzji zarządczych [Fabozzi, Petterson, 2002, s. 22; Bender, Ward, 2009, s. 23–33].

Związek przepływów pieniężnych z zarządzaniem przedsiębiorstwem w sytuacji kryzysowej można rozpatrywać w kilku obszarach decyzyjnych, w tym głównie: oceny skutków podjętych w przeszłości decyzji (ujęcie retrospektywne) ze wskazaniem zakresu, źródeł i konsekwencji obszarów ryzyka w działalności przedsiębiorstwa, podejmowanie bieżących decyzji zarządczych z oceną ich skutków dla przepływów pieniężnych i ryzyka z tym związanego, prognozowanie przepływów pieniężnych wraz z projekcją przyszłych warunków otoczenia, kierunków rozwoju, strategii działania, zgodnie z przyjętą misją (wizją) przedsiębiorstwa (ujęcie prognostyczne). Porównanie znaczenia przepływów pieniężnych w wyborach przedsiębiorstwa przedstawia rys.1.

Rysunek 1. Zakres oceny przepływów pieniężnych wykorzystywanych w zarządzaniu

Figure 1. Analysis of cash flows in corporate management



Źródło/Source: opracowanie własne/own elaboration

Rachunek przepływów pieniężnych zarówno ex post, jak i ex ante stanowi istotne źródło informacji decyzyjnych, nie tylko dla zarządzających, ale i kapitałodawców (głównie banku) oraz potencjalnych inwestorów na rynku papierów wartościowych.

Przepływy pieniężne ustala się, aktualizuje i ocenia w trzech podstawowych obszarach działalności przedsiębiorstwa: operacyjnej (podstawowej), inwestycyjnej (konsekwencje decyzji lokacyjnych), finansowej (w rozumieniu zmian w rozmiarach i relacjach kapitału własnego i pożyczkowego). Każdy z tych obszarów w różnym stopniu reaguje na sytuacje kryzysowe w przedsiębiorstwie, wymaga stosowania różnych metod i narzędzi zarządzania ryzykami niekorzystnych zmian poziomu i struktury przepływów pieniężnych.

W warunkach kryzysu dysponowanie informacjami z przepływów pieniężnych pozwala na wcześnie przygotowanie przedsiębiorstwa do zmian otoczenia, identyfikację ryzyka, wybory odpowiednich form zabezpieczenia się przed jego skutkami oraz konstrukcję właściwych scenariuszy rozwoju. Jest to zgodne z rolą informacji w strategicznym zarządzaniu przedsiębiorstwem i myśleniu strategicznym, zgodnie ze zmieniającą się wizją przedsiębiorstwa i stanem jego otoczenia.

Należy zgodzić się ze stwierdzeniem, że „cokolwiek robisz, pamiętaj, że gotówka to kamień węgielny i bezpośrednia miara sukcesu finansowego wynikającego z dokonań firmy w danym okresie” [Mac Forlana, 1992]. Progностyczna ocena przepływów pieniężnych może dotyczyć różnych obszarów działań przedsiębiorstwa i różnych sytuacji, które mogą w przyszłości oddziaływać na kształtowanie się wpływów i wydatków gotówkowych. Pozwala to na podejmowanie działań adaptacyjnych do zmieniających się warunków otoczenia, ustalania nowych parametrów decyzyjnych, kierunków działania, zmianę struktury źródeł finansowania i kierunku alokacji kapitału. W ujęciu systemowym przepływy pieniężne traktuje się jako odwzorowujący zdolność do trwania podmiotu element perspektywy finansowej w zrównoważonej karcie wyników (balanced scorecard). Narzędzie, jakim jest zrównoważona karta wyników, wspiera proces realizacji strategii w ramach czterech perspektyw (klienta, finansów, procesów wewnętrznych, wzrostu i uczenia się) z uwzględnieniem potrzeb wszystkich grup interesariuszy, co ma szczególne znaczenie w warunkach kryzysu [Kaplan, Norton, 2009].

W teorii zarządzania kryzys rozpatruje się w kontekście zarządzania zmianą, definiując go jako „moment przełomu, decydującego zwrotu” tj. zmiany, która może przynieść skutki zarówno pozytywne, jak i negatywne, stwarzając szanse i zagrożenia [Osbert-Pociecha, 2011]. Sytuacja kryzysowa jest natomiast rozumiana jako zjawisko zakłócające funkcjonowanie przedsiębiorstwa, mogące prowadzić do upadłości i eliminacji z życia gospodarczego. Jest to szczególna sytuacja decyzyjna, wymagająca szybkich działań, a jej trudność niejednokrotnie potęguje zaskoczenie i niepewność dalszego rozwoju.

Problem kryzysu należy rozpatrywać również w kontekście zachowania ładu korporacyjnego, zabezpieczenia interesów wszystkich grup interesariuszy oraz społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstwa [Łukasik, 2011].

Zmiany warunków działania przedsiębiorstw (przedsiębiorców) związane z pandemią i wojną ukraińską spowodowały szczególnie trudną sytuacją kryzysową, wymuszającą zmianę zachowań i nowego spojrzenia na dotychczasowe strategie (działania), poszukiwanie nowych sposobów i narzędzi ograniczających konsekwencje kryzysu zarówno w sferze finansowej, jak i społecznej.

Przyczyny występowania kryzysu i ich związku z przepływami pieniężnymi można rozpatrywać z wyróżnieniem czynników zewnętrznych (często niezależnych od przedsiębiorstwa) oraz czynników wewnętrznych, będących konsekwencją wyborów i postaw przedsiębiorców i podmiotów gospodarczych. Czynniki zewnętrzne wynikają ze zmienności warunków działania przedsiębiorstw w powiązaniu z warunkami podstawowych wartości makroekonomicznych: stopa inflacji, przebieg cyklu koniunkturalnego, zmiany parametrów rynku finansowego, zmiany w sferze normatywnej (np. regulacje prawne, systemy podatkowe, zakres swobody decyzyjnej, warunki realizacji transakcji rynkowej). Nie bez znaczenia są również zmiany w sferze społecznej, w tym głównie odpowiedzialność społeczna, etyka biznesu, zaufanie wobec przedsiębiorstwa [Wieczerzyńska, 2009, s. 33 i dalsze].

Czynniki wewnętrzne wynikają z prawidłowości podejmowanych decyzji w przedsiębiorstwie (czynniki behawioralne – doświadczenie, wiedza, skłonność do ryzyka) oraz indywidualnych cech sfery realnej przedsiębiorstw. Te ostatnie decydują głównie o poziomie i stabilności generowanych operacyjnych przepływów pieniężnych związanych z możliwościami dywersyfikacji działalności, elastycznością działania, strukturą kosztów i poziomem dźwigni operacyjnej, poziomem kapitałochłonności, zdolności do tworzenia i wprowadzenia innowacji (produktowych i finansowych).

Zarządzanie przepływami pieniężnymi jest ściśle powiązane z zarządzaniem płynnością finansową przedsiębiorstwa, decydującą o pozycji przedsiębiorstwa na rynku, możliwościach i warunkach pozyskiwania kapitału oraz realności wywiązania się z przyszłych zobowiązań. Dotyczy ocen i wyborów w zakresie utrzymania optymalnej zdolności płatniczej, prawidłowego wykorzystania każdego elementu kapitału, kształtowania struktury aktywów, z uwzględnieniem stopnia ich płynności i zachowaniem odpowiedniego (optymalnego) poziomu gotówki. Jest to poważny problem decyzyjny, wybór pomiędzy utrzymaniem rezerw gotówki i ponoszeniem kosztów utraconych korzyści a zaangażowaniem środków pieniężnych w transakcje o różnym stopniu dochodowości, płynności i poziomie ryzyka utraty zaangażowanego kapitału. Wiąże się z kształtowaniem ostatecznego salda przepływów pieniężnych decydującego o poziomie środków pieniężnych w bilansie przedsiębiorstwa, zgodnie z podstawowymi modelami gotówki [Michalski, 2005, s. 164; Sierpińska, Jachna, 2013, s. 209; Gao, Harford, 2013, s. 623–639; Wieczorek-Kosmala, Doś, 2017, s. 109–131]. W warunkach kryzysu przedsiębiorstwo preferować będzie defensywne strategie powodujące tworzenie „buforu bezpieczeństwa”

pozwalające minimalizować ryzyko nierównowagi w poziomie wpływów i wydatków pieniężnych, z akceptacją wyższych kosztów utraconych korzyści (kosztów alternatywnych) m.in. dla możliwości sfinansowania nieprzewidywalnych wydatków. Strategia defensywna przepływów pieniężnych bazuje na motywie transakcyjnym i ostrożnościowym, gdzie celem jest zabezpieczenie przed brakiem możliwości regulowania bieżących wydatków. Zarządzanie przepływami pieniężnymi i ich znaczenie należy rozpatrywać również w aspekcie kształtowania prawidłowych relacji inwestorskich na rynku finansowym, związanych z możliwością oceny ryzyka inwestycyjnego i właściwą reakcją na ograniczenia zdolności przedsiębiorstwa do generowania przepływów pieniężnych i realizacji oczekiwań inwestorów w zakresie spodziewanej stopy zwrotu i ewentualnych korzyści pieniężnych (np. dywidendy) [Łukasik, 2013, s. 166 i dalsze]. Jest to ważny problem raportowania ryzyka i właściwych komunikacji z inwestorem. Raportowanie ryzyka spółki nabiera szczególnego znaczenia w trwającej obecnie niepewności i zmienności na świecie i konieczności oceny oczekiwanej stopy zwrotu opartej na przepływach pieniężnych (miary EVA i MVA). Te ważne problemy wykraczają jednak poza ramy artykułu i wymagają odrębnych rozważań.

Dotyczy to również problemu modeli upadłości, gdzie podkreśla się, że modele bazujące na danych memoriałowych nie są w pełni skuteczne i wymagają wprowadzenia parametrów gotówkowych, które trafniej pozwalają wskazywać na wzrastające ryzyko niewypłacalności przedsiębiorstwa [Prusak, 2005; Maślanka, 2008, s. 77–106].

ZARZĄDZANIE PRZEPLÝWAMI PIENIĘŻNYMI Z DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ W SYTUACJI KRYZYSOWEJ

Działalność operacyjna jest obszarem działalności przedsiębiorstwa, który głównie może decydować o kryzysie finansowym i szansach przetrwania na rynku w sytuacji gdy przepływy pieniężne nie gwarantują realizacji bieżących zobowiązań. Narusza to równowagę finansową, zdolność rozwojową, wiarygodność finansową. Wymusza nierzadko zmiany strukturalne (w tym m.in. zmianę struktury źródeł finansowych).

Kształtowanie operacyjnych przepływów pieniężnych stanowić powinno szczególne miejsce w zarządzaniu finansami w sytuacji ryzykownej. Przedsiębiorstwo ma w tym zakresie różne możliwości działania w zależności od specyfiki działalności, kapitałochłonności, poziomu ryzyka operacyjnego decydujących o szansach szybkich działań i adaptacji do zmiennych warunków otoczenia.

Zakres i możliwości kształtowania przepływów pieniężnych zależą w dużym stopniu od swobody decyzyjnej przedsiębiorstwa. Im większa swoboda, tym większe szanse aktywnego wykorzystania przez przedsiębiorstwo czynników wpływających na stan środków pieniężnych z działalności operacyjnej. Dotyczy to również możliwości oddziaływania na płatności podatkowe.

Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej można wyznaczyć metodą pośrednią i bezpośrednią. Każda z metod ma istotną wartość poznawczą wskazującą na źródło wzrostu (spadku) środków pieniężnych oraz zakres i możliwości prawidłowego ich kształtowania. Podstawą pośredniej metody jest nadwyżka finansowa obejmująca skorygowany wynik finansowy i amortyzację. Wskazuje to na szerszą wartość poznawczą i użyteczność decyzyjną strumieniowego podejścia do wyniku finansowego przedsiębiorstwa w stosunku do memoriałowej kategorii wyniku finansowego (zysk strata), co ma szczególne znaczenie w sytuacji kryzysowej, głównie w przypadkach niższej wartości operacyjnych przepływów pieniężnych netto w stosunku do wyniku finansowego. Ocenę źródeł zmian wyniku finansowego należy rozpatrywać, z jednej strony, z uwzględnieniem poziomu sprzedaży, z drugiej, w obszarze kosztów produkcji, z wyróżnieniem wartości poznawczej zależności: koszty – wolumen produktu – zysk operacyjny (cost – volumene – profit analyse CVP). Istotne jest uwzględnienie pozycji przedsiębiorstwa (aktualnej i przyszłościowej) wobec prognozy rentowności (punktu krytycznego) i stopnia bezpieczeństwa na rynku.

Ocenę operacyjnych przepływów pieniężnych można przeprowadzić z uwzględnieniem takich głównych obszarów decyzyjnych jak:

- pozycja przedsiębiorstwa na rynku, zakres aktywności międzynarodowej, możliwości swobody wyboru struktury produkcji w powiązaniu z potrzebami rynku, dysponowana zdolnością produkcyjną i możliwościami dywersyfikacji działalności,

- polityka cen, możliwości wykorzystania konkurencji cenowej i dostosowania cen sprzedaży do czynników produkcji,
- polityka kredytowa wobec odbiorców decydująca o zakresie i warunkach udzielania kredytu handlowego,
- gospodarka zapasami wpływająca na wykorzystanie wygospodarowanych przepływów pieniężnych na ich finansowanie,
- terminy realizacji zobowiązań bieżących (głównie wobec dostawców i związany z tym zakres wykorzystania kredytu handlowego),
- zakres tworzonych rezerw na przyszłe zobowiązania.

Podstawowym obszarem decyzyjnym decydującym o operacyjnych przepływach pieniężnych jest pozycja konkurencyjna przedsiębiorstwa na rynku nie tylko krajowym, ale i międzynarodowym, w powiązaniu z potrzebami rynku, dysponowaną zdolnością produkcyjną i możliwościami dywersyfikacji zakresu działalności i wykorzystania konkurencji cenowej. Polityka cen i związane z tym decyzje cenowe są złożone, wymagające ujęcia statycznego i dynamicznego. W statycznym podejściu ważne jest uwzględnienie cenowej i dochodowej elastyczności cen, zachowanie potencjalnych klientów i wyznaczenie optymalnej ceny w aktualnych warunkach rynkowych.

W ujęciu dynamicznym ważne jest przyjęcie (ocena) zmian popytu, oczekiwań klientów, cyklu życia produktów, w warunkach dynamiki rynku. Ten obszar, szczególnie istotny w sytuacjach kryzysowych, wymaga wykorzystania okazji rynkowych, oceny stopnia stabilności zachowań klientów i konkurentów, wchodzenia w nowe układy rynkowe. Ważne jest elastyczne reagowanie na zmiany popytu, szczególnie w sytuacji działalności na rynkach o zmiennym popycie i ograniczonej swobody wyznaczenia optymalnego portfela produktów, z uwzględnieniem oczekiwań rynku [Lambin, 1993, s. 313; Kotler, 2013, s. 330 i dalsze]. W warunkach działania na rynku międzynarodowym ważna jest również ocena ewentualnego wpływu zmian kursu walutowego na realną wartość strumieni pieniężnych z działalności operacyjnej.

Ważne dla przepływów pieniężnych jest prawidłowe gospodarowanie zapasami. Odrębnym obszarem decyzyjnym wpływającym na kształtowanie operacyjnych przepływów pieniężnych jest polityka kredytowa wobec odbiorców decydująca o zakresie i warunkach udzielania kredytu handlowego. Jest to obszar relacji przedsiębiorstwa z klientami, sposobami i terminami płatności decydującymi o ryzyku utraty płynności, a tym samym wiarygodności finansowej. Z jednej strony przedsiębiorstwo będzie próbowało wykorzystać ten obszar w strategii marketingowej i utrzymaniu pozycji rynkowej, z drugiej może to pogłębić trudności finansowe i wydłużenie cyklu konwersji gotówki. Przedsiębiorstwo może w różnym zakresie wykorzystywać podstawowe instrumenty polityki kredytowej z akceptacją defensywnej lub agresywnej strategii. W przypadku zakłóceń w rozliczeniach pieniężnych z odbiorcami powodującymi wzrost poziomu należności ponad poziom wynikający z przyjętej polityki kredytowej (typowy dla sytuacji kryzysowej) można dokonać wyboru między zaciągnięciem kredytu krótkoterminowego (np. zabezpieczonego cesją wierzytelności) a sprzedażą należności w ramach faktoringu (pełnego niepełnego), z równoczesną oceną dodatkowych kosztów (wydatków) z tym związanych. Z polityką kredytową wiąże się szerszy problem zarządzania należnościami związany również z polityką rabatową, procedurą windykacji, formą zabezpieczenia wierzytelności, a w szczególności przyjętymi standardami kredytowymi, szczególnie zdolnościami płatniczej kontrahenta, zdolności płatniczej kontrahenta oraz wyznaczeniem akceptowalnego poziomu ryzyka niewypłacalności klientów [Sierpińska, Wędzki, 2017, s. 75–109; Wieczorek-Kosmala, Doś, 2017, s. 195–104].

Odrębnym obszarem zarządzania kapitałem obrotowym jest gospodarowanie zapasami, z zapewnieniem ich poziomu i struktury, która zapewni ciągłość produkcji i sprzedaży przy ograniczeniu kosztów ich utrzymania i optymalnej skali dostaw. W sytuacji kryzysowej przedsiębiorstwa mogą preferować agresywną strategię pozwalającą ograniczyć poziom zapasów na granicy minimalnych potrzeb, z dążeniem do minimalizacji cyklu konwersji zapasów. Ogranicza to jednak poziom bezpieczeństwa w przypadku zmian tempa sprzedaży lub opóźnień w produkcji i transporcie, co może negatywnie wpływać na przepływy pieniężne z tytułu sprzedaży. W literaturze występuje wiele metod zarządzania zapasami, w których decydującą rolę odgrywa metodologia wyznaczania optymalnego poziomu zapasów [Sierpińska, Wędzki, 2017, s. 109–128].

Decyzje o gromadzeniu i utrzymaniu zapasów są szczególnie istotne w zmieniających się warunkach rynkowych w sytuacji kryzysu. Z jednej strony ważne jest utrzymanie zapasów dla zapewnienia ciągłości produkcji, sprzedaży i utrzymania określonego poziomu obsługi klientów (niezawodność realizacji zamówień), z drugiej dążenie do minimalnych kosztów utrzymania zapasów z uwzględnieniem jednak kosztów niedoboru zapasów (ograniczenie realizacji zamówień, spadku pozycji rynkowej) i potencjalnego ryzyka niekorzystnych zmian cen.

W sytuacji kryzysowej odrębnymi obszarami wymagającymi podejmowania decyzji zarządczych są płatności (rozliczenia) wobec dostawców i związany z tym zakres wykorzystania kredytu handlowego oraz polityka tworzenia rezerw na przyszłe zobowiązania. Właściwe kojarzenie zakresu udzielonego i stosowanego kredytu handlowego w istotny sposób wpływa na utrzymanie płynności finansowej i zmiany cyklu konwersji gotówki.

W tym miejscu należy zwrócić również uwagę na wykorzystanie przepływów pieniężnych dla gotówkowego (kasowego) prognozy rentowności, określanego jako punkt krytyczny gotówki. Jest to sytuacja, gdy wartość wpływów operacyjnych pokrywa wydatki z tym związane, a nadwyżka operacyjna jest równa zero. Stanowi to moment określony jako próg płynności finansowej. Tak ustalony próg gotówkowy jest niższy od prognozy rentowności (break-even-point) tzw. księgowego, ze względu na zwróconą w przychodach ze sprzedaży amortyzację, która będąc kosztem nie oznacza bezpośredniego wydatku.

Ważną rolę odgrywa szacowanie poziomu amortyzacji, dobór metod amortyzacji i ich wpływ na przepływy pieniężne wraz z oceną korzyści podatkowych. Jest to równocześnie ocena i kontrola prawidłowości wykorzystania amortyzacji, decydująca o szansach i możliwościach samofinansowania wydatków inwestycyjnych, głównie w obszarze inwestycji odtworzeniowych. Wskazuje na to relacja amortyzacji do przepływów pieniężnych netto z działalności operacyjnej. Jeżeli miara ta jest większa od 1.0 to oznacza wykorzystanie środków pieniężnych pochodzących z amortyzacji do pokrycia potrzeb operacyjnych przedsiębiorstwa. Jest to ważny obszar decyzyjny w sytuacjach kryzysowych, gdzie nierzadko ważniejsze jest utrzymanie bieżącej zdolności płatniczej w stosunku do możliwości odtwarzania majątku trwałego.

Ocena stopnia ryzyka utraty płynności finansowej, ważna dla prawidłowego zarządzania przepływami pieniężnymi wiąże się z wykorzystaniem podstawowych miar związanych z relacją przepływów pieniężnych netto z działalności operacyjnej do głównych wydatków inwestycyjnych i finansowych (miary wystarczalności gotówkowej) oraz wartości kapitału własnego lub aktywów (miary efektywności gotówkowej). Ich wartość poznawcza i użyteczność decyzyjna jest znacznie szersza w stosunku do miar opartych o kategorie memoriałowe (tzw. księgowe). W warunkach ujemnych przepływów z działalności operacyjnej występuje ryzyko utraty płynności finansowej, co powoduje nierzadko konieczność zmiany dotychczasowej strategii finansowej, co jest szczególnie ważne w sytuacjach kryzysowych.

WPŁYW RYZYKA ZMIAN NA RYNKACH FINANSOWYCH NA ZARZĄDZANIE PRZEPŁYWAMI FINANSOWYMI Z DZIAŁALNOŚCI INWESTYCYJNEJ I FINANSOWEJ

Działalność inwestycyjna i finansowa przedsiębiorstwa związana jest z oddziaływaniem zmian parametrów rynku finansowego na wybory w obszarze pozyskiwania i lokowania kapitału oraz efektywności inwestycji rzeczowych i finansowych. Wybory inwestycyjne wiążą się z oceną zakresu i struktury wydatków i wpływów inwestycyjnych, ściśle związanych z rolą instrumentów i transakcji rynku finansowego w kształtowaniu poziomu przepływów pieniężnych oraz z potrzebami rozwojowymi przedsiębiorstwa w sferze działalności operacyjnej.

Wpływy pieniężne z działalności inwestycyjnej mogą być konsekwencją:

- efektywnej alokacji na rynku finansowym w okresach poprzednich (np. odsetki otrzymane, dywidendy). Zależy to od polityki stóp procentowych, koniunktury giełdowej, fundamentalnych podstaw kształtowania portfeli inwestycyjnych,
- pozbywania się zbędnych środków trwałych, np. na skutek zmian strategii działania,
- sprzedaży aktywów finansowych związanych z pesymistycznymi ocenami rynkowymi i spadkiem cen rynkowych papierów wartościowych,

- sprzedaży aktywów w celu realizacji zobowiązań przedsiębiorstw w sytuacji kryzysowej i trudności płatniczych, szczególnie wobec spadku przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej (ewentualnie ujemnych przepływów), trudności w dostępie do nowych źródeł finansowania.

Działalność inwestycyjna wskazuje na ogół ujemne saldo przepływów pieniężnych, szczególnie w warunkach rozwoju przedsiębiorstwa. W sytuacji kryzysowej mogą występować dodatnie salda przepływów pieniężnych pozwalające na przetrwanie na rynku i utrzymanie wiarygodności, ale z ograniczeniem perspektyw rozwojowych w przyszłości oraz wysokości rzeczowych aktywów trwałych i aktywów finansowych.

Przedsiębiorstwo w sytuacji kryzysowej będzie ograniczać ekspozycję na ryzyko inwestycyjne szczególnie wobec niestabilności parametrów rynku, spadku cen akcji, trudności w szacowaniu tendencji rynkowych, preferując inwestycje krótkoterminowe z niższym poziomem ryzyka (a tym samym z niższą oczekiwaną stopą zwrotu) utrzymując tym samym rezerwy płynności finansowej. Dotyczy to również poziomu i struktury wydatków w obszarze inwestycji rzeczowych, zarówno w zakresie inwestycji odtworzeniowych jak i rozwojowych. Jest to związane z ryzykiem niepewności prawidłowego szacowania przyszłych przepływów pieniężnych oraz trudnościami w ocenie właściwej stopy dyskontującej te przepływy (kosztu kapitału) co decyduje o wiarygodności rachunku efektywności inwestycji (np. NPV). Oczekiwana przez inwestorów stopa zwrotu, która wyznacza koszt kapitału, jest równocześnie minimalną stopą zwrotu z realizacji przedsięwzięć o różnym stopniu ryzyka. Stwarza to dodatkowy obszar niepewności decydujący w konsekwencji o ograniczeniu wydatków inwestycyjnych [Damodaran, 2009, s. 407 i następane].

W grupie przepływów pieniężnych związanych z działalnością finansową ważne są decyzje związane z zarządzaniem strukturą kapitału i traktowaniem relacji kapitałowych jako szczególny obszar decyzyjny. Problem zajmuje ważne miejsce w teorii finansów, gdzie wyróżnia się dwa główne nurty rozważań, tj. teorię hierarchii i teorię substytucji [Chojnacka, 2012; Łukasik, Błach, 2016, s. 49–63]. W pierwszym przypadku przyjmuje się, że przedsiębiorstwo w pierwszej kolejności wykorzystuje wewnętrzne źródła kapitału własnego (głównie zysk zatrzymany), a następnie zwiększa poziom zadłużenia, w ostatniej kolejności przeprowadza emisję akcji. Optymalna struktura kapitału opiera się głównie na wyborze właściwej relacji wewnętrznych i zewnętrznych źródeł finansowania, co pozwala ograniczyć koszty asymetrii informacji, zabezpiecza niezależność finansową i ogranicza wpływ rynku finansowego na funkcjonowanie przedsiębiorstwa. W sytuacji kryzysowej takie wybory mogą być dominujące, m.in. na skutek ograniczonych wolnych przepływów pieniężnych. Wymaga to jednak odpowiedniej polityki dywidendy ze świadomością konfliktu interesów pomiędzy właścicielami i zarządzającymi jako konsekwencja rozdzielania własności i zarządzania (teoria agencji), a tym samym braku pełnej identyfikacji zarządu z ekonomicznym interesem właściciela [Łukasik, Błach, 2018, s. 118–119].

Teoria substytucji uwzględnia możliwości poszukiwania właściwych relacji: kapitał własny – kapitał pożyczkowy, z uwzględnieniem kosztu kapitału, korzyści podatkowych (odsetkowa tarcza podatkowa) i sytuacji na rynku finansowym. Pozyskując kapitał pożyczkowy przedsiębiorstwo rozpatruje możliwości finansowe z uwzględnieniem sektora bankowego lub emisji pożyczkowych papierów wartościowych. W tym zakresie ważne jest porównanie warunków dostępu do kapitału, zakres niezbędnych zabezpieczeń i koszt kapitału. Nie bez znaczenia jest organizacja spłaty kapitału i płatności odsetkowe decydujące o rozłożeniu w czasie wydatków finansowych. Rynek obligacji może pozytywnie wpłynąć na płynność finansową, dając równocześnie szanse wyboru instrumentów o różnej strukturze i różnym ryzyku dla emitenta i inwestora. Nie jest to bez wpływu zarówno na szanse pozyskania kapitału (wpływów finansowych) jak i strukturę wydatków finansowych i ich rozłożenie w czasie. W warunkach kryzysu finansowego, zarówno wewnątrz przedsiębiorstwa, jak i na rynkach kapitałowych, przedsiębiorstwo może wykorzystać szczególną formę obligacji tj. obligacji hybrydowych (strukturyzowanych) głównie obligacji zamiennych i ewentualnie obligacji zerokuponowych [Łukasik, 2004]. Nie bez znaczenia są oczekiwania w zakresie tendencji zmian koniunktury rynkowej głównie w obszarze zmian stopy procentowej.

W warunkach kryzysu i dużej niepewności działania przedsiębiorstwo preferować będzie pozyskanie kapitału krótkoterminowego pozwalającego przetrwać na rynku oraz utrzymanie marginesu bez-

pieczeństwa w postaci np. niewykorzystanych zdolności pożyczkowych, stwarzających w przyszłości dostęp do kapitału. Wybór relacji pomiędzy kapitałem pożyczkowym i kapitałem własnym decyduje o ryzyku finansowym ocenianym przez interesariuszy, z różnym wpływem na wartość przedsiębiorstwa.

Zwrócić należy uwagę na ryzyko zmian stóp procentowych związanych ze stopniem dopasowania wpływów wrażliwych na stopę procentową (wpływy inwestycyjne) z wydatkami związanymi ze zmianą ceny kapitału pożyczkowego (wydatki finansowe). Jest to ten obszar, który wymaga właściwych decyzji inwestycyjnych i finansowych a tym samym świadomego zarządzania przepływami pieniężnymi.

Podjęcie decyzji o emisji akcji wymaga uwzględnienia wielu przesłanek decydujących o szansach pozyskania kapitału na rynku finansowym i występujących zagrożeniach. Motywem może być korzystny układ rynkowy oraz koniunktura na rynku giełdowym gwarantujący uzyskanie wysokich kursów akcji oraz tendencji rynkowych. W warunkach kryzysu trudno ocenić trend zmian cen rynkowych wynikający głównie z motywacji i strategii inwestorów. Wybór właściwego momentu rynku (tzw. timing decisions) zwiększa szansę powodzenia procedury emisyjnej, a więc pozyskania wymaganego kapitału w określonym momencie i uzyskania oczekiwanego poziomu ceny emisyjnej akcji [Wugler, Baker, 2007, s. 1–37].

Pozyskanie kapitału może dotyczyć różnych sytuacji związanych z:

- realizacją wymagalnych zobowiązań, gdy bieżące wpływy nie pozwalają na pełne ich pokrycie (np. w warunkach ujemnych przepływów pieniężnych z działalności operacyjnych)
- realizacją zmian struktury kapitału np. dywersyfikacja kapitału pożyczkowego i zmiana stopnia zadłużenia u różnych wierzycieli,
- zewnętrznym finansowaniem wydatków inwestycyjnych w warunkach niedostatecznych możliwości pokrycia ich z operacyjnych przepływów pieniężnych,
- wykorzystaniem ewentualnych sprzyjających układów rynkowych, w tym na rynku rzeczowym (korzystne zakupy!) lub oczekiwaniem znacznych zmian cen produktów.

Podkreślić należy również rolę wykorzystania leasingu w polityce pozyskiwania kapitału, szczególnie w zakresie leasingu finansowego. W tym przypadku ważna jest ocena poziomu płatności leasingowych (wydatek w działalności finansowej) w stosunku do ewentualnych wydatków związanych z wykorzystaniem kapitału pożyczkowego.

EMPIRYCZNA OCENA ZARZĄDZANIA PRZEPLYWAMI PIENIĘŻNYMI WYBRANYCH SPÓŁEK NOTOWANYCH NA RYNKU NEW CONNECT (STUDIA PRZYPADKÓW)

W celu praktycznej oceny sposobu wykorzystania przepływów pieniężnych w zarządzaniu przedsiębiorstwem przeprowadzono badania w wybranej, zróżnicowanej grupie przedsiębiorstw notowanych na rynku New Connect wykorzystując dane liczbowe z raportów rocznych w okresie od 2019 r. do 2021 r. Do oceny przyjęto w pierwszym etapie średnie wielkości ustalone dla trzech rodzajów działalności (handel, usługi, produkcja) z wyróżnieniem spółek w miarę porównywalnych, gdzie przedział zmienności jest niewielki, pozwalający na wykorzystanie średniej arytmetycznej.

W drugim etapie przeprowadzono studia przypadków dla wybranych spółek, o nietypowej sytuacji, wymagających odrębnej, indywidualnej oceny. Lata przyjęte do badań dotyczyły trudnego okresu, gdzie m.in. sytuacja pandemii i wojna ukraińska spowodowały, że przedsiębiorstwa funkcjonowały w zmiennych warunkach otoczenia o różnym stopniu ryzyka i niepewności, wymagających szczególnej elastyczności działania i adaptacji do zmiennych (często nieprzewidywalnych) warunków otoczenia. Ocena jest oczywiście niepełna, wskazująca jedynie na główne kierunki wyborów przedsiębiorstwa.

Analiza struktury przepływów pieniężnych spółek objętych pierwszym etapem badań (tabela 1) wskazuje, że spółki wykazywały dodatnie przepływy pieniężne z działalności operacyjnej.

Tabela 1. Kształtowanie przepływów pieniężnych wybranych spółek rynku New Connect w latach 2019–2021

Table 1. Cash flow management of selected companies listed on New Connect market in the period 2019–2021

Wyszczególnienie	Handel			Usługi			Produkcja		
	2021 r.	2020 r.	2019 r.	2021 r.	2020 r.	2019 r.	2021 r.	2020 r.	2019 r.
1. Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej netto (tys. zł)	1 390,6	3 975,4	649,4	1 230,0	3 081,6	5 517,2	635,4	1 649,1	725,2
w tym:									
• zysk netto	942,6	2 571,8	816,7	546,1	1 150,8	1 298,6	240,8	774,3	387,1
• amortyzacja	1 946,5	2 970,2	858,4	1 630,1	1 763,2	931,6	403,6	457,9	451,3
2. Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej netto (tys. zł)	- 142,8	- 650,1	-853,5	+30,6	- 449,0	-52,1	-320,1	-1 634,3	- 1 063,6
3. Przepływy pieniężne z działalności finansowej netto (tys. zł)	+465,2	1 0733,4	+897,1	-460,2	+759,3	-506,1	+460,3	-535,9	-1 195,6
4. Saldo przepływów pieniężnych netto (tys. zł)	1 713,0	+4 398,7	+649,4	800,4	3 840,9	+4 958,4	775,6	-521,1	-1 533,4
5. Udział amortyzacji w przepływach pieniężnych z działalności operacyjnej	1,39	0,59	1,32	1,32	0,57	0,17	0,63	0,28	0,62
6. Układ kapitału własnego w kapitale ogółem (%)	45,1	41,6	32,9	25,3	23,9	15,9	54,3	59,4	59,3

Źródło/Source: opracowanie własne na podstawie/own elaboration based on Rocznych Raportów wybranych spółek

Generalnie zauważa się znaczny spadek wartości operacyjnych przepływów netto w 2021 roku w stosunku do roku 2020. Rok 2020 był okresem, w którym w grupie handel i produkcja nastąpił wzrost wartości tych przepływów w stosunku do roku 2019. Odmienna sytuacja następuje w grupie „usługi”, gdzie zauważa się generalnie tendencję spadkową generowanych w działalności operacyjnej przepływów pieniężnych. Jest to związane m.in. ze spadkiem wartości zysku netto wynikającego głównie z ograniczeń w przychodach ze sprzedaży (skutki pandemii). Ten sektor odczuł już w 2020 r. skutki kryzysu finansowego, podczas gdy w grupie „produkcja” i „handel” krytyczny okres dotyczy roku 2021. Rok 2021 pokazuje rzeczywiste konsekwencje pandemii tj. znaczny spadek zysku netto, ograniczenia samofinansowania wydatków inwestycyjnych i finansowych oraz wykorzystanie amortyzacji do pokrycia potrzeb finansowych działalności operacyjnej. Dotyczy to szczególnie działu handel i usługi, gdzie relacja amortyzacji do pokrycia przepływów pieniężnych netto z działalności operacyjnej jest wyższa od jedności.

Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej są ujemne, z tendencją spadkową w 2021 (z wyjątkiem działu usługi w 2021 r.), co oznacza przewagę wydatków inwestycyjnych w stosunku do wpływów w tym obszarze działalności. Znaczący spadek wydatków inwestycyjnych w 2021 r. wskazuje na ograniczenie strategii rozwojowych, co uzasadnione jest niepewnością na rynku rzeczowym, spadkiem siły nabywczej waluty krajowej, dużą stopą inflacji, trudnościami w prawidłowym szacowaniu kosztu kapitału i przyjęciem pozycji oczekiwania ze strony przedsiębiorstw. Przedsiębiorstwa preferują więc strategię defensywną nastawioną na przetrwanie.

Różnie kształtują się przepływy z działalności finansowej, co wiąże się z decyzjami w zakresie kształtowania struktury kapitału w okresach poprzednich co wymusza realizację wydatków finansowych w badanym okresie.

W grupie przedsiębiorstw z działu „handel” występują dodatnie salda przepływów netto wskazujące na pozyskiwanie kapitału z rynku finansowego (głównie w roku 2020), pomimo wzrostu udziału kapitału własnego w kapitale ogółem.

W grupie „usługi” ujemne saldo przepływów pieniężnych z działalności finansowej jest związane z pozyskiwaniem dodatkowego kapitału w roku 2020.

W grupie przedsiębiorstw związanych z produkcją w latach 2019 i 2020 występuje przewaga wydatków finansowych związanych z obsługą kapitału nad pozyskaniem dodatkowego kapitału, co oznacza dobrą sytuację finansową. Zmiana sytuacji w obszarze pozyskiwania i obsługi kapitału występuje

w roku 2021, tj. okresu wskazującego na rzeczywiste konsekwencje kryzysu finansowego, gdzie niezbędne było pozyskanie dodatkowego kapitału pożyczkowego. Potwierdza to spadek udziału kapitału własnego w kapitale ogółem, a tym samym wzrost ryzyka finansowego.

Zwrócić należy również uwagę na dodatnie salda przepływów pieniężnych ogółem zwiększających stan środków pieniężnych (z wyjątkiem produkcyjnych przedsiębiorstw w latach 2019 i 2020). Pomimo spadku wolnych środków pieniężnych w 2021 r. taka sytuacja wskazuje, że przedsiębiorstwa stawiają na bezpieczeństwo finansowe, strategie defensywne i możliwość szybkiej reakcji na zmianę warunków otoczenia. Z drugiej strony zwrócić należy uwagę, że relatywnie niskie stopy procentowe w badanym okresie nie zachęcały do polityki optymalizacji gotówki i ograniczania kosztów utraconych korzyści oraz kosztów transakcyjnych. Należy przypuszczać, że znaczny wzrost stopy procentowej w roku 2021 zmieni strukturę przepływów pieniężnych.

Struktura kapitału badanych przedsiębiorstw jest zróżnicowana, z przewagą kapitału własnego w sektorze produkcji i dominacją kapitału pożyczkowego w sektorze usługi. Różnicuje to stopień ryzyka finansowego przedsiębiorstw, co z pewnością wymusi zmianę ich strategii finansowych w kolejnych latach w związku ze wzrostem stóp procentowych i pogłębieniem kryzysu finansowego, zarówno w mikro jak i makrosferze.

Sposoby zarządzania przepływami pieniężnymi w sytuacji kryzysowej ilustrują przyjęte do szczegółowej oceny trzy branżowo zróżnicowane przypadki (tabela 2).

Tabela 2. Wybrane przypadki oceny przepływów pieniężnych spółek New Connect (lata 2021 i 2020)

Table 2. Selected cases of cash flow analysis in companies listed on New Connect market in the period 2020–2021

Wyszczególnienie	Przypadek 1 (usługi)		Przypadek 2 (handel)		Przypadek 3 (produkcja)	
	2021 r.	2020 r.	2021 r.	2020 r.	2021 r.	2020 r.
1. Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej netto (tys. zł) w tym:	-948,8	+1 051,2	-4 046,8	+835,5	412,3	2 779,8
– zysk (strata) netto	358,6	3 871,7	- 3523,7	+421,7	312,5	1 177,5
– amortyzacja	349,2	281,4	1 532,8	1 541,0	924,1	635,3
– zmiana stanu zapasów	-78,9	-54,5	-1 025,00	-421,3	-204,1	+421,3
– zmiana stanu rezerw	-103,9	+126,1	-	-	-46,5	+135,0
– zmiana stanu należności	-3 177,6	-2197,5	-753,6	-123,5	-215,1	+202,1
– zmiana stanu zobowiązań	+1 538,1	-1 014,1	-453,2	-541,6	-341,2	+127,6
2. Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej netto (tys. zł)	+7,5	+3,9	-	+12,5	-182,0	-3 017,7
– wpływy	46,7	36,9	-	+12,5	123,1	275,6
– wydatki	39,2	33,0	-	-	305,1	3 293,4
3. Przepływy pieniężne z działalności finansowej	-771,0	-1034,1	+4 162,9	+322,1	-1 108,8	+2 237,6
– wpływy	16,2	950,1	6 502,2	897,1	350,1	5 531,0
– kredyt bankowy	16,2	950,1	4 921,2	897,1	350,1	2 601,9
– emisja akcji	-	-	1581,0	-	-	2 929,1
– wydatki w tym:	787,2	1 984,2	-2,339,3	-575,0	1,458,9	-3 293,4
dywidendy	192,6	86,4	-	-	1,123,7	-2510,8
splata kredytu (pożyczki)	239,1	1 574,1	2 097,3	450,0	1,123,7	-2,510,8
odsetki	87,7	142,2	242,0	12,0	240,1	-95,1
płatności z tytułu leasingu	267,8	175,5	-	-	95,1	-
4. Saldo przepływów pieniężnych netto	-1 761,4	+21,0	+116,1	+1 170,1	-878,5	+1 99,7

5. Rentowność kapitału własnego (ROE)%	3,2	10,3	x	4,3	2,1	6,4
6. Rentowność aktywów (ROA)%	1,4	6,	x	3,1	1,2	3,1
7. Miara bieżącej płynności finansowej	3,5	4,3	1,7	2,1	0,9	1,7

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Rocznych Raportów wybranych spółek

Do oceny przyjęto dane dotyczące roku 2020 i 2021, tj. okresu, w którym wyraźnie widoczne są skutki kryzysu finansowego.

Przypadek 1 dotyczy przedsiębiorstwa w grupie usługi, gdzie pomimo dodatnich przepływów pieniężnych w działalności operacyjnej w roku 2020 występowały ujemne przepływy w roku 2021 przy dodatnim wyniku finansowym netto, znacznie niższym w roku 2021. Spadek przepływów pieniężnych netto w działalności operacyjnej jest konsekwencją znacznego wzrostu terminu realizacji należności (wzrost cyklu konwersji należności) związanego z agresywną strategią realizacji polityki kredytowej związaną – jak należy sądzić – koniecznością utrzymania pozycji konkurencyjnej na rynku.

Z drugiej strony wydłużono terminy płatności wobec dostawców, co nie rekompensuje jednak konsekwencji agresywnej polityki kredytowej. Ujemne przepływy z działalności operacyjnej nie zapewniają dostatecznej wystarczalności gotówkowej dla samofinansowania wydatków inwestycyjnych i finansowych. Wydatki inwestycyjne zostały znacznie ograniczone, co uzasadnia preferowanie strategii przetrwania. Pomimo ujemnych przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej i działania poniżej krytycznego progu płynności przedsiębiorstwo zmuszone było ponieść wydatki finansowe związane ze spłatą kapitału pożyczkowego, odsetek i płatności z tytułu wykorzystanego leasingu finansowego. Nie ograniczyło to jednak wypłaty dywidendy, co związane było – jak należy sądzić – z pesymistycznymi ocenami właścicieli i wykorzystaniem relatywnie wysokiego stanu środków pieniężnych na koniec roku 2020.

Przeprowadzona analiza potwierdza tezę, że przepływy pieniężne dają szerszą perspektywę wieloaspektowej oceny skutków dokonywania wyborów przez przedsiębiorstwa w stosunku do klasycznego stosowania wyników finansowych (księgowych) i informacji bilansowych. Badane przedsiębiorstwo wykazuje bowiem relatywnie wysoki poziom statycznej miary płynności finansowej (płynności bieżącej) i pozytywną rentowność kapitału własnego.

Przypadek 2 dotyczy przedsiębiorstwa w grupie „handel” wykazującego ujemne przepływy pieniężne z działalności operacyjnej (2021r.) i stratę operacyjną pomimo pozytywnych tendencji w 2020 r. Jest to konsekwencją znacznego spadku przychodów ze sprzedaży, wzrostu cyklu gotówki spowodowanego niewłaściwą gospodarką zapasami trudnościami w rozliczeniach finansowych zarówno wobec dostawców, jak i odbiorców. Funkcjonowanie przedsiębiorstwa i utrzymanie pozycji rynkowej, pomimo niewystarczalności gotówkowej było związane z dodatnimi przepływami z działalności finansowej związanymi z zaciąganiem dodatkowych kredytów i emisją nowych akcji. Spowodowało to wzrost udziału kapitału własnego w strukturze źródeł finansowania i ograniczenie ryzyka finansowego. Kapitałodawcy uznali, że przedsiębiorstwo ma szansę spełnienia ich oczekiwań, pomimo ujemnych przepływów operacyjnych i poniesienia strat finansowych. Pomimo ograniczeń (a właściwie braku) wystarczalności gotówkowej przedsiębiorstwo wykazało pozytywne zmiany w ocenie płynności finansowej z wykorzystaniem klasycznej miary bieżącej płynności finansowej, co potwierdza ułomność miar opartych o wielkości bilansowe.

Analizowany przypadek w sferze produkcyjnej ponownie wskazuje, że wynik finansowy i nadwyżka finansowa (zysk netto z amortyzacją) nie mogą stanowić podstawy oceny faktycznej sytuacji finansowej i rzeczywistego kryzysu finansowego. W 2021 r. przedsiębiorstwo wykazuje znaczny spadek przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej związany z niekorzystnymi zmianami w zarządzaniu zapasami, prowadzonej polityce kredytowej. Równocześnie, prawdopodobnie odbiorcy skrócili terminy płatności lub wymusili realizację zobowiązań z poprzednich okresów. Spowodowało to wykorzystanie części amortyzacji do pokrycia wydatków operacyjnych. W roku 2020 przedsiębiorstwo pozyskało dodatkowy kredyt bankowy i wyemitowało akcje. Konsekwencją wzrostu kapitału pożyczkowego w strukturze źródeł finansowych są wydatki związane ze spłatą i obsługą kapitału ogranicza-

jącego płynność przedsiębiorstwa. Dodatnie przepływy pieniężne z działalności finansowej w 2020 r. wskazują, że kapitałodawcy pozytywnie ocenili perspektywy rozwoju przedsiębiorstwa i możliwości spłaty kapitału i poniesienia kosztów ich obsługi. Znaczny wzrost salda przepływów pieniężnych netto wpływający na zwiększenie stanu środków pieniężnych może wskazywać na zmiany planów rozwojowych przedsiębiorstwa lub przesunięcia części wydatków na rok następny, co potwierdza znaczny spadek stanu środków pieniężnych w 2021 r. Analiza prowadzona w dłuższej perspektywie czasowej wskazywałaby na rzeczywiste skutki finansowe podjętej przez przedsiębiorstwo strategii finansowej, co jest szczególnie ważne wobec perspektywy wzrostu poziomu stóp procentowych.

ZAKOŃCZENIE

Problem zarządzania przepływami pieniężnymi przedsiębiorstwa jest otwarty, ważny nie tylko w sytuacjach kryzysowych. Jest to istotny problem decyzyjny wskazujący na konieczność dokonywania wyborów z uwzględnieniem oceny ich gotówkowych konsekwencji. Rozszerza to również obszar zarządzania płynnością finansową, gdzie ograniczenie decyzji wyłącznie do zarządzania aktywami obrotowymi i źródłami ich finansowania nie daje pełnej, wieloaspektowej oceny faktycznej sytuacji płatniczej przedsiębiorstwa i ryzyka z tym związanego. Kryzys finansowy przedsiębiorstwa ogranicza natomiast możliwości prognozowania zmian w tym obszarze i wyboru bardziej ofensywnej strategii działania zapewniającej rozwój. Wynika to ze znacznego obszaru niepewności, ograniczającego prawidłowe zarządzanie ryzykiem i kwantyfikację jego skutków.

W artykule zwrócono uwagę na główne czynniki kształtujące przepływy pieniężne w podstawowych obszarach decyzyjnych. Zarządzanie przepływami pieniężnymi w działalności operacyjnej wpływa na zakres ryzyka operacyjnego ważnego dla zarządu i zewnętrznych interesariuszy. Decyduje to bowiem o realnej stopie zysku będącej podstawą wyznaczenia poziomu dźwigni finansowej i zakresu stanu finansowania wydatków inwestycyjnych. Badania wskazały, że ten obszar w sytuacji kryzysowej jest szczególnie wrażliwy na zmiany pozycji rynkowej przedsiębiorstwa. W warunkach kryzysu ograniczone są możliwości rozwojowe przedsiębiorstwa, co decyduje o defensywnej strategii z perspektywą stagnacji. Nie bez znaczenia jest również sterowanie ryzykiem finansowym decydującym o wiarygodności przedsiębiorstwa ważnej dla wyboru inwestorów na rynku kapitałowym.

Prowadzone badania (częstkowe) potwierdzają tezę o ograniczonej użyteczności decyzyjnej informacji bilansowych i wyniku finansowego (wg zasady memoriałowej). Przepływy pieniężne pozwalają natomiast na identyfikację ryzyka utraty płynności i czynników z tym związanych oraz szans realizacji wydatków finansowych wobec pożyczkodawców i ewentualnych oczekiwanych płatności na rzecz właścicieli.

Praktyczna analiza wymaga uwzględnienia przepływów pieniężnych z wszystkich rodzajów działalności tj. operacyjnej, inwestycyjnej i finansowej oraz ich związku z najważniejszymi obszarami decyzyjnymi tj. polityka cen, polityka kredytowa wobec odbiorców, zarządzanie należnościami, gospodarka zapasami, wybór zakresu i struktury rezerw, wybór struktury kapitału, aktywność inwestycyjna oraz polityka dywidendy.

Badania wykazały, że przedsiębiorstwa w zmiennych i nieprzewidywalnych warunkach, które cechowały lata 2019–2021, przyjmują konserwatywną strategię finansową z priorytetem płynności i bezpieczeństwa, z szansą przetrwania na rynku.

Faktyczne konsekwencje kryzysu finansowego i zmiennych warunków rynkowych będą widoczne w kolejnych latach. Wskazuje to na konieczność prowadzenia dalszych regularnych badań, które pozwolą na wypracowanie modelu zachowania zarządu i inwestorów w zmiennych warunkach otoczenia z możliwością ograniczenia negatywnych konsekwencji kryzysu finansowego i zapewnienia stabilnej pozycji przedsiębiorstw na rynku kapitałowym.

BIBLIOGRAFIA

- Bender, Ward K., 2009: *Corporate Financial Strategy*. Routledge, New York.
- Chojnacka E., 2012: *Struktura kapitału spółek akcyjnych w Polsce w świetle teorii hierarchii źródeł finansowania*. CeDeWu, Warszawa.
- Damodaran A., 2009: *Ryzyko strategiczne. Podstawy zarządzania ryzykiem*. Wydawnictwo Akademickie i Profesjonalne, Warszawa.
- Fabozzi F. J., Petterson P.P., 2002: *Financial Management and Analysis*. Wiley, Hoboken.
- Gao H., Harford J., 2013: *Determinants of Corporate Cash Policy Insights from Private Firms*. Journal of Banking and Finance, 109 (3).
- Kaplan R., Norton D., 2009: *Strategiczna Karta Wyników. Jak przełożyć strategię na działanie*. PWN, Warszawa.
- Lambin J.J., 2016: *Strategic marketing, European Strategy*. Mc Graw-Hill London.
- Łukasik G. (red.), 2013: *Relacje inwestorskie spółek kapitałowych*. Difin, Warszawa.
- Łukasik G., Błach J., 2016: *Strategie finansowe przedsiębiorstwa*. Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach.
- Łukasik G., Błach J., 2018: *Polityka dywidendy spółek kapitałowych w warunkach konfliktowych oczekiwać interesariuszy*. Polityki europejskie, Finanse i Marketing nr 19/2018, Wydawnictwo SGGW, Warszawa.
- Łukasik G., 2004: *Obligacje zamienne i zerokuponowe – szanse i zagrożenia dla przedsiębiorstwa*. Rynek Finansowy, szanse i zagrożenia rozwoju. Tom IV, Zamość.
- Mac Forlana, 1992: *Cash is the Keystone*, Washington D.C. Światowy Kongres Rachunkowości, S.B. Smart, 1992.
- Maślanka T., 2008: *Przepływy pieniężne w zarządzaniu finansami przedsiębiorstw*. Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.
- Michalski G., 2005: *Strategiczne zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*. CeDeWu, Warszawa.
- Osbert-Pociecha G., 2011: *Zdolność do zmian jako siła sprawcza organizacji*. Wydawnictwo Uniwersytet Ekonomiczny Wrocław.
- Kotler P., 2013: *Marketing*. Dom Wydawniczy Rebis, Poznań.
- Prusak B., 2005: *Nowoczesne metody prognozowania zagrożenia finansowego przedsiębiorstwa*. Difin, Warszawa.
- Sierpińska M., Wędzki D., 2017: *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*. CeDeWu, Warszawa.
- Sierpińska M., Jachna T., 2013: *Metody podejmowania decyzji finansowych. Analiza przykładów i przypadków*. PWN, Warszawa.
- Wieczerzyńska B., 2009: *Kryzys w przedsiębiorstwie*, CeDeWu, Warszawa.
- Wieczorek-Kosmala M., Doś A., 2017: *Kluczowe wskaźniki ryzyka w zarządzaniu płynnością finansową przedsiębiorstwa*. CeDeWu, Warszawa.
- Wugler A., Baker M., 2007: *Market timing and Capital Structure*. Journal of Finance, nr 52/2007.
- Znanecka K. (red.), 2012: *Oddziaływanie globalnego kryzysu finansowego. Perspektywa przedsiębiorstwa*. CeDeWu, Warszawa.