

Wstępna ocena gospodarowania środkami pieniężnymi w teorii i praktyce

Anna Dyhdalewicz

Politechnika Białostocka, Wydział Inżynierii Zarządzania,
Katedra Zarządzania, Ekonomii i Finansów

e-mail: a.dyhdalewicz@pb.edu.pl

Mateusz Laskowski

Politechnika Białostocka, Wydział Inżynierii Zarządzania,
Studenckie Koło Naukowe Finansów i Rachunkowości Winien Ma

e-mail: mateusz.laskowski0452@gmail.com

Kamil Kotowski

Politechnika Białostocka, Wydział Inżynierii Zarządzania,
Studenckie Koło Naukowe Finansów i Rachunkowości Winien Ma

e-mail: kamilkotowski372@gmail.com

Streszczenie

Celem artykułu jest wykorzystanie analizy ośmiu przypadków wartości przepływów pieniężnych do syntetycznej oceny sytuacji finansowej wybranych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Treści przedstawione w artykule sformułowano na bazie studiów literatury, analizy zawartości raportów rocznych zamieszczonych na stronach internetowych spółek publicznych. W artykule wykorzystano także metodę badań jakościowych – studia przypadków. Zaprezentowana analiza ośmiu wariantów wartości przepływów pieniężnych stanowi etap wstępny analizy sprawozdania z przepływu środków pieniężnych. Na jej podstawie można wyciągnąć wnioski czy przedsiębiorstwo jest zdolne do generowania środków pieniężnych i jakie są tendencje w tym zakresie.

Słowa kluczowe

rachunek przepływów pieniężnych, dodatni (nadwyżka) przepływ środków pieniężnych, ujemny (niedobór) przepływ środków pieniężnych, spółki giełdowe

Wstęp

Współczesne raporty finansowe stanowią zbiór informacji opisowych i liczbowych dotyczących przeszłości, teraźniejszości i przyszłości przedsiębiorstwa. W ramach informacji finansowych ważne znaczenie przypisuje się wynikowi finansowemu i przepływowi pieniężnym. Przepływy pieniężne stanowią integralny element współczesnego zarządzania jednostkami gospodarczymi [Śniezek i Wiatr, 2011, s. 70]. Ich specyfika, monitorowanie, raportowanie oraz analiza i przewidywanie stanowią przedmiot wielu opracowań naukowych i badań praktycznych, a także regulacji prawnych i środowiskowych [Gos, 2006; Śniezek, 2007; Śniezek i Wiatr, 2012; Olchowicz i Tłaczała, 2015; Gołębiowski i Tłaczała, 2016; Śniezek i Wiatr, 2016; Wróblewski, 2016; Sajnog, 2017; Mioduchowska-Jaroszewicz, 2017]. Rachunek przepływów pieniężnych uzupełnia pozostałe elementy sprawozdania finansowego i odzwierciedla skutki procesów zachodzących w jednostce gospodarczej w postaci wpływów i wydatków w określonym przedziale czasu. Informacja o przepływach pieniężnych jest użyteczna w ocenie zdolności do wypracowania gotówki i jej ekwiwalentów oraz w ocenie jakości osiągniętych wyników finansowych wykazywanych w rachunku zysków i strat zgodnie z zasadą memoriałową. Użytkownicy sprawozdań finansowych zainteresowani wypłacalnością organizacji mogą nie być zainteresowani szczegółową informacją na temat poszczególnych jego pozycji. Przydatne jest wtedy zawężenie informacji do kasowego efektu w zakresie generowania i wykorzystania środków pieniężnych oraz wzajemnych związków między rodzajami przepływu środków pieniężnych.

Celem artykułu jest wykorzystanie analizy ośmiu przypadków wartości przepływów pieniężnych do syntetycznej oceny sytuacji finansowej wybranych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

Podstawowymi metodami badawczymi do osiągnięcia przyjętego celu są studia literatury przedmiotu, analiza zawartości raportów rocznych zamieszczonych na stronach internetowych spółek publicznych. W artykule wykorzystano także metodę badań jakościowych – studia przypadków.

1. Rachunek przepływów pieniężnych – wybrane zagadnienia

Coraz częściej wyraża się pogląd, że zysk nie jest jedynym warunkiem kontynuowania działalności gospodarczej. Równie istotne są przepływy zasobów pieniężnych, które determinują zdolność przedsiębiorstwa do regulowania zobowiązań, pokrycia różnych wydatków oraz pozwalają na ocenę stopnia wewnętrznego sfinansowania i prognozowania strumieni pieniężnych (wpływów i wydatków z różnych rodzajów działalności). Potrzeby informacyjne i analityczne związane z zarządzaniem finansami przedsiębiorstwa uzasadniają potrzebę sporządzania sprawozdania z przepływów pieniężnych. Sprawozdanie to pozwala użytkownikom informacji finansowej na ocenę: jakie obszary działalności generują najwięcej środków pieniężnych w danym przedziale czasu oraz jak te środki zostały wykorzystane. Duża przydatność praktyczna informacji zapewnia mu trwałe miejsce w systemie sprawozdawczości finansowej. Zdaniem E. Śnieżek i M. Wiatra [2009, s. 243] „U podstaw propozycji modelu sprawozdawczości przepływów środków pieniężnych leży głębokie przekonanie o istotnym znaczeniu znajomości kierunków, struktury i specyfiki strumieni przepływów pieniężnych w przedsiębiorstwie”. Obowiązek sporządzania w Polsce rachunku przepływów pieniężnych został wprowadzony przez przepisy ustawy o rachunkowości [Ustawa z dnia 29 września 1994 roku o rachunkowości]. Szczegółowe zasady jego sporządzania określa opublikowany w 2003 roku i zaktualizowany w 2010 roku Krajowy Standard Rachunkowości (KSR) nr 1 „Rachunek przepływów pieniężnych”. Treść KSR jest zgodna z Międzynarodowym Standardem Rachunkowości (MSR) nr 7 Sprawozdanie z przepływów pieniężnych. W Polsce, w przypadku dużych spółek giełdowych sporządzających skonsolidowane sprawozdanie finansowe, obowiązuje przy jego sporządzaniu MSR nr 7.

Przepływy pieniężne są to wpływy i wydatki środków pieniężnych i ich ekwiwalentów w jednostce, jakie nastąpiły w okresie objętym rachunkiem przepływów pieniężnych.

Sprawozdanie z przepływu środków pieniężnych obejmuje strumień pieniężne w postaci wpływów i wydatków występujące w badanym okresie z podziałem na [Gos, 2006, s.100]:

- działalność operacyjną,
- działalność inwestycyjną,
- działalność finansową.

Przy zastosowaniu takiego podziału można wykazać wpływ środków pieniężnych netto każdej z wymienionych dziedzin na ostateczny stan zasobów gotówkowych w okresie sprawozdawczym.

Działalność operacyjna obejmuje podstawowe, statutowe działania jednostki gospodarczej (działalność produkcyjną, handlową, usługową). Przykładem przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej są wpływy ze sprzedaży produktów, towarów, usług, płatności na rzecz dostawców materiałów, towarów, za wykonane usługi, zapłaty zobowiązań podatkowych, ubezpieczeń społecznych. Skutki pieniężne takich transakcji uwzględnia się przy ustalaniu wyniku finansowego ze sprzedaży.

Działalność inwestycyjna polega na nabywaniu i zbywaniu rzeczowych aktywów trwałych, wartości niematerialnych i prawnych, długoterminowych inwestycji a także krótkoterminowych aktywów finansowych (z wyjątkiem aktywów pieniężnych i innych aktywów pieniężnych) oraz obejmuje wszystkie związane z nimi pieniężne koszty i korzyści. Przykładem przepływów pieniężnych są na przykład wypłaty i zwroty pożyczek udzielonych innym podmiotom gospodarczym, otrzymane przychody w postaci odsetek, wydatki z tytułu zakupu rzeczowych aktywów trwałych oraz wpływy z tytułu ich sprzedaży.

Działalność finansowa to działalność, której przedmiotem jest pozyskanie własnych i obcych źródeł finansowania, ich spłata oraz związane z nimi pieniężne koszty i korzyści. Zalicza się do niej przykładowo zaciągnięcie lub spłatę kredytów bankowych, emisję lub wykup obligacji własnych, wydatki leasingobiorcy (korzystającego) na spłatę zobowiązań zaciągniętych na podstawie umowy o leasing finansowy, płatności dywidend na rzecz właścicieli, zapłata odsetek, prowizji bankowych i innych kosztów pozyskania kapitału.

Rachunek przepływów pieniężnych można sporządzać metodą bezpośrednią lub pośrednią (tab. 1). Różnica pomiędzy tymi metodami wynika z odmiennego sposobu ustalania wpływów i wydatków pieniężnych generowanych przez działalność operacyjną. Dane dotyczące działalności inwestycyjnej i finansowej prezentuje się zawsze metodą pośrednią.

W prawidłowo funkcjonującym przedsiębiorstwie saldo przepływów pieniężnych netto z działalności operacyjnej powinno być dodatnie. Przepływy te informują o strumieniach środków pieniężnych, które przedsiębiorstwo może wykorzystać na spłatę pożyczek, wypłatę dywidend, na dokonanie nowych inwestycji bez konieczności sięgania do zewnętrznych źródeł finansowania. Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej pokazują rozmiary nakładów poniesionych na powiększenie aktywów trwałych, pozwalających w przyszłości na generowanie przychodów i środków pieniężnych. Mogą też wynikać z aktywności firmy na rynku kapitałowym. Działalność inwestycyjna na ogół wykazuje ujemne saldo przepływów finansowych. Przepływy pieniężne z działalności finansowej charakteryzują zmiany sytuacji finansowej spowodowane finansowaniem zewnętrznym i własnym. Struktura

i wielkość przepływów z działalności finansowej jest ważna dla określenia przeszłych i przyszłych relacji inwestor-przedsiębiorstwo. Korzyści płynące z informacji o przepływach pieniężnych to możliwość oceny płynności i wypłacalności, możliwość oceny zdolności dopasowania przepływów pieniężnych do zmieniających się warunków działalności, badanie relacji pomiędzy rentownością a przepływami pieniężnymi. Informacje historyczne wykorzystywane są do prognozowania przyszłych przepływów pieniężnych [MSR 7; 2011, s. A464-A465].

Tab. 1. Metody sporządzania rachunku przepływów pieniężnych

A. Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	
Metoda bezpośrednia	Metoda pośrednia
Przychody skutkujące finansowo (wpływy)	I. Wynik finansowy netto
(-) Wydatki związane z działalnością operacyjną	II. Korekty razem
Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej: wypracowana nadwyżka lub niedobór środków pieniężnych	
Metoda bezpośrednia	
B. Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	
I. Wpływy	
II. Wydatki	
Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	
C. Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej:	
I. Wpływy	
II. Wydatki	
Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej	
D. Przepływy pieniężne netto razem	
E. Zmiana stanu środków pieniężnych według definicji środków pieniężnych dla potrzeb rachunku przepływów pieniężnych =	
F. Środki pieniężne na początek okresu minus	
G. Środki pieniężne na koniec okresu	

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, Dz. U. z 2021 r. Poz. 217].

Dodatni (nadwyżka) lub ujemny (niedobór) przepływ oraz poszczególne rodzaje działalności mogą stanowić podstawę do wyróżnienia ośmiu możliwych przypadków w zidentyfikowaniu sytuacji finansowej przedsiębiorstwa, które prezentuje tab. 2.

Tab. 2. Możliwe warianty sytuacji finansowej przedsiębiorstwa ze względu na kierunek przepływów strumieni pieniężnych

Rodzaje działalności	Przypadki							
	1	2	3	4	5	6	7	8
Operacyjna	+	+	+	+	-	-	-	-
Inwestycyjna	+	-	+	-	+	-	+	-
Finansowa	+	-	-	+	+	+	-	-

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Olzacka i Pałczyńska-Gościńskiak, 2002, s. 146-148; Gołębowski i Tłaczała, 2016, s. 153-154; Sierpińska i Jachna, 2004, s. 121-123].

W praktyce gospodarczej przypadek 1 spotykany jest rzadko. Charakterystyczny jest dla sytuacji, w której firma przygotowuje się do nowych przedsięwzięć lub do przejścia innej firmy i wykazuje dużą płynność finansową. Nadwyżka przepływów pieniężnych z każdego rodzaju działalności, powodująca wzrost stanu środków pieniężnych na koniec roku w stosunku do początku roku.

Przypadek 2 występuje w firmach dojrzałych, których działalność jest rentowna i wygospodarowana nadwyżka pieniężna z podstawowej działalności operacyjnej pozwala na prowadzenie działalności inwestycyjnej i finansowej. Ujemny przepływ środków pieniężnych z całokształtu działalności oznacza, że przedsiębiorstwo wykorzystuje środki zgromadzone w poprzednich okresach. Może też sygnalizować trudności finansowe w danym okresie, a prowadzone inwestycje mogą świadczyć o działaniach na rzecz poprawy sytuacji finansowej w przyszłości. Ocena powinna odpowiedzieć na pytanie: czy są to trudności przejściowe, czy też przeniosą się na następne okresy.

Przypadek 3 może oznaczać restrukturyzację przedsiębiorstwa. Dodatnie przepływy gotówkowe uzyskiwane są z działalności operacyjnej i inwestycyjnej. Wpływy z działalności operacyjnej nie wystarczają jednak na spłatę zobowiązań, dlatego też przedsiębiorstwo zbywa aktywa trwałe.

Przypadek 4 jest typowy dla przedsiębiorstw rozwijających się. Przedsiębiorstwo inwestuje nadwyżkę środków pieniężnych z działalności operacyjnej w rozwój firmy, na pokrycie wydatków inwestycyjnych. W celu realizacji tych wydatków niedobór środków pieniężnych pokrywany jest ze źródeł zewnętrznych. Inwestorzy kapitału oceniają sytuację firmy jako poprawną.

Przypadek 5 oznacza trudności finansowe. Finansowanie niedoborów gotówki na bieżącą działalność następuje z wpływów ze sprzedaży majątku oraz ze źródeł obcych lub podwyższenia kapitału własnego. Trudności finansowe oceniane są jako tymczasowe, ze względu na pozyskiwanie kapitału na finansowanie działalności firmy.

Przypadek 6 charakterystyczny jest dla młodych, rozwijających się firm. Niedobory środków pieniężnych z działalności operacyjnej i inwestycyjnej pokrywane są ze źródeł zewnętrznych. Perspektywy przedsiębiorstwa są dobre, skoro właściciele kapitału nie odmawiają jego zainwestowania w jego działalność.

Przypadek 7 występuje w przedsiębiorstwach posiadających trudności finansowe. Przedsiębiorstwa starają się pokonać problemy z brakiem gotówki poprzez sprzedaż aktywów trwałych.

Przypadek 8 możliwy jest w przedsiębiorstwach, które zgromadziły w okresach poprzednich odpowiednie zasoby gotówki. Dłuższy jednak okres przewagi niedoborów sygnalizuje duże prawdopodobieństwo bankructwa.

Analiza przepływów pieniężnych nie powinna ograniczać się tylko do oceny samego salda przepływów, powinna też ustalić w jaki sposób zostało ono osiągnięte. Zaprezentowany zakres analizy rachunku przepływów pieniężnych pozwala na dokonanie ogólnej oceny pieniężnych efektów prowadzonej działalności przedsiębiorstwa. Należy również zwrócić uwagę na przyczyny różnicy między wynikiem finansowym księgowym a przepływami pieniężnymi z działalności operacyjnej. Wartość poznawczą informacji zawartych w rachunku przepływów pieniężnych zwiększa także zastosowanie analizy wskaźnikowej.

2. Analiza wstępna przepływu środków pieniężnych na przykładzie wybranych spółek giełdowych

Ta część artykułu wykorzystuje metodę badań jakościowych - studia przypadków kilku wybranych podmiotów gospodarczych, aby odpowiedzieć na pytanie badawcze „Jak można wykorzystać analizę ośmiu możliwych kombinacji wartości przepływów ustalonych na podstawie rachunku przepływów pieniężnych do syntetycznej oceny sytuacji finansowej przedsiębiorstwa?” W aspekcie podmiotowym badanie obejmowało wybrane spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, reprezentujące różne branże gospodarki, takie jak: turystyczna, gastronomiczna, nieruchomości, produkcja leków, produkcja sprzętów i materiałów medycznych. Analizie i ocenie poddano dane finansowe rachunku przepływów pieniężnych będącego elementem rocznego sprawozdania finansowe spółek. W badaniu empirycznym wykorzystano dane finansowe za lata 2019-2020, zamieszczone na stronach internetowych badanych spółek. Wybór spółek do badania był losowy i wynikał z możliwości dostępu do sprawozdań finansowych oraz czasu potrzebnego do opracowania danych. Przeprowadzone badanie należy traktować jako badanie wstępne. Tab. 3 prezentuje syntetyczną charakterystykę spółek wybranych do badania empirycznego.

Tab. 3. Spółki objęte badaniem empirycznym - syntetyczna charakterystyka ich branży w czasach COVID-19

Nazwa podmiotów	Branża i krótka charakterystyka
Novaturas AB	Branża biur podróży (branża turystyczna) zaliczyła ogromne straty pieniężne. Głównym powodem były obowiązujące ograniczenia w kwestii przemieszczania się i obowiązkowego odbywania kwarantanny po przyjeździe z innego kraju, co w szczególny sposób ograniczyło możliwości prowadzenia działalności biur podróży. Zapotrzebowanie na usługi związane ogólnie z branżą turystyczną zmalało również ze względu na obawy ludzi przed wirusem.
Rainbow Tours SA	W wyniku tej sytuacji na całym świecie odwoływano wiele cyklicznych wydarzeń, które zwykle przyciągały rzeszę turystów
Sfinks Polska SA	Branża restauracyjna (branża gastronomiczna) musiała mierzyć się z daleko idącymi restrykcjami związanymi z ograniczeniem rozprzestrzeniania wirusa SARS-CoV-2. Wielu właścicieli zamykało na ten czas swoje restauracje, a część lokali oferowało dowóz swoich dań.
Mex Polska SA	Pomimo odmrażania branży gastronomicznej w okresie letnim, restauracje uzyskały dużo niższe wyniki z działalności operacyjnej
Atlas Estates Ltd.	Branża wynajmu nieruchomości odczuła zawirowania z powodu pandemii. Zainteresowanie mieszkaniami w tym czasie było mniejsze, na co wpływ miało głównie przeniesienie edukacji z tradycyjnej formy na zdalną bądź hybrydową i większe obawy o utratę pracy. Część studentów i ludzi pracujących poza rodzinnym miastem wróciła do swoich domów. Stawki za wynajem przestały rosnąć, co w konsekwencji stworzyło większą możliwość negocjacji. Z drugiej strony, nieruchomości znajdujące się w atrakcyjnych lokalizacjach o popularnych metrażach i wysokim standardzie wykończenia dalej utrzymywały swoją wartość. Mimo wszystko nie był to okres sprzyjający dla tej branży, szczególnie z punktu widzenia prowadzonych inwestycji
Capital Park SA	
Celon Pharma SA	Branża produkcji leków jest nastawiona na badania i rozwój. Ciągły rozwój medycyny wpływa również na branżę farmaceutyczną, która systematycznie musi dostosowywać swoje rozwiązania, aby wykorzystać nowo powstające możliwości. Wybuch światowej pandemii COVID-19 rozszerzył rynek dla tej branży, powodując większe zapotrzebowanie na leki oraz możliwość tworzenia nowych leków. Zapotrzebowanie na leki oraz produkty medyczne zaczęło znacznie wzrastać. Sam wybuch pandemii miał też negatywne skutki dla branży, szczególnie na początku, kiedy większość środków finansowych przedsiębiorstw farmaceutycznych została przekierowana na prace badawczo-rozwojowe w celu wynalezienia szczepionki
Bioton SA	
Mercator Medical SA	Branża sprzętu i materiałów medycznych odniosła znaczny wzrost w sprzedaży. Zapotrzebowanie na takie produkty jak rękawiczki, maseczki wzrosło gwałtownie. Inteligentne przedsiębiorstwa szybko dostosowały się do potrzeby zapobiegania rozprzestrzeniania się wirusa i były w stanie osiągnąć znaczący dochód z produktów do tego służących. Przedsiębiorstwa obawiały się jednak, że w wyniku rozprzestrzeniania się wirusa będą zmuszone do zmniejszenia lub zaprzestania produkcji, co nie pozwoliłoby im na wykorzystanie obecnej sytuacji na świecie. Pandemia miała także negatywny wpływ na sprzęty i materiały używane do regularnych procedur medycznych, których wykorzystanie zostały znacznie ograniczone w krajach, w których głównym problemem stały się zachorowania na COVID-1
Voxel SA	

Źródło: opracowanie własne na podstawie stron internetowych badanych spółek.

W badanym okresie, wspólnym, nietypowym uwarunkowaniem prowadzenia działalności wybranych branż i przedsiębiorstw była pandemia koronawirusa, a wraz z nią wprowadzane m.in. restrykcje administracyjne przez niemal wszystkie kraje na świecie. Głównym celem tych działań było ograniczenie transmisji wirusa, co w konsekwencji oznaczało zmiany w wielu obszarach życia i porządku publicznego. Z jednej strony, rządy państw starały się maksymalizować nakłady i zasoby na służbę zdrowia, z drugiej strony brak ogólnodostępnej szczepionki na całym świecie w początkowych fazach pandemii wymuszał podejmowanie zestawu surowych obostrzeń, które miały ogromny wpływ na działalność przedsiębiorstw i społeczeństwo, w tym także na pieniężne efekty działalności.

Tab. 4. Rodzaje przepływów pieniężnych w badanych spółkach giełdowych w latach 2019-2020

Nazwa spółki	Wyszczególnienie grup przepływów	Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej	Przepływy pieniężne netto razem
Dane w tys. euro					
Novaturas AB (NTU)	2019	4 423	(35)	(2 237)	2 151
	2020	(12 119)	(24)	10 654	(1 489)
Dane w tys. zł					
Rainbow Tours SA (RBW)	2019	116 370	(22 552)	(50 902)	42 916
	2020	(96 622)	(22 781)	82 448	(36 955)
Sfinks Polska SA (SFS)	2019	46 049	(4 996)	(45 224)	(4 171)
	2020	14 884	(285)	(20 513)	(5 914)
Mex Polska SA (MEX)	2019	12 265	(3 302)	(9 672)	(709)
	2020	2 053	(532)	(324)	1 197
Atlas Estates Ltd. (ATL)	2019	(4 294)	3 988	650	344
	2020	(1 345)	1 392	0	47
Capital Park SA (CPG)	2019	85 788	385 645	22 479	493 912
	2020	18 478	(249 268)	(236 600)	(467 390)
Celon Pharma SA (CLN)	2019	(5 050)	(67 735)	(8 518)	(81 303)
	2020	70 903	(98 531)	4 913	(22 715)
Bioton SA (BIO)	2019	46 708	(53 802)	6 526	(568)
	2020	41 949	(4 684)	(22 203)	15 062
Mercator Medical SA (MRC)	2019	13 843	(8)	(10 263)	3 572
	2020	(8 923)	(64 715)	76 427	2 789
Voxel SA (VOX)	2019	45 409	(38 724)	(9 062)	(2 377)
	2020	40 616	(23 841)	(13 686)	3 089

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań z przepływów pieniężnych spółek prezentowanych w raportach rocznych za 2020 rok.

W wyniku wybuchu pandemii wiele przedsiębiorstw odnotowało pogorszenie płynności finansowej, inne natomiast mogły wykorzystać sytuację do jej poprawy. Każda branża w inny sposób zareagowała na panującą sytuację na świecie. Pogląd na efekty prowadzonej polityki finansowej dostosowywanej do założeń otoczenia i zmienianej strategii firmy daje analiza finansowa przepływów środków pieniężnych. Poniżej w tab. 4 zostały zestawione rodzaje przepływów pieniężnych w badanych spółkach.

Na podstawie tab. 4 zostały określone kierunki przepływów pieniężnych badanych spółek giełdowych przedstawione w tab. 5.

Tab. 5. Kierunek przepływów pieniężnych wybranych spółek giełdowych w latach 2019-2020

Nazwa spółki	Wyszczególnienie grup przepływów	Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej	Przepływy pieniężne netto razem
Novaturas AB (NTU)	2019	+	-	-	+
	2020	-	-	+	-
Rainbow Tours SA (RBW)	2019	+	-	-	+
	2020	-	-	+	-
Sfinks Polska SA (SFS)	2019	+	-	-	-
	2020	+	-	-	-
Mex Polska SA (MEX)	2019	+	-	-	-
	2020	+	-	-	+
Atlas Estates Ltd. (ATL)	2019	-	+	+	+
	2020	-	+	brak	+
Capital Park SA (CPG)	2019	+	+	+	+
	2020	+	-	-	-
Celon Pharma SA (CLN)	2019	-	-	-	-
	2020	+	-	+	-
Bioton SA (BIO)	2019	+	-	+	-
	2020	+	-	-	+
Mercator Medical SA (MRC)	2019	+	-	-	+
	2020	-	-	+	+
Voxel SA (VOX)	2019	+	-	-	-
	2020	+	-	-	+

Źródło: opracowanie własne na podstawie Tab. 4.

Novaturas AB to litewska firma zajmująca się podróżami i wycieczkami. Firma jest największym tourooperatorem w krajach bałtyckich. W 2019 roku sytuacja

w rachunku przepływów pieniężnych była typowa dla firm dojrzałych. Działalność była wówczas rentowna, a wygospodarowana nadwyżka środków pieniężnych z podstawowej działalności operacyjnej pozwalała na prowadzenie działalności inwestycyjnej i finansowej. Rok 2019 zakończył się zwiększeniem środków pieniężnych w stosunku do początku roku. W 2020 roku sytuacja uległa zmianie, gdyż wystąpiły ujemne przepływy pieniężne z działalności operacyjnej i inwestycyjnej oraz dodatnie z działalności finansowej związane z pozyskiwaniem kapitału na finansowanie niedoborów środków pieniężnych. W efekcie zakończyła rok zmniejszeniem środków pieniężnych w stosunku do bilansu otwarcia. Spółka nie zrezygnowała z inwestowania w firmę. Wskazuje na to wykazana w 2020 roku kwota otrzymanych pożyczek na łączną kwotę ponad 16 milionów euro, z czego 1 milion euro to długoterminowy kredyt otrzymany w sierpniu w ramach programu litewskiego Ministerstwa Gospodarki i Inwestycji na zwrot kosztów odwołanych wyjazdów z powodu pandemii. W ostatnim kwartale 2020 roku spółka zawarła również porozumienie z bankiem Luminor AB na odroczenie spłaty pożyczki długoterminowej w wysokości 5 mln euro otrzymanej w ramach funduszu gwarancyjnego inwestycji i biznesu Invega. Okres spłaty został przedłużony o 2 lata do połowy 2025 roku, co w znaczący sposób może pomóc spółce w odrobieniu strat z okresu pandemii [www.novaturasgroup.com, 28.08.2021].

Rainbow Tours S.A. to touroperator należący do największych w Polsce organizatorów imprez turystycznych. Podobnie jak w przypadku Novaturasa, w 2019 roku spółka uzyskała nadwyżkę przepływów pieniężnych netto z działalności operacyjnej w porównaniu do ujemnych przepływów z działalności inwestycyjnej i finansowej, uzyskując zwiększenie środków pieniężnych netto na koniec roku. W 2020 roku doszło do zmiany w przepływach pieniężnych, w wyniku której spółka uzyskała ujemny przepływ środków pieniężnych z całokształtu działalności. Ze względu na panującą sytuację na świecie, spółka od połowy marca 2020 roku do końca czerwca 2020 roku nie uzyskiwała przychodów ze sprzedaży i nie tylko nie przyjmowała, ale zwracała zaliczki na poczet przyszłych imprez turystycznych, gdyż nie świadczyła w tym okresie swoich usług. Podobna sytuacja miała miejsce w IV kwartale 2020 roku, kiedy ponownie były wprowadzane restrykcje w destynacjach docelowych objętych ofertą operatora. Głównym efektem było zmniejszenie przychodów przyszłych okresów z działalności operacyjnej, które w 2020 roku wyniosło ponad 110 milionów złotych. Wpływy z pożyczek i kredytów bankowych, które dotyczą działalności finansowej, wyniosły w 2019 roku 19 milionów złotych, a w 2020 roku ponad 130 milionów złotych, co wynikało w dużej mierze z większego zapo-

trzebowania na finansowanie zewnętrzne. Właściciele nie zrezygnowali z pozyskiwania kapitału z otoczenia finansowego, co wskazuje na dobre perspektywy funkcjonowania działalności w przyszłości [www.money.pl, 28.08.2021].

Mex Polska SA to grupa zarządzająca lokalami gastronomicznymi, rozwijająca sieć własnych i franczyzowych placówek. Posiada w swoim portfelu i rozwija dwa rozpoznawalne i bardzo popularne koncepty gastronomiczne: Pijalnia Wódki i Piwa i The Mexican. Spółka w 2019 roku miała finalnie deficyt w sumarycznym wyniku przepływów pieniężnych netto, pomimo nadwyżki przepływów netto z działalności operacyjnej i niedoboru z działalności inwestycyjnej i finansowej. W 2020 roku, przy tych samych kierunkach przepływów strumieni pieniężnych, Mex Polska SA uzyskała dodatni wynik przepływów z całokształtu działalności. Oznacza to powiększenie stan środków pieniężnych w porównaniu do bilansu otwarcia, pomimo dużo niższych przepływów netto z działalności operacyjnej. Aby poprawić płynność finansową spółka ograniczyła wydatki w działalności finansowej, szczególnie w przypadku wypłaty dywidend, a także działalności inwestycyjnej obniżyła wydatki na nabycie wartości niematerialnych i rzeczowych aktywów trwałych [www.mexpolska.pl, 28.08.2021].

Sfinks Polska SA to największa sieć restauracji typu *casual dining* w Polsce. W 2019 roku spółka uzyskała ujemny przepływ z całokształtu działalności. Największy wpływ miały na to wysokie kwoty zapłaconych odsetek, a także spłaty kredytów, pożyczek i zobowiązań z tytułu leasingu w ramach działalności finansowej o łącznej kwocie ponad 45 mln złotych. Dodatkowo przepływy netto z działalności operacyjnej nie pokrywały w pełni nadwyżki wydatków nad wpływami (niedobór) zanotowanych w pozostałych obszarach. Z informacji zawartych w raporcie z 2020 roku wynika, że jedynymi okresami pełnej działalności branży gastronomicznej były dwa pierwsze miesiące roku. Przez prawie pięć miesięcy obowiązywał całkowity brak możliwości obsługi gości przy stolikach. Restauracje Sfinks Polska prowadziły sprzedaż jedynie w formie dowozu i na wynos. Działania te nie uchroniły spółki przed pogorszeniem płynności finansowej. Spółka zanotowała ujemne przepływy z całokształtu działalności zarówno w 2019 roku, jak i w 2020 roku. W przypadku działalności operacyjnej spółka wykazała ponad trzykrotnie wyższą stratę brutto w porównaniu do poprzedniego roku. Spółka wprowadziła działania mające na celu redukcję wydatków w pozostałych obszarach, m.in. zrezygnowała z zakupu części majątku trwałego w ramach inwestycji, a w przypadku działalności finansowej banki przesuwają terminy spłaty zobowiązań na dalsze okresy. Spółka otrzymała też środki z pomocy publicznej w wysokości 3,5 mln złotych. Sfinks Polska uruchomiła kilka nowych obiektów w ramach franczyzy w dużych miastach, m.in.

w Białymstoku, Częstochowie, Bielsku-Białej i Krakowie. W tej sytuacji, która sygnalizuje trudności finansowe w analizowanych okresach, prowadzone inwestycje mogą świadczyć o działaniach na rzecz poprawy sytuacji finansowej w przyszłości [www.sfinks.pl, 28.08.2021].

Atlas Estates Limited jest spółką zarejestrowaną na wyspie Guernsey, inwestującą w nieruchomości i realizującą przedsięwzięcia deweloperskie w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, m.in. w Polsce, Bułgarii, Rumunii i na Węgrzech. Od 12 lutego 2008 roku akcje Atlasu są przedmiotem obrotu na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. W 2019 roku spółka notowała ujemne przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej, na co główny wpływ miało zmniejszenie stanu zobowiązań z tytułu dostaw i usług na poziomie 2 milionów złotych. Nadwyżka środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej wynikała z przychodów w wysokości 4 mln złotych uzyskanych przez spółkę zależną, od której Atlas otrzymał również pożyczkę w ramach działalności finansowej. W 2020 roku spółka uzyskała dodatni stan przepływów z całokształtu działalności, jednak był on niższy w porównaniu do 2019 roku. Wpływ na niedobór środków z działalności operacyjnej miała strata na poziomie 23 mln złotych, natomiast dodatnia korekta w wysokości 20 mln zł stanowiła utworzenie odpisów aktualizujących wartość inwestycji. Niższe przychody od jednostki zależnej na poziomie 1,4 mln zł wpłynęły na mniejszą nadwyżkę przepływów pieniężnych z działalności inwestycyjnej. Spółka w 2020 roku nie podejmowała działań dotyczących działalności finansowej, opierając pokrywanie niedoboru środków pieniężnych pozyskaną w 2019 roku pożyczką [www.atlasestates.pl, 28.08.2021].

Capital Park S. A. prowadzi działalność deweloperską skoncentrowaną na nabywaniu, przekształcaniu nieruchomości i budowaniu obiektów o przeznaczeniu mieszkaniowym, biurowym, handlowym lub usługowym. W 2019 roku spółka zanotowała rzadko spotykaną sytuację, w której każdy rodzaj działalności wykazał dodatni przepływ pieniężny netto. Jest to charakterystyczne dla przedsiębiorstw, które przygotowują się do nowych przedsięwzięć i dlatego wykazują dużą płynność finansową. W 2020 roku spółka wykorzystwała wypracowaną nadwyżkę z 2019 roku do wydatków dotyczących działalności finansowej, głównie wypłaty dywidend w wysokości 227,5 mln zł i spłaty trzech serii obligacji o łącznej wartości 173 mln zł. Wydatki inwestycyjne w wysokości 256 mln zł dotyczyły w głównej części budowy Fabryki Norblina, której termin realizacji wyznaczono na lipiec 2021 roku. 2020 rok zakończył się zmniejszeniem środków pieniężnych w porównaniu do bilansu otwarcia [inwestor.capitalpark.pl, 28.08.2021].

Celon Pharma SA jest przedsiębiorstwem zajmującym się produkcją leków. W 2019 roku firma ta miała wyjątkowo niekorzystną sytuację w zakresie przepływów pieniężnych. Przepływy pieniężne netto z każdego rodzaju działalności wykazały nadwyżkę wydatków nad wpływami i w rezultacie odpływ pieniądza w porównaniu do bilansu otwarcia. Na taką sytuację przedsiębiorstwo może sobie pozwolić jedynie w sytuacji, gdy w poprzednich okresach zgromadziło odpowiednie zasoby gotówki. W 2020 roku sytuacja spółki się poprawiła. Spółka była w sytuacji typowej dla organizacji rozwijających się. Spółka uzyskała najwyższe dochody ze sprzedaży leku Salmex, który jest stosowany przy astmie, czy też chorobach płuc. Spółka ta jest też jedyną firmą farmaceutyczną w Polsce, która posiada w ciągłej produkcji leki, stosowane przy zakażeniu retrowirusem (do tej grupy należą koronawirusy). W 2020 roku spółka zainicjowała program testowania, weryfikacji i poszukiwania efektywnego leku na COVID-19. Testy kliniczne rozpoczęły się w 2021 roku. Rozpoczynając te badania, spółka podjęła porozumienie ramowe z Siecią Badawczą Łukasiewicz oraz w ramach tego porozumienia organizacje podjęły wspólne działania mające na celu uzyskania wsparcia finansowego na realizację tych badań. Dzięki tym wysiłkom spółka otrzymała dofinansowanie od NCBR (Narodowego Centrum Badań i Rozwoju). Sprzedaż spółki w 2020 roku wzrosła o 36% w porównaniu do roku 2019, stąd wzrosły wpływy pieniężne. Główną przyczyną wzrostu sprzedaży było rozszerzenie rynku zbytu leku Salmex na rynki francuski i holenderski. W 2020 roku organizacja zakończyła prace nad Centrum Badawczo-Rozwojowym oraz zwiększyła produkcję ich kluczowego leku Salmex. W 2020 roku spółka zaciągnęła kredyty bankowe, co poprawiło przepływ pieniądza [www.celonpharma.com, 29.08.2021].

Bioton SA także zajmuje się produkcją leków. W 2019 roku spółka wykazała tylko niedobór gotówki (nadwyżkę wpływów nad wydatkami) w przepływach z działalności inwestycyjnej, czyli była to sytuacja typowa dla organizacji rozwijającej się. W 2020 roku, przedsiębiorstwo było już w sytuacji typowej dla organizacji dojrzałych. Wygenerowana nadwyżka z działalności operacyjnej pozwala na prowadzenie działalności inwestycyjnej i finansowej. Spółka osiągnęła nadwyżkę wpływów nad wydatkami pieniężnymi z całokształtu działalności, co należy ocenić pozytywnie. Główne źródło zysku i wpływów pieniężnych tej spółki stanowi sprzedaż form insulinowych, która stanowi około 65% przychodów ze sprzedaży w 2020 roku. W wyniku wybuchu pandemii COVID-19 spółka zwiększyła dostawy surowców, aby zabezpieczyć produkcję. Mimo trudnej sytuacji na rynku, spółka podkreśliła, że sytuacja ta tworzy nowe szanse na zwiększenie sprzedaży czy poszerzenie rynku zbytu. W swoim raporcie spółka zaznacza, że obecnie sytuacja związana

z wybuchem pandemii nie stanowi zagrożenia dla kontynuowania działalności organizacji [www.bioton.com 28.08.2021].

Mercator Medical SA jest producentem rękawic medycznych oraz dystrybutorem materiałów medycznych jednorazowego użytku. W 2019 roku przedsiębiorstwo ma sytuację typową dla organizacji dojrzałej, przy czym z całokształtu działalności otrzymało dodatnie przepływy pieniężne. W 2020 roku sytuacja przedsiębiorstwa się zmieniła. Według literatury przypadek ten jest charakterystyczny bardziej dla młodych i rozwijających się przedsiębiorstw. Na koniec okresu stan środków pieniężnych z całokształtu działalności wykazał nadwyżkę, co było sytuacją jak najbardziej poprawną. Zanotowano jednak ujemne przepływy pieniężne z działalności operacyjnej i inwestycyjnej oraz dodatnie z finansowej. Ujemne przepływy z działalności operacyjnej były spowodowane głównie wzrostem zapasów i należności, co spowodowane były wzrostem cen zakupu towarów i cen sprzedaży. Spółka jednak zaznacza, że pod wpływem wybuchu pandemii rynek był zdestabilizowany i przedsiębiorstwo brało pod uwagę możliwość pogorszenia wyników jednostki w przypadku stabilizacji sytuacji epidemiologicznej (zwiększenie światowej produkcji rękawic oraz inne działania dostosowawcze). Ujemne przepływy z działalności inwestycyjnej związane były z nabyciem jednostek uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych oraz inwestycjami w Tajlandii. Ocena dodatnich przepływów wynikających z działalności finansowej powinna uwzględniać prognozy co do możliwości ich spłaty w przyszłości [www.bankier.pl, 29.08.2021].

Voxel Sa świadczy wysokospecjalistyczne usługi w dziedzinie radiologii oraz oferuje kompleksowy zakres usług i produktów związanych z wykorzystaniem najnowszych osiągnięć technologicznych w medycynie. W latach 2019-2020 w przedsiębiorstwie panowała sytuacja typowa dla dojrzałej organizacji. Podobnie jak w poprzednio opisanej organizacji, tutaj także osiągnięto nadwyżkę w przepływach z całokształtu działalności. Ujemny wynik na działalności inwestycyjnej w spółce spowodowany był głównie nabyciem aktywów trwałych, niematerialnych oraz innych aktywów finansowych, a także udzieleniem pożyczek. Natomiast ujemny przepływ z działalności finansowej był rezultatem spłaty zobowiązań z tytułu pożyczek i kredytów, odsetek, wypłatą dywidend oraz spłaty zobowiązań z tytułu leasingu finansowego. Spadek przepływów z działalności operacyjnej w 2020 roku w porównaniu do 2019 spowodowany był głównie spadkiem zysku brutto i zmniejszeniem stanu należności handlowych spółki. Przedsiębiorstwo, oceniając stan posiadanych środków pieniężnych, wpływy, wydatki, zabezpieczenia źródeł finansowania oraz zmiany, które mają przeciwdziałać skutkom wpływu koronawirusa, stwierdziło, że będzie w stanie finansować bieżące wydatki operacyjne bez ryzyka zachwiania płynności finansowej [www.voxel.pl, 29.08.2021].

Reasumując, analiza tab. 5 pozwala na identyfikację różnych wariantów przepływów pieniężnych zachodzących w praktyce gospodarczej.

3. Ocena otrzymanych wyników badania empirycznego

Analizując układ strumieni pieniężnych dla dziesięciu przedsiębiorstw z pięciu różnych branż notowanych na GPW należy stwierdzić, że w większości analizowanych spółek wystąpiły dodatnie przepływy z działalności operacyjnej w badanych latach. Na koniec 2019 roku połowa (pięć) prezentowanych spółek generowała dodatnie przepływy pieniężne z całokształtu działalności, które oznaczają, że w analizowanym okresie wpływy przewyższyły wydatki. Na koniec roku spółki zwiększały stan środków pieniężnych, co należy ocenić pozytywnie. Pozostałe spółki wykazywały ujemne strumienie środków pieniężnych, co oznacza wykorzystanie nadwyżek środków pieniężnych z lat poprzednich do finansowania działalności. Dwie spółki wykazywały ujemne przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej, które w dłuższej perspektywie powinny być dodatnie. W przypadku jednej spółki (Celon Pharma SA) wszystkie rodzaje działalności wykazywały ujemne przepływy pieniężne (przypadek 8). W części badanych spółek w 2020 roku nastąpiło pogorszenie rezultatów finansowych. Cztery spółki wykazywały ujemne przepływy z działalności operacyjnej, połowa spółek ujemne przepływy z całokształtu działalności. Pogorszenie jest zauważalne szczególnie w branży biur podróży, która jest powiązana z sektorem usług turystycznych, uzależnionym w głównej mierze od działalności obiektów noclegowych, restauracji i transportu, które nie mogły stale i w pełnym wymiarze funkcjonować przez sytuację związaną z COVID-19. Charakterystyczne dla podmiotów tej branży jest odwrócenie kierunku przepływu środków pieniężnych z działalności operacyjnej z dodatniego na ujemny. W okresie dekonunktury, w 2020 roku w porównaniu do 2019 roku, poprawę w przepływach pieniężnych z działalności operacyjnej notowała Celon Pharma SA z branży produkcji leków. Pozostałe podmioty notowały spadki, ale pozyskiwały finansowanie z zewnętrznych podmiotów na wydatki bieżące i inwestycje, które mają na celu rozwój działalności i w efekcie przywrócenie trendu wzrostowego przepływów wynikających z działalności operacyjnej. Sytuacja taka oznacza, że trudności finansowe uznawane były za przejściowe. Generalnie korzystnie należy ocenić sytuację, gdy środki pieniężne na wydatki inwestycyjne i finansowe pochodzą z nadwyżek w segmencie działalności operacyjnej, a dodatkowo ogólny przepływ środków pieniężnych z całokształtu działalności jest dodatni. Taką sytuację w badanych latach zanotowały po trzy spółki.

Analiza rozkładu strumieni środków pieniężnych pozwala na wyciągnięcie wstępnych wniosków co do kondycji finansowej. Wyniki działalności w ujęciu memoriałowym mogą się znacznie różnić od ujęcia kasowego w krótkim okresie. Sprawdzanie kierunków transferów z całokształtu działalności może stanowić źródło informacji o płynności finansowej, tendencji zmian sposobu pozyskiwania środków pieniężnych i symptomach zagrożeń związanych z utratą zdolności płatniczych. Rachunek przepływów pieniężnych jest więc istotnym elementem sprawozdania finansowego przedsiębiorstwa, który pozwala w szerszym kontekście rozpatrywać źródła środków pieniężnych i sposób ich wydatkowania.

4. Ograniczanie ryzyka utraty płynności finansowej w badanych spółkach

Prowadzenie działalności wiąże się z ryzykiem, które dotyczy każdej sfery działalności przedsiębiorstwa. Zadaniem menedżerów jest minimalizowanie ryzyka, na przykład poprzez szukanie źródeł finansowych, które w niekorzystnej sytuacji mogą uchronić spółkę przed bankructwem i upadłością. Dotyczy to ryzyka płynności, w którym przedsiębiorstwo nie posiada dostatecznych środków pieniężnych na pokrycie swoich zobowiązań [Rzeczycka, Golawska-Witkowska, 2017, s. 274].

Omawiane spółki były narażone na pogorszenie płynności finansowej w 2020 roku i podejmowały szereg działań, mających na celu poprawę sytuacji. Spółki z branży biur podróży nie mogły funkcjonować w standardowy sposób. Zarząd Rainbow Tours podjął radykalne decyzje, m.in. przeprowadzając proces zamknięcia piętnastu najmniej rentownych salonów zlokalizowanych poza centrami handlowymi, które przynosiły spółce straty. Dodatkowo, od dnia 1 kwietnia 2020 r. do 30 czerwca 2020 r., w spółce wprowadzono okres przestoju ekonomicznego i obniżonego wymiaru czasu pracy. Spółka w ramach Funduszu Gwarantowanych Świadczeń Pracowniczych uzyskała także dofinansowanie do wynagrodzeń pracowników, co miało wpływ na poprawę i zabezpieczenie sytuacji płynnościowej. Ponadto, spółka czasowo wygaszała wzajemne zobowiązania stron umów najmu w centrach handlowych, w związku z czasowym ograniczeniem prowadzenia działalności przez agentów turystycznych i organizatorów turystyki w tego typu obiektach. Jednocześnie zarząd spółki prowadził negocjacje z właścicielami galerii handlowych w sprawie bardziej korzystnych warunków najmu lokali, wysokości i sposobu naliczania czynszów najmu. Zabezpieczeniem płynności był także rodzaj dokonywanej sprzedaży, głównie w systemie przedpłat oraz pozyskanie kredytów obrotowych mających zabezpieczyć lukę płynnościową w okresach niskich wpływów. Spółka posiada adekwatne limity instrumentów płynnościowych w postaci linii kredytowych [www.money.pl, 28.08.2021].

Litewska spółka Novaturas AB korzystała z pomocy rządów państw w celu poprawy płynności finansowej w 2020 roku. Oprócz wsparcia z Litwy, spółka otrzymała od rządów Estonii i Łotwy dotacje o łącznej wysokości 141 tysięcy euro oraz 1 milion euro pożyczki. Zarząd wprowadził też program kryzysowy, który był ukierunkowany na politykę oszczędności i regulację przepływów pieniężnych. W rezultacie koszty operacyjne osiągnęły 7,3 mln euro i były o 60% niższe niż w 2019 roku. Sprawozdanie spółki zawiera również dane o wskaźniku płynności bieżącej. Według nich, na koniec 2020 roku wynosił on 0.66 punktów, czyli był niższy niż na koniec 2019 roku (0,72) [www.novaturasgroup.com, 28.08.2021].

Zarząd Mex Polska SA przeprowadził szacunki, zgodnie z którymi istnieje potencjalne ryzyko utraty płynności wynikające z czasu trwania pandemii i dokonanej jednorazowej terminowej spłaty zaciągniętej pożyczki na sumę 2,5 mln zł. W celu ograniczenia ryzyka utraty płynności związanej z tymi wydarzeniami, spółka prowadziła z wyprzedzeniem rozmowy w sprawie uzyskania kredytów bankowych na pokrycie ewentualnych braków środków finansowych [www.mexpolska.pl, 28.08.2021].

Sfinks Polska SA podjęła pod koniec 2020 roku decyzję o otwarciu uproszczonego postępowania restrukturyzacyjnego. W ramach restrukturyzacji wierzytelności objętych układem spółka opracowała propozycje układowe dla poszczególnych grup wierzycieli, które w ocenie zarządu są możliwe do realizowania w oparciu o przewidywane przepływy gotówkowe. W 2020 roku spółka wystąpiła o pożyczkę do Agencji Rozwoju Przemysłu S.A. w ramach programu Polityka Nowej Szansy dla przedsiębiorstw znajdujących się w trudnej sytuacji, przeznaczoną na pokrycie luki płynnościowej w związku z wpływem epidemii COVID 19 na działalność przedsiębiorstwa. Spółka otrzymała pozytywną decyzję ARP S.A. dotyczącą udzielenia dofinansowania w wysokości 14 mln zł. Wskaźnik płynności bieżącej na dzień 31 grudnia 2019 roku wynosił 0,32, zaś w na koniec 2020 roku zmalał do poziomu 0,26 [www.sfinks.pl, 28.08.2021].

Spółka Capital Park SA na dzień 31 grudnia 2019 roku uzyskała wskaźnik płynności bieżącej na poziomie 2,9, a 31 grudnia 2020 wynosił 2,3. Spadek wskaźnika w porównaniu do roku poprzedniego wynika ze zmniejszenia salda gotówki w wyniku wypłaty dywidendy do akcjonariuszy przez jednostkę dominującą. Wysoki wskaźnik oznacza, że sytuacja płynnościowa spółki była bardzo dobra, a jej aktywa bieżące ponad dwukrotnie pokrywały zobowiązania krótkoterminowe. Mimo to, spółka prowadziła negocjacje z bankami w zakresie zawieszenia spłaty kapitału i odsetek w celu ograniczenia skutków zmniejszonych wpływów czynszów z najmu. Capital Park SA na bieżąco monitorował ryzyko braku funduszy przy pomocy narzędzia okresowego planowania płynności, które uwzględnia terminy wymagalności

inwestycji i aktywów finansowych, a także prognozowane przepływy pieniężne z działalności operacyjnej [inwestor.capitalpark.pl, 28.08.2021].

Ryzyko płynności w przypadku spółki Atlas Estates Ltd. wynika z dynamicznego charakteru działalności, dlatego zarządzający nieruchomościami zapewniają elastyczność finansowania poprzez utrzymanie dostępnych środków pieniężnych i linii kredytowych. Wskaźnik płynności bieżącej na dzień 31 grudnia 2020 roku wyniósł 2,1, a 31 grudnia 2019 roku 2,02. Sytuacja związana z płynnością finansową jest monitorowana przez kierownictwo w trybie cotygodniowym [www.atlasestates.pl, 28.08.2021].

W przypadku spółkę Celon Pharma SA identyfikuje się ryzyko niepewności w odniesieniu do możliwości osiągnięcia zakładanych wyników projektów badawczo-rozwojowych. Spółka przewidywała ryzyko poniesienia jedynie kosztów, bez możliwości wygenerowania zysku z prowadzonych badań. Kolejnym ryzykiem może być opóźnienie w realizacji projektów. Takie opóźnienia powodują, że spółka później zaczyna osiągać przychód ze sprzedaży danego leku i jest narażona na większe straty. W celu minimalizacji ryzyka utraty płynności, spółka utrzymywała środki pieniężne na bezpiecznym poziomie oraz posiadała odnawialną linię kredytową umożliwiającą płynne finansowanie działalności [www.celonpharma.com, 29.08.2021].

Spółka Bioton SA zwraca uwagę na odmowę lub opóźnienie w dopuszczeniu produktów spółki do obrotu, wystąpienie efektów ubocznych, interakcji z innymi lekami lub braków jakościowych produktów, nieosiągnięcie zamierzonych wyników prac rozwojowych. Dodatkowo spółka wymieniła ryzyko ściśle związane z wybuchem pandemii: ryzyko absencji pracowników, ryzyko poziomu cen, ryzyko związane z ograniczeniem popytu na produkty spółki [www.bioton.com, 28.08.2021].

Oprócz ryzyka związanego z wybuchem pandemii COVID-19, spółka Mercator Medical SA wymienia między innymi ryzyko związane z realizacją strategii rozwoju działalności produkcyjnej w Azji, ryzyko związane z rozszerzeniem rynku zbytu oraz wprowadzaniem nowych produktów, a także ryzyko polityczne i ekonomiczne w związku z działalnością w wielu krajach. Spółka dysponowała rezerwami płynnych środków finansowych, m.in. środkami pieniężnymi oraz w postaci otwartych, a niewykorzystanych linii kredytowych, które miały na celu kontrolę ryzyka związanego z utratą płynności finansowej [www.bankier.pl, 29.08.2021].

Na działalność spółki Voxel SA mają wpływ następujące czynniki ryzyka: zmiany w systemie finansowania służby zdrowia, współpracy z NFZ oraz odyskiwalności przychodów z tzw. nadwykonań, błędy lekarskie, utrata wykwalifikowanej kadry. W celu zachowania płynności finansowej wprowadzono rozwiązanie

umożliwiające w okresie przejściowym utrzymanie świadczeniodawcom porównywalnych miesięcznych płatności z tytułu realizacji umów z NFZ. Oznacza to, że spółka od marca do sierpnia 2020 roku, mimo niezrealizowania liczby badań w wysokości ujętej w limitach określonych w umowie, miała możliwość otrzymania od NFZ wpływów w wysokości równej tym limitom. Spółka dysponuje również liniami kredytowymi, służącymi jako narzędzie redukcji ryzyka płynności [www.voxel.pl, 29.08.2021].

Podsumowanie

Wstępna analiza rachunku przepływów pieniężnych powinna umożliwić wskazanie głównych kierunków szczegółowego badania analitycznego. Wszystkie rodzaje prowadzonej działalności mogą generować gotówkę, jak i ją wykorzystywać. W praktyce mogą występować różne warianty poziomu środków pieniężnych spośród ośmiu zaprezentowanych na podstawie literatury przedmiotu. Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej mają kluczowe znaczenie dla użytkowników informacji, ponieważ pokazują pieniężny efekt z podstawowej działalności podmiotu i stanowią główne, stałe źródło dopływu środków pieniężnych. Stanowią one punkt wyjścia do identyfikacji powtarzalnych przepływów pieniężnych. Nie brakuje także opinii, że w dłuższej perspektywie środki pieniężne z działalności operacyjnej powinny być dodatnie i wyższe od zysku netto.

W części prezentowanych spółek można zauważyć pogorszenie przepływów pieniężnych w 2020 roku, tj. ujemne przepływy pieniężne z działalności operacyjnej lub z całokształtu działalności. W tym roku spółki wykorzystują zgromadzone nadwyżki środków pieniężnych z lat poprzednich. Zaprezentowana analiza sprawozdania z przepływu środków pieniężnych stanowi etap wstępny. Na jej podstawie można wyciągnąć wnioski czy przedsiębiorstwo jest zdolne do generowania środków pieniężnych i jakie tendencje są w tym zakresie. Niemniej jednak wymagane jest przeprowadzenie pogłębionej analizy, z uwagi na nietypową sytuację w 2020 roku związaną z pandemią SARS-CoV-2. Spółki podjęły szereg działań w odpowiedzi na restrykcje administracyjne. Z tego powodu warto wykorzystać pozostałe elementy sprawozdania finansowego w celu wyjaśnienia otrzymanych wyników. W kolejnych badaniach empirycznych do analizy rozkładu przepływów pieniężnych oraz zachodzących zmian w zachowaniach przedsiębiorstw na rynku należy przyjąć większy przedział czasowy, a także zastosować porównanie wyniku finansowego z poziomem przepływów netto z działalności operacyjnej. Formą pogłębienia ogólnej oceny sytuacji finansowej może być także wykorzystanie wskaźników *cash flow*.

ORCID iD

Anna Dyhdalewicz: <https://orcid.org/0000-0001-6605-961X>

Literatura

1. Atlas Estates Limited, Sprawozdanie finansowe za rok zakończony 31 grudnia 2020 roku, www.atlasestates.pl [28.08.2021].
2. Gołębiowski G., Tłaczała A. (2016), *Analiza rachunku przepływów pieniężnych*, w: Gołębiowski (red.), *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa.
3. Gos W. (2006), *Zalety i wady Krajowego Standardu Rachunkowości nr 1 „Rachunek przepływów pieniężnych”*, ZTR 32 (88), s. 96-105.
4. Grupa Capital Park, Sprawozdanie Zarządu z działalności Capital Park SA oraz Grupy Kapitałowej Capital Park w 2020 r., inwestor.capitalpark.pl [28.08.2021].
5. Krajowy Standard Rachunkowości nr 1 „Rachunek przepływów pieniężnych” (Dz. Urz. Ministra Rozwoju i Finansów z 2017 r., poz. 216).
6. Mex Polska S.A, Skonsolidowane sprawozdanie finansowe sporządzone zgodnie z międzynarodowymi standardami sprawozdawczości finansowej za okres 12 miesięcy zakończony dnia 31 grudnia 2020 roku, www.mexpolska.pl [28.08.2021].
7. MSR 7 Sprawozdanie z przepływów pieniężnych, w: Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej (2011), IASB, SKwP, Londyn, Warszawa.
8. NOVATURAS AB, Consolidated Annual Report, Independent Auditor’s Report Consolidated and the Company’s Financial Statements for the year ended on 31 December 2020, www.novaturasgroup.com [28.08.2021].
9. Olchowicz I., Tłaczała A. (2015), *Sprawozdawczość finansowa według krajowych i międzynarodowych standardów*, Wydanie III zmienione i rozszerzone, DIFIN, Warszawa.
10. Olzacka B., Pałczyńska-Gościński R. (2002), *Jak oceniać firmę. Metodyka badania*. Przykłady liczbowe, ODDK, Gdańsk.
11. Rainbow Tours S.A., Sprawozdanie Zarządu Rainbow Tours S.A. z działalności Spółki oraz Grupy Kapitałowej Rainbow Tours w roku obrotowym 2020, www.money.pl [28.08.2021].
12. Rödl & Partner, Sprawozdanie niezależnego biegłego rewidenta z badania rocznego sprawozdania finansowego na dzień 31.12.2020, www.sfinks.pl [28.08.2021].
13. Rzczycka A., Golawska-Witkowska G. (2017), *Ryzyko płynności a poziom płynności finansowej przedsiębiorstw w Polsce*, Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Sectio H Oeconomia 51 (5), Politechnika Gdańska, Gdańsk.

14. Sajnog A. (2017), *Sila predykcji zysku calkowitego w ksztaltowaniu przeplywow pienieznych przedsiebiorstwa*, Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach 322, s. 184-196.
15. Sierpińska M., Jachna T. (2004), *Ocena przedsiebiorstwa wedlug standardow swiatowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
16. Sprawozdanie z dzialalnosci MERCATOR MEDICAL S.A. oraz Grupy Kapitalowej MERCATOR MEDICAL S.A. za okres dwunastu miesiacy zakończony 31 grudnia 2020 roku, www.bankier.pl [29.08.2021].
17. Sprawozdanie Zarządu BIOTON S.A. z dzialalnosci BIOTON S.A. oraz Grupy Kapitałowej BIOTON S.A. w za rok obrotowy zakończony 31 grudnia 2020 r., www.bioton.com [28.08.2021].
18. Sprawozdanie Zarządu z dzialalnosci Celon Pharma S.A. za rok 2020, www.celonpharma.com [29.08.2021].
19. Śniezek E., Wiatr M. (2009), Współczesne kierunki modelowania raportów finansowych na przykładzie wybranych modyfikacji bilansu i rachunku przepływów pieniężnych, *ZTR* 49 (105), s. 237-253.
20. Śniezek E., Wiatr M. (2011), *Raportowanie przepływów pieniężnych w kontekście zmian we współczesnej sprawozdawczości finansowej*, Wolters Kluwer Polska Sp. z o.o.
21. Śniezek E., Wiatr M. (2012), *W kierunku tworzenia współczesnych modeli sprawozdawczości finansowej*, w: Sobańska I., Kabalski P. (red.), *Współczesne nurty badawcze w rachunkowości*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź, s. 245-291.
22. Śniezek E., Wiatr M. (2016), *Modelowanie raportów jako próba ograniczenia luki komunikacyjnej w sprawozdawczości finansowej*, Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach 284, s. 21-30.
23. Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz. U. z 2021 r. poz. 217).
24. VOXEL S.A. Sprawozdanie finansowe za rok zakończony 31 grudnia 2020 roku wraz ze sprawozdaniem z badania niezależnego biegłego rewidenta, www.voxel.pl [29.08.2021].
25. Wróblewski M. (2016), *Problemy trafności prognozowania przepływów pieniężnych w wycenie spółek giełdowych metodą DCF*, Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach 307, s. 129-142.

Initial assessment of cash management in theory and practice

Abstract

The purpose of the article is to use the analysis of eight cases of the value of cash flows for a synthetic assessment of the financial situation of selected companies listed on the Warsaw Stock Exchange. The content presented in the article is based on literature studies and analysis of annual reports posted on the websites of public companies. The article also uses the method of qualitative research - case studies.

The presented analysis of eight variants of the value of cash flows is the preliminary stage of the analysis of the cash flow statement. On its basis, conclusions can be drawn as to whether the enterprise is capable of generating cash and what trends are in this respect.

Key words

cash flow statement, positive (surplus) cash flow, negative cash flow (cash flow shortage), listed companies