

Paweł Kopczyński, Lucyna Kopczyńska***

PROBLEMY ZWIĄZANE Z WYKORZYSTYWANIEM WSKAŹNIKÓW FINANSOWYCH W PRAKTYCE ŻYCIA GOSPODARCZEGO

1. Wprowadzenie

Intensywny rozwój prywatnej przedsiębiorczości i sektora bankowego w USA na przełomie XIX i XX w. spowodował, iż pojawiła się konieczność oceny kondycji majątkowo-finansowej funkcjonujących tam przedsiębiorstw. Powstawały wówczas fortuny wielkich amerykańskich przedsiębiorców, takich jak John Davison Rockefeller, którego majątek szacowano na ok. miliard dolarów (obecna równowartość tej sumy to kilkanaście miliardów dolarów), Andrew Carnegie (w momencie śmierci w 1919 r. posiadał aktywa o wartości 250 milionów dolarów) czy Friedrich Weyerhäuser (był właścicielem 3 mln akrów ziemi o ówczesnej wartości 150 mln dolarów). W latach 70. i 80. XIX w. powstało wiele wynalazków. Miało to istotny wpływ na rozwój przemysłu i przedsiębiorczości. Dzięki wynalazcom, takim jak Alexander Graham Bell (Bell Telephone Company, obecnie AT&T Corporation), Thomas Alva Edison (Edison General Electric, później General Electric) czy George Eastman (Eastman Kodak Company), mogły rozpocząć działalność nowe, innowacyjne przedsiębiorstwa. Oferowały nowoczesne, rewolucyjne wówczas produkty, na które istniał ogromny popyt. Wraz z rozwojem amerykańskiej gospodarki i bogaceniem się Amerykanów pojawiło się zapotrzebowanie na usługi doradców finansowych. Intensywnie rozwijały się przedsiębiorstwa działające

* Mgr, asystent, Wydział Zarządzania, Katedra Zarządzania Przedsiębiorstwem, Uniwersytet Łódzki.

** Dr, starszy wykładowca, Wydział Zarządzania, Katedra Rachunkowości, Uniwersytet Łódzki.

w sektorze bankowym i ubezpieczeniowym. Na przełomie XIX i XX w. National City Bank of New York (obecnie Citibank) rozpoczął międzynarodową ekspansję, otwierając biura w innych krajach. W 1905 r. rozpoczęła działalność największa ówczesnie firma ubezpieczeniowa na świecie Burrows, Marsh & McLennan – obecnie Marsh & McLennan Companies (jeden z jej założycieli, Henry Marsh, zajmował się zarządzaniem ryzykiem i współpracował z U.S. Steel). W 1914 r. Charles Edward Merrill otworzył swoje biuro przy Wall Street i bardzo szybko udało mu się pozyskać wspólnika Edmunda C. Lyncha (Botti, 2006, s. 155–159 oraz strona internetowa firmy Marsh & McLennan Companies).

Amerykańska gospodarka nie mogłaby funkcjonować sprawnie, gdyby – wraz z rozwojem przemysłu – nie rozwijał się sektor usług finansowych i bankowych. Pojawiła się konieczność oceny kondycji ekonomicznej przedsiębiorstw działających w Stanach Zjednoczonych. Było to trudne, odpowiedzialne i skomplikowane zadanie. Trzeba było odpowiedzieć na pytanie, jakimi kryteriami należy kierować się, analizując sytuację majątkowo-finansową firmy i jej zdolność do kontynuowania działalności. Wykorzystywano w tym celu dane finansowe podmiotów gospodarczych. Konieczne stało się opracowanie uniwersalnej metody, która ułatwiłaby ocenę kondycji podmiotów gospodarczych. Na początku XX w. zaczęto wykorzystywać w tym celu wskaźniki finansowe. Duży wkład w rozwój i popularyzację wskaźników finansowych wniósł Alexander Wall (pierwszy artykuł poświęcony wskaźnikom finansowym opublikował w 1912 r., był autorem takich dzieł, jak m. in. *Ratio Analysis of Financial Statements*, rok wydania: 1928 oraz *Basic Financial Statement Analysis*, rok wydania: 1942) i organizacja Robert Morris Associates (obecna nazwa: The Risk Management Association). Mierniki finansowe okazały się bardzo przydatne dla przedsiębiorców i finansistów. Szybko rosło ich znaczenie i popularność. W 1932 r. agencja Dun & Bradstreet zaczęła publikować dane dotyczące czternastu najważniejszych wskaźników finansowych dla firm działających w różnych sektorach gospodarki. Możliwe było więc porównywanie mierników finansowych konkretnego przedsiębiorstwa z innymi podmiotami działającymi w tej samej branży (por. Woelfel, 1994, s. 966–967). Było to duże ułatwienie dla przedsiębiorców, bankierów, a nawet urzędników państwowych. Wskaźniki finansowe stały się bardzo popularne i zaczęto je powszechnie wykorzystywać w ocenie kondycji przedsiębiorstw. Jednak zauważano również ich wady i niedoskonałości.

Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie problemów związanych z wykorzystywaniem mierników finansowych.

2. Podstawowe problemy związane z wykorzystywaniem wskaźników finansowych

Istotne miejsce w ramach analizy finansowej zajmuje analiza wskaźnikowa. Niektórzy analitycy utożsamiają zakres analizy finansowej tylko z analizą wskaźnikową, co nie jest słuszne, ponieważ przedmiot analizy obejmuje znacznie szerszy zakres. Wysoki lub niski poziom wskaźników nie może stanowić podstawy do pozytywnej lub negatywnej oceny sytuacji majątkowo-finansowej, z tego względu, że ważne są przyczyny tego stanu. Analiza wskaźnikowa posiada dominujące znaczenie w ocenie sytuacji majątkowo-finansowej przedsiębiorstwa. Jej użyteczność podnosi zastosowanie techniki komputerowej. Wskaźniki finansowe pozwalają na szybkie ustalenie mocnych i słabych stron kondycji finansowej podmiotu gospodarczego. Duża liczba wskaźników zamiast ułatwiać analizę, często ją utrudnia. Wskaźników nie można oceniać odrębnie, lecz w powiązaniu z innymi wskaźnikami. Analiza wskaźnikowa wydaje się prostym i cieszącym się powodzeniem narzędziem oceny efektywności gospodarowania, jednak niewolnym od mankamentów. Gdy dokonujemy porównań wskaźników, pojawiają się kłopoty z ich oceną.

Wykorzystywanie wskaźników finansowych do oceny kondycji przedsiębiorstw nie jest aż tak proste, jak by się mogło wydawać. Nie wszyscy przedsiębiorcy, a nawet analitycy finansowi pamiętają o tym, iż przy obliczaniu niektórych mierników finansowych należy wziąć pod uwagę takie pozycje ze sprawozdań finansowych, jak np. rezerwy, rozliczenia międzyokresowe itp. Nie ustalono też jednego sposobu obliczania wskaźników. Jest to powodem licznych problemów. W efekcie konkretny miernik, obliczony przez różne osoby na podstawie sprawozdań finansowych tego samego przedsiębiorstwa, może mieć inną wartość. Wynika to z faktu, iż jeden z analityków wziął pod uwagę jakąś pozycję w sprawozdaniach finansowych (np. rezerwy), a inny nie uwzględnił jej przy przeprowadzaniu obliczeń. Nie oznacza to wcale, że którykolwiek z nich popełnił błąd. W różnych podręcznikach do analizy finansowej można znaleźć odmienne formuły, na podstawie których wylicza się te same wskaźniki¹.

¹ Przykładem może być m. in. miernik obrotowości zapasów. W literaturze spotkać można propozycje, aby wyrażać go jako relację kosztów wytworzenia sprzedanych wyrobów do przeciętnego stanu zapasów. Jest to dobre rozwiązanie. Zapasy wyceniane są bowiem według kosztów ich wytworzenia. Inni teoretycy analizy finansowej postulują, aby zapisywać go jako relację przychodów ze sprzedaży do przeciętnego stanu zapasów. Jest to wygodne rozwiązanie dla przedsiębiorców. Wskaźnik wyliczony na podstawie tej formuły będzie miał większą wartość. Przychody ze sprzedaży są przecież – w przypadku większości firm – wyższe niż koszty wytworzenia sprzedanych wyrobów. Im większa obrotowość zapasów, tym lepiej oceniana jest jednostka. Wskaźnik obrotowości zapasów obliczony na podstawie obu (dla tego samego przedsiębiorstwa, za identyczny okres czasu) tych formuł będzie miał różne wartości. Trudno jest

W analizie wskaźnikowej wyróżnić można dwa rodzaje problemów w zakresie:

- 1) doboru danych do wyliczenia wskaźników;
- 2) interpretacji.

Można by było dodać jeszcze kolejny problem związany z różnym nazewnictwem wskaźników. Jak już sygnalizowano, przy obliczaniu wskaźników nie ma ustalonych wzorców co do tego, które z pozycji sprawozdań należy uwzględnić, obliczając dany miernik. Utrudnia to porównywalność wskaźników, szczególnie w przestrzeni.

3. Wartość informacyjna wskaźników płynności

Istotne miejsce w analizie zajmują wskaźniki płynności, które informują o możliwości spłaty zobowiązań bieżących z zasobów obrotowych. Płynność powinna być rozpatrywana w dwóch wymiarach (Hornovan, Wachowicz, 1995, s. 128):

- czasu wymaganego na wymianę składnika aktywów na gotówkę;
- pewności, że utargujemy cenę, którą zamierzamy uzyskać.

Brak płynności w długim okresie jest najczęstszą przyczyną bankructwa firm. Jednak i krótkotrwała utrata płynności może odbić się niekorzystnie na sytuacji finansowej firmy, jeśli trafimy na dostawcę niemającego do nas zaufania. Jego nerwowość może doprowadzić do zablokowania dostaw czy zmiany cen dostarczanych produktów.

Wskaźniki płynności są jedyną grupą wskaźników, które mają określone granice, w jakich powinien wahać się ich poziom. Pomimo ustalonych granic, ich poziom zależy od rodzaju prowadzonej działalności. W literaturze określa się, że poziom wskaźnika bieżącej płynności powinien wahać się w granicach 1,5–2. Oznacza to, że aktywa bieżące powinny być dwukrotnie większe od zobowiązań, które firma musi zapłacić. We wskaźniku tym ważna jest struktura aktywów. Wskaźnik nie uwzględnia szybkości zamiany poszczególnych składników majątku obrotowego na środki pieniężne. Rosnący poziom należności (a tym samym wskaźnika) może być rezultatem trudności ze ściąganiem należności. Wzrost wartości zapasów jest często pochodną problemów ze sprzedażą produktów. Istotna jest więc struktura zapasów oraz ocena, czy nie

więc dokonywać porównań wskaźników np. z innymi przedsiębiorstwami. Jeśli te same mierniki finansowe zostały obliczone w inny sposób, może doprowadzić to do wyciągnięcia błędnych wniosków i stać się przyczyną podjęcia nieprawidłowych decyzji. Najlepiej jest więc samodzielnie obliczyć wskaźniki finansowe dla wszystkich podmiotów gospodarczych, które chcemy ze sobą porównać. Czyni to jednak analizę bardziej czasochłonną.

występują zapasy trudno zbywalne i jaki jest ich udział, czy nie występują należności trudno ściągalne. Wydaje się słuszne wyeliminowanie należności trudnych do ściągnięcia i zapasów trudno zbywalnych.

W ostatnim okresie do zaakceptowania jest niższy poziom wskaźnika bieżącej płynności (niż 1,5–2), ponieważ firmy nauczyły się działać bardziej wydajnie i produktywnie. Nie jest możliwe wskazanie jednego uniwersalnego poziomu wskaźnika, jaki można by obecnie uznać za wzorcowy. Każda branża charakteryzuje się odmienną wartością wskaźnika, którą można uznać za właściwą i pożądaną. Jego poziom zależy od struktury majątku obrotowego. Firma charakteryzująca się dużym obrotem gotówki może być uznana za sprawnie funkcjonującą nawet przy niskim poziomie wskaźnika (1,10–1,20). Jednostka o niewielkich przepływach gotówki powinna mieć wskaźnik co najmniej o wartości 1,50–1,60 (Harrison, Horngren, 2001, s. 139). Stąd też wniosek, iż dwie firmy mające takie same wskaźniki płynności mogą mieć zupełnie inną zdolność do spłaty krótkoterminowych zobowiązań. Z taką sytuacją mamy do czynienia m. in., gdy majątek obrotowy jednej z nich składa się z gotówki, papierów wartościowych, a drugiej z zapasów, które znacznie trudniej jest upłynnić (por. Horne van, Wachowicz, 1995, s. 128). Firmy handlowe, a szczególnie duże sieci handlowe, mogą mieć znacznie niższy poziom wskaźników płynności. Przedsiębiorstwa te sprzedają towary za gotówkę. Swoim dostawcom płacą po pewnym czasie, gdyż korzystają z udzielonego im kredytu kupieckiego. Siła przetargowa hipermarketów i dużych sieci handlowych jest ogromna. Podmioty te są w stanie wynegocjować niezwykle korzystne warunki, na których zakupują towary.

Poziom omawianego wskaźnika zależy nie tylko od specyfiki branży, a także od metody wyceny zapasów (FIFO, LIFO czy według cen przeciętnych). Utrudnia to porównywalność z firmami o podobnym profilu działania. Nagły spadek wskaźnika bieżącej płynności w porównaniu z okresami ubiegłymi może wskazywać, że w firmie dzieje się coś niedobrego. Poziom wskaźnika nie wyjaśnia przyczyn powstałych trudności oraz nie pozwala znaleźć sposobu na ich rozwiązanie. Analityk powinien przyjrzeć się wielkościom tworzącym wskaźnik. Przyczyn obniżenia poziomu wskaźnika można dopatrywać się w zmniejszeniu wartości aktywów obrotowych lub we wzroście zobowiązań. Wielkości te mogą zmieniać się również w wymienionych kierunkach jednocześnie. Dopiero pogłębiona analiza zarówno majątku obrotowego, jak i zobowiązań pozwala ustalić przyczyny zaistniałej sytuacji.

Kolejnym wskaźnikiem płynności jest wskaźnik płynności szybki, uwzględniający w liczniku aktywa płynne. Poziom tego wskaźnika powinien być wyższy od 1, co wskazuje na możliwość jednostki do regulowania wymagalnych zobowiązań. Należy być bardzo ostrożnym przy interpretacji wskaźnika płynności szybkiej, ponieważ jego poziom zależy również od branży, do której należy

przedsiębiorstwo. Niski poziom wskaźnika wystąpi nie tylko w sieciach handlowych, ale również w energetyce. Klienci każdego miesiąca płacą za prąd z góry. Stan należności jest więc z reguły bardzo niski. Firmy te posiadają zazwyczaj niewielkie zapasy. Rozliczenia międzyokresowe kosztów nie są znaczącą pozycją w ich sprawozdaniach. Menedżerowie nie muszą się martwić, gdy wskaźnik spada poniżej 1 (por. Fuller, Farrell, 1987, s. 185–186).

Obniżenie wskaźnika bieżącej płynności bądź wskaźnika płynności szybkiej nie zawsze może być sygnałem o pogarszającej się sytuacji płatniczej firmy. Redukcja majątku obrotowego może wynikać z bardziej efektywnego jego wykorzystania (krótszy cykl konwersji gotówki i okres ściągania należności oraz lepsza rotacja zapasów). Z tego też powodu wskaźniki płynności będą mieć niższy poziom. Stawia to w gorszym świetle podmioty, które funkcjonują sprawniej. Przedsiębiorstwa mające trudności ze sprzedażą towarów i ściąganiem należności oraz posiadające długi cykl konwersji gotówki będą miały lepsze mierniki płynności niż jednostki sprawnie zarządzające zapasami i mające dobrą politykę w zakresie zarządzania płynnością. Przykład ten pokazuje, jak skomplikowane jest badanie kondycji majątkowo-finansowej podmiotów gospodarczych. Oceny płynności należy dokonać w powiązaniu z analizą innych obszarów działalności firmy (por. Glautier, Underdown, 1991, s. 254–255).

Kolejnym wskaźnikiem pomocnym w badaniu płynności jest wskaźnik pokrycia zobowiązań bieżących środkami pieniężnymi. W literaturze istnieją rozbieżności dotyczące sposobu liczenia tego wskaźnika. W jednych pozycjach w liczniku uwzględnia się tylko środki pieniężne, zaś w innych środki pieniężne i krótkoterminowe papiery wartościowe. W mianowniku występują, tak jak w poprzednich wskaźnikach, zobowiązania bieżące. Określa on, ile zobowiązań bieżących może być pokrytych najbardziej płynnym majątkiem, jakim jest pieniądz i jego ekwiwalenty, nie czekając na spłatę należności. Przyjmuje się, że wzorcowa wartość tego wskaźnika wynosi 0,2. Brak środków pieniężnych nie zawsze oznacza utratę płynności finansowej, szczególnie wówczas, jeżeli podmiot ma zapewniony dopływ środków pieniężnych z regularnie inkasowanych należności. Zbyt wysoki poziom wskaźnika też nie zawsze należy uznać za niepokojący, nawet wówczas, jeżeli firma otrzymała zapłatę w ostatnich dniach roku obrotowego i nie zdążyła tych środków zainwestować. Wysoki poziom wskaźnika może wynikać również z tego, że przedsiębiorstwo inwestuje środki w zakup krótkoterminowych papierów wartościowych, które przynoszą zysk, lub trzyma je na wysokooprocentowanej lokacie, co znajduje odbicie w rentowności firmy. Poziom tego wskaźnika może podlegać szybkim i gwałtownym zmianom, co utrudnia ocenę płynności. Wskaźnik pokrycia zobowiązań środkami pieniężnymi ma mniejsze znaczenie niż wskaźnik bieżącej płynności i płynności szybkiej. Nie określa on zdolności podmiotu do uregulowania zobowiązań bieżących, a jedynie gotowość do ich spłaty z posiadanych środków pieniężnych i ich ekwiwalentów. Jego przydatność dla osób, które pragną oceniać kondycję majątkowo-finansową

podmiotów gospodarczych nie jest zbyt duża. Poziom tego wskaźnika zmienia się często w bardzo szybkim tempie. O godzinie 15⁰⁵ firma może mieć w kasie 10 000 zł, a minutę później już 25 000 zł, jeśli np. wpłynie zapłata za zakupione wcześniej przez klientów towary. Jeżeli natomiast przedsiębiorca zdecyduje się uregulować swoje zobowiązania czy też zakupić maszyny, urządzenia produkcyjne bądź sprzęt biurowy lub inne składniki majątku za gotówkę, wartość środków pieniężnych zmniejszy się. Poziomem tego wskaźnika da się łatwo manipulować. Trudno więc traktować go jako wiarygodne narzędzie, pozwalające oceniać wypłacalność podmiotu gospodarczego. Gdy zbliża się koniec roku bilansowego, można zadbać o to, aby w kasie lub na rachunku bankowym znajdowała się wystarczająca ilość środków pieniężnych. Jeżeli analityk wyliczał będzie wskaźnik pokrycia zobowiązań środkami pieniężnymi, okaże się, że jego wartość jest prawidłowa. Jednak wcale nie musi to oznaczać, iż utrzyma się on na tym samym poziomie przez dłuższy okres czasu. Można więc zadać pytanie o sens obliczania tego wskaźnika. Jest on z całą pewnością mało przydatny dla zewnętrznych interesariuszy przedsiębiorstwa. Jego poziom może przecież zmieniać się bardzo szybko i da się nim łatwo manipulować. Czy opłaca się zatem obliczać? Jest on z całą pewnością bardzo przydatny dla przedsiębiorców oraz księgowych. Gdy wiadomo, jaki powinien być jego prawidłowy poziom, łatwo oszacować, ile środków pieniężnych powinno być w kasie lub na rachunku bankowym. Nie trzeba wówczas wykorzystywać bardziej skomplikowanych metod (model Baumola lub model Millera-Orra), które pozwalają ustalić optymalny stan gotówki w danym przedsiębiorstwie. Zamiast tego wystarczy jedynie obliczyć prosty wskaźnik pokrycia zobowiązań bieżących środkami pieniężnymi. Jest to wystarczające, szczególnie w przypadku małych przedsiębiorstw, które zazwyczaj nie muszą martwić się nadmiarem środków pieniężnych. Niewielu przedsiębiorców wykorzystuje w praktyce bardziej skomplikowane metody ułatwiające zarządzanie gotówką.

Omówione wskaźniki płynności to miary statyczne, obliczone na podstawie bilansu. Pozwalają dokonać oceny płynności aktywów jednostki na dany moment. Nie uwzględniają częstotliwości napływu środków pieniężnych do przedsiębiorstwa. Jeżeli przepływy gotówki są duże, firma może sobie pozwolić na utrzymanie niższego poziomu wskaźników (por. B e r n s t e i n, 1989, s. 540–541).

Istnieje możliwość manipulowania poziomem tych wskaźników. Jeżeli firma ma problemy z płynnością (zbyt niski poziom wskaźnika), co utrudnia jej uzyskanie kredytu, wystarczy, że upłynni środek trwały za gotówkę, a to spowoduje wzrost wskaźnika.

Wiele przedsiębiorstw stara się „upiększać” swoje sprawozdania finansowe. Nie zawsze chodzi tu o celowe oszustwa księgowe, choć i takie niekiedy się zdarzają. Chęć przedstawienia podmiotu gospodarczego w jak najkorzystniejszym świetle doprowadziła do wypracowania wielu metod „upiększania” raportów finansowych poprzez wykorzystanie nie tylko powszechnie znanych,

dopuszczonych przez prawo, alternatywnych rozwiązań problemów decyzyjnych, które mieszczą się w zakresie obejmowanym pojęciem polityki bilansowej, ale również luk w regulacjach prawnych czy też działań na granicy prawa (Maksymik, 1996). Przedsiębiorcy spłacają np. część bieżących zobowiązań tuż przed końcem roku, aby ich sytuacja majątkowo-finansowa i wypłacalność została lepiej oceniona przez analityków (por. Siegel, Shim, 2006, s. 261). Wraz z rozpoczęciem nowego roku bilansowego zaciągają nowe zobowiązania. Tak więc analiza bilansu i wyliczenie podstawowych wskaźników płynności nie zawsze pozwala zorientować się, jaka jest rzeczywista kondycja podmiotu gospodarczego.

W literaturze spotkać można różne nazewnictwo dotyczące wskaźników płynności, co jest często przyczyną błędów i nieporozumień w zakresie ich oceny. Jedni autorzy podają, że wskaźnik bieżącej płynności określa I stopień płynności, wskaźnik płynności szybki – II stopień płynności, a wskaźnik pokrycia zobowiązań bieżących środkami pieniężnymi – III stopień płynności. Inni teoretycy analizy finansowej uznają wskaźnik bieżącej płynności za III stopień płynności, a wskaźnik pokrycia zobowiązań bieżących środkami pieniężnymi za I stopień płynności. Uważa się za poprawne rozwiązanie drugie. Wskaźniki te liczone są na podstawie bilansu, w którym to aktywa uszeregowane są według rosnącego stopnia płynności. Najbardziej płynnym majątkiem jest więc pieniądź i jego ekwiwalenty.

Oceniając kondycję majątkowo-finansową podmiotów gospodarczych, najczęściej wykorzystuje się w tym celu statyczne miary płynności (wskaźnik bieżącej płynności, płynności szybki czy pokrycia zobowiązań środkami pieniężnymi). Niestety, wielu analityków pomija dynamiczne miary płynności. Jest to z pewnością duży błąd. W ocenie płynności pomocna może być również analiza wstępna. Powinno się też zwrócić uwagę na okres ściągania należności i okres spłaty zobowiązań. Analityk może mieć bowiem do czynienia z sytuacją, gdy wszystkie podstawowe miary płynności (miernik bieżącej płynności, płynności szybki czy pokrycia zobowiązań środkami pieniężnymi) będą miały prawidłowy poziom, ale nie będzie to wcale oznaczało, że podmiot jest w stanie na bieżąco regulować swoje zobowiązania krótkoterminowe. Dotyczy to zwłaszcza firm produkcyjnych oraz handlowych, które sprzedają towary innym przedsiębiorstwom, a nie klientom indywidualnym. Aktywa obrotowe składają się m. in. z należności krótkoterminowych. Nie zawsze są one regulowane w terminie. Mogą być bardzo wysokie i stanowić znaczną część majątku obrotowego. Poziom aktywów bieżących zależy więc w dużej mierze od tego, jak wysoki jest poziom należności. Nie zawsze łatwo jest wyegzekwować ich zapłatę. Często są one trudne do ściągnięcia lub nawet wyegzekwowanie płatności jest niemożliwe. Pomimo tego podmioty gospodarcze unikają odpisywania nieściągalnych należności w wyniki firmy, aby mieć lepsze wskaźniki

płynności. Tak więc analitycy mogą mieć do czynienia z sytuacją, gdy firma ma wzorcowe wskaźniki płynności lub nawet nadpłynność finansową, ale wcale nie jest wypłacalna. Przypadek taki zamieszczony został w tab. 1.

Tabela 1

Wybrane pozycje ze sprawozdań finansowych przedsiębiorstwa Alfa oraz wybrane wskaźniki finansowe dla tej firmy

Aktywa trwałe	2 000	Kapitał własny	3 000
Aktywa obrotowe	10 500	Zobowiązania długoterminowe	3 500
w tym:		Zobowiązania krótkoterminowe	7 000
zapasy	3 000		
należności	6 000		
inwestycje krótkoterminowe	1 000		
środki pieniężne	500		
Aktywa ogółem	12 500	Pasywa ogółem	12 500
Pozostałe dane:			
wartość zakupionych produktów	10 500		
przychody ze sprzedaży	12 000		
Wybrane wskaźniki finansowe:			
wskaźnik bieżącej płynności	=	$\frac{\text{aktywa bieżące}}{\text{zobowiązania bieżące}}$	
wskaźnik bieżącej płynności	=	$\frac{10\,500}{7\,000} = 1,5$	
wskaźnik płynności szybki	=	$\frac{\text{aktywa płynne (należności + inwestycje + śr. pien.)}}{\text{zobowiązania bieżące}}$	
wskaźnik płynności szybki	=	$\frac{7\,500}{7\,000} = 1,07$	
wskaźnik pokrycia zobowiązań środkami pieniężnymi	=	$\frac{\text{środki pieniężne + inwestycje krótkoterminowe}}{\text{zobowiązania bieżące}}$	
wskaźnik pokrycia zobowiązań środkami pieniężnymi	=	$\frac{1\,500}{7\,000} = 0,21$	
wskaźnik obrotowości należności w dniach	=	$\frac{\text{przeciętny stan należności} \cdot 360}{\text{przychody ze sprzedaży}}$	
wskaźnik obrotowości należności w dniach	=	$\frac{6\,000 \cdot 360}{12\,000} = 180$	
wskaźnik obrotowości zobowiązań krótkoterminowych w dniach	=	$\frac{\text{przeciętny stan zobowiązań} \cdot 360}{\text{wartość zakupionych produktów}}$	
wskaźnik obrotowości zobowiązań krótkoterminowych w dniach	=	$\frac{7\,000 \cdot 360}{10\,500} = 240$	

Źródło: opracowanie własne.

Obliczone wskaźniki płynności firmy Alfa nie wskazują, aby mogła mieć ona problemy z regulowaniem swoich zobowiązań. Załóżmy, że jest to przedsiębiorstwo handlowe, sprzedające towary przede wszystkim innym podmiotom

gospodarczym (oferując swoim klientom możliwość zapłaty za zakupione towary w terminie 30 dni, tzw. kredyt kupiecki, aby zachęcić ich do dokonywania zakupów), a nie klientom indywidualnym (płaciliby oni gotówką w momencie dokonywania transakcji). W takiej sytuacji znajduje się np. wiele hurtowni. Wskaźniki płynności firmy Alfa (wskaźniki statyczne) mają prawidłowy poziom. Jednak wynika to z faktu, iż dużą część aktywów obrotowych stanowią należności. Miernik obrotowości należności w dniach wskazuje, iż jednostka potrzebuje 180 dni, aby obrócić swoimi należnościami. Przeciętny okres, jakiego potrzebują dłużnicy, aby dokonać płatności wynosi więc pół roku. Może to wynikać ze słabej siły przetargowej firmy Alfa. Przychody ze sprzedaży nie są wysokie (w relacji do aktywów), więc menedżerowie starają się zachęcać klientów do dokonywania zakupów, oferując im kredyt kupiecki. Obawiając się utraty klientów, podmiot nie egzekwuje swoich należności w sposób zdecydowany i skuteczny. Firma Alfa potrzebuje – przeciętnie – ośmiu miesięcy, aby uregulować swoje zobowiązania krótkoterminowe. Dopiero, gdy jej klienci spłacą swoje długi (następuje to po upływie pół roku), jest ona w stanie zaspokoić swoich wierzycieli (średnio po upływie 240 dni). Podmiot ten ma więc spore problemy z płynnością. Nie pokazują tego statyczne wskaźniki płynności. Interpretując ich poziom, rozsądny analityk powinien zwrócić uwagę na wysoki stan należności i zobowiązań krótkoterminowych. Pomocna będzie z pewnością analiza wstępna. Udział należności w aktywach ogółem wynosi 48% i jest wyższy niż np. udział aktywów trwałych (16%). Relacja zobowiązań krótkoterminowych do ogólnej sumy pasywów wynosi 56%. Niepokojący jest wysoki udział tych pozycji w majątku przedsiębiorstwa. Powinno się także zwrócić uwagę na mierniki obrotowości należności i zobowiązań. Nie można interpretować poziomu pojedynczego wskaźnika czy jednej grupy wskaźników w oderwaniu od pozostałych danych finansowych. Nie można też lekceważyć dużej roli analizy wstępnej, gdyż pozwala ona dostrzec wiele nieprawidłowości w gospodarce majątkowo-finansowej przedsiębiorstwa. Firma Alfa finansuje swoje aktywa w 56% za pomocą zobowiązań bieżących. Jest to ryzykowne, aczkolwiek typowe dla firm handlowych. W wielu przypadkach nie są to krótkoterminowe pożyczki czy kredyty bankowe, ale zobowiązania wobec dostawców, których siła przetargowa nie jest aż tak duża, zwłaszcza jeśli są oni rozdrobnieni. Aby nie stracić odbiorcy, często akceptują fakt, iż ich klienci nie płacą w terminie. Jeśli jednak ich partner gospodarczy będzie zwlekał zbyt długo z dokonywaniem płatności, mogą złożyć wniosek o ogłoszenie upadłości. Firma Alfa nie można uznać za podmiot niemający problemów z regulowaniem zobowiązań krótkoterminowych (potrzebuje na to przeciętnie ośmiu miesięcy), pomimo że jej wskaźniki płynności mają dobry poziom. Gdyby potrzebowała w danej chwili większej ilości gotówki, mogłaby mieć spore problemy

z upłynnieniem swoich aktywów obrotowych. Wielu dłużników nie chciałoby lub nie byłoby w stanie spłacić swoich zobowiązań wobec niej w krótkim okresie czasu. Majątek obrotowy nie zawsze można łatwo zamienić na środki pieniężne. Problem ten dotyczy wielu polskich przedsiębiorstw. Ich klienci nie dokonują płatności w terminie, a więc one same nie są w stanie spłacać swoich zobowiązań, co z kolei ma wpływ na wypłacalność ich dostawców, którzy także nie mogą zaspokajać swoich wierzycieli w terminie. Ma to wpływ na sytuację całego sektora gospodarki². Nawet jeśli wskaźniki płynności mają prawidłowy poziom, część należności mogą stanowić należności trudno ściągalne lub nieściągalne (przedsiębiorstwa nadal wykazują je w bilansie, aby mieć lepsze mierniki płynności). W takim przypadku wartość informacyjna mierników płynności nie jest duża. Interpretacja ich poziomu może być trudna. Istnieje wówczas ryzyko, że analityk wyciągnie nieprawidłowe wnioski. Wyniki oceny spółki będą nieprawidłowe, co często prowadzi do podejmowania niewłaściwych decyzji. Przedsiębiorstwo mające dobre wskaźniki płynności może okazać się niewypłacalne. Żadnego przedsiębiorstwa nie powinno się oceniać na podstawie jednej grupy mierników finansowych. W przypadku wielu podmiotów należałoby zwrócić większą uwagę na należności i uwzględnić ich podział na prawidłowe, przeterminowane, trudno ściągalne i nieściągalne, oczywiście jeżeli dysponuje się tak szczegółowymi danymi.

4. Wskaźniki efektywności wykorzystania majątku

Z analizą płynności (jak już wynika z dotychczasowych rozważań) ściśle wiąże się analiza efektywności wykorzystania majątku. Dokonując oceny sprawności zarządzania majątkiem, należy zwrócić uwagę na pojawiające się problemy.

Wskaźnik rotacji aktywów pozwala zmierzyć efektywność, z jaką przedsiębiorstwo wykorzystuje swoje aktywa w celu wygenerowania sprzedaży. Po-

² Nie tylko polskie firmy mają problemy z egzekwowaniem swoich należności. Zjawisko zaprzestania obsługi wierzycieli w obrocie publicznym jest dużym problemem w Stanach Zjednoczonych. W 1990 r. zaległe wierzycielności ok. 150 przedsiębiorstw wynosiły 18 mld dolarów. W 2002 r. zaległości płatnicze osiągnęły kwotę ok. 100 mld dolarów. W 2002 r. rynek długów firm zagrożonych i niewypłacalnych był większy niż rynek papierów wysokooprocentowanych. Łączna księgową wartość zadłużenia podmiotów zagrożonych (zarówno w obrocie publicznym, jak i poza nim) wynosiła ok. 950 mld dolarów. Była to większa kwota niż ówczesny PKB wszystkich krajów świata, z wyjątkiem siedmiu największych gospodarek (Altman, Hotchkiss, 2007, s. 9 i 21).

wszechnie uważa się, iż wyższy poziom wskaźnika oznacza większą efektywność działania przedsiębiorstwa. Jednak nie oznacza to, że ciągły wzrost miernika obrotowości majątku jest zjawiskiem pozytywnym. Wysoki poziom wskaźnika może wskazywać, że firma generuje nadmierne przychody ze sprzedaży w relacji do posiadanych zasobów. Jest to bardzo ryzykowne. Przedsiębiorstwo może nie być w stanie zrealizować wszystkich złożonych zamówień. Jeśli jego zdolności produkcyjne wykorzystywane są w stu procentach, podmiot zmuszony jest odrzucać wiele propozycji dotyczących zakupu oferowanych przez niego produktów, składanych przez potencjalnych klientów. Przyczyni się to do pogorszenia wizerunku firmy. Może spowodować spadek popytu w dłuższym okresie czasu. Jednostka będzie postrzegana jako nieelastyczna, niereagująca na potrzeby klientów, nierzetelna i niekompetentna (Atrill, Mc Lane y, 1995, s. 60–61).

Poziom tego wskaźnika zależy w znacznym stopniu od rodzaju prowadzonej działalności, ponieważ rodzaj prowadzonej działalności wpływa na strukturę rzeczową majątku. Na poziom wskaźnika wpływa również etap rozwoju przedsiębiorstwa. W początkowych fazach rozwoju jego majątek nie zdążył wypracować jeszcze odpowiedniego poziomu sprzedaży. Aby inwestycje w majątek przyczyniły się do wzrostu sprzedaży, wymaga to pewnego czasu.

Kolejny wskaźnik obrotowości aktywów trwałych informuje, jak efektywnie firma wykorzystuje posiadany potencjał produkcyjny (majątek trwały). Poziom tego wskaźnika jest uzależniony od kapitałochłonności procesu wytwarzania. Wyliczając powyższy wskaźnik, środki trwałe ujmuje się według wartości netto. Może stanowić to przyczynę błędnych wniosków, ponieważ wraz ze wzrostem umorzenia rośnie poziom wskaźnika, nawet jeśli jego licznik (przychody ze sprzedaży) pozostaje na tym samym poziomie. Może to wprowadzić analityka w błąd. Stare maszyny i urządzenia nie pozwalają przedsiębiorstwu na skuteczne konkurowanie na rynku. Charakteryzują się one niższą wydajnością, większą awaryjnością i wyższymi kosztami eksploatacyjnymi. Wartość majątku zależy m. in. od przyjętych metod wyceny aktywów i sposobu ich amortyzacji. Wydaje się, że rozwiązaniem tego problemu jest uwzględnianie w mianowniku wskaźnika wartości odtworzeniowej aktywów trwałych, zamiast ich wartości księgowej. Jest to szczególnie wskazane, gdy podmiot stosuje metodę przyspieszonej amortyzacji majątku. Jeśli aktywa firmy wyceniane są według kosztów historycznych, a inflacja utrzymuje się na wysokim poziomie, będzie to przyczyniało się do wzrostu tego wskaźnika. Jego poziom jest sztucznie zawyżony. Utrudnia to ocenę efektywności gospodarowania. Dlatego też, także i w takim przypadku, wskazane jest uwzględnianie wartości odtworzeniowej aktywów (Shapiro, 1990, s. 742–743).

Jeżeli majątek wyceniany jest według kosztów historycznych, księgowa wartość niektórych aktywów może znacząco różnić się od ich wartości rynko-

wej. Dotyczy to zwłaszcza nieruchomości (por. Siegel, Shim, 2006, s. 261). Ceny ziemi i budynków wzrosły znacząco w ciągu ostatnich lat. Należy wziąć to pod uwagę, analizując sytuację majątkowo-finansową polskich firm. Powinno się pamiętać, iż wartość rynkowa nieruchomości zależy od wielu czynników. Jeżeli w okolicy działek należących do firmy powstanie nowe osiedle mieszkaniowe oraz wybudowane zostaną drogi dojazdowe, ich cena wzrośnie. Możliwa jest również odwrotna sytuacja. Powstanie wysypiska śmieci przyczyni się do spadku ich wartości rynkowej. Księgowa wartość aktywów wielu przedsiębiorstw różni się znacząco od ich cen rynkowych.

Jeśli firma dzierżawi maszyny, urządzenia, samochody, budynki, wówczas wartość wskaźnika obrotowości aktywów będzie wyższa. Posiadany przez nią majątek jest wówczas mniejszy. Przedsiębiorstwo musi jednak ponosić koszty związane z wykorzystaniem aktywów należących do innych podmiotów. Płaci za ich dzierżawę, a – w wielu przypadkach – także za ich konserwację i ubezpieczenie. Może to mieć negatywny wpływ na rentowność (Atrill, McLaney, 1995, s. 60–61).

Wskaźnik rotacji zapasów w literaturze wyliczany jest w dwojaki sposób. Jedni autorzy ustalają go jako relację kosztów wytworzenia sprzedanych produktów do przeciętnego stanu zapasów, inni zaś jako stosunek przychodów ze sprzedaży do przeciętnego stanu zapasów. Identycznie jest ze wskaźnikiem rotacji zapasów w dniach – raz występują koszty wytworzenia sprzedanych produktów, innym razem przychody ze sprzedaży. Zastosowanie w obliczeniach kosztów wytworzenia uzasadnione jest tym, że tak są wyceniane zapasy. Każda zmiana kosztów znajdzie odbicie w poziomie wskaźnika. Pamiętać więc należy o doprowadzeniu kosztów do porównywalności, co przy szerokiej gamie asortymentowej nie jest takie proste. Stąd też uwzględniane są często przychody ze sprzedaży. Wskazane jest więc, aby analityk ustalił sposób obliczania tego wskaźnika. Jedynie wtedy jest w stanie poprawnie zinterpretować zmiany jego poziomu.

Firmy, sprzedając produkty, mogą żądać zapłaty z góry lub w dniu sprzedaży. Taka polityka nie zawsze sprzyja pozyskiwaniu klientów. Dlatego też część przedsiębiorstw udziela odbiorcom kredytu kupieckiego na zakup oferowanych przez nie dóbr. Kredyt kupiecki jest to po prostu odroczenie terminu płatności na określony czas. Ma to duże znaczenie w stymulowaniu popytu. Przyznanie takiego kredytu jest inwestycją w budowanie silnych relacji z klientami. Oferowany przez podmiot kredyt kupiecki sprzyja nawiązywaniu długotrwałych kontraktów handlowych, zachęca do składania zamówień. Taka polityka ma także złe strony, bowiem wiąże się z ryzykiem. Należy liczyć się z tym, że kredytowana przez nas jednostka nie ureguluje płatności w terminie, a może także w ogóle nie zapłacić. Ponadto przedsiębiorstwo zmuszone jest ponosić koszty związane z utrzymywaniem należności. Polityka kredytowa musi być

prowadzona w sposób bardzo ostrożny i rozsądny. Stąd też istotne znaczenie ma rotacja należności, obliczana jako stosunek przychodów ze sprzedaży do przeciętnego stanu należności z tytułu dostaw i usług, a w przypadku rotacji należności w dniach – jako odwrotność przemnożona przez liczbę dni w badanym okresie. Podkreślić należy, że przychody ze sprzedaży w wariantcie kalkulacyjnym rachunku zysków i strat to przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów, zaś w wariantcie porównawczym to przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów, skorygowane o zmianę stanu produktów oraz koszty wytworzenia produktów na własne potrzeby jednostki. Gdy omawiamy sposób obliczenia tego wskaźnika, pojawiają się wątpliwości. Należności z tytułu dostaw i usług mogą być płatne w ciągu i powyżej 12 miesięcy. Powstaje więc pytanie, które należności uwzględnić w obliczeniach: czy ogółem, czy tylko płatne w ciągu 12 miesięcy. Poza tym między przychodami ze sprzedaży a należnościami istnieje niezgodność merytoryczna wynikająca z podatku VAT. Przychody ze sprzedaży wyrażone są według wartości netto, zaś należności wykazywane w bilansie zawierają podatek VAT, co zniekształca poziom wskaźnika. Ponadto należności dotyczą tylko sprzedaży kredytowej, zaś przychody ze sprzedaży zawierają nie tylko wartość sprzedaży z odroczonym terminem płatności, ale również wartość sprzedaży gotówkowej. Prowadzi to do zwiększenia poziomu wskaźnika zwłaszcza w firmach handlowych, w których duży udział stanowi sprzedaż gotówkowa. Jeśli analityk dysponuje odpowiednimi danymi, powinien to uwzględnić w obliczeniach. Polityka handlowa firmy powinna być odpowiednio wyważona. Okres ściągania należności powinien być dłuższy, gdy na rynek zostanie wypuszczony nowy produkt. Nigdy nie wiadomo, czy nowy produkt zyska uznanie klientów. Wiele produktów uznawanych za potencjalne hity rynkowe okazuje się, że mogą być mało popularne wśród konsumentów po wprowadzeniu na rynek. Stąd też celowe wydaje się wydłużenie okresu kredytowania.

Dokonując interpretacji wskaźnika, również trzeba być bardzo ostrożnym. Wskaźnik rotacji należności może mieć bardzo dobry poziom, ale w ramach należności znaczny udział mogą mieć należności o dużym ryzyku kredytowym. Nie zawsze poziom wskaźnika jest podstawą pozytywnej oceny.

Wskaźniki rotacji zapasów i należności w dniach uwzględniają liczbę dni w badanym okresie. Zarówno w praktyce gospodarczej, jak i w literaturze przedmiotu można spotkać się z dwoma podejściami. Jedni przyjmują dla okresów rocznych 365 dni, inni zaś 360 dni. Ta różnica konstrukcyjna wskaźników dotyczy głównie okresów rocznych. W przypadku okresów krótszych występuje jednomyślność, a mianowicie dla półrocza 180 dni, dla kwartału 90 dni i poszczególnych miesięcy po 30 dni.

Kolejny problem, który się pojawia, to sposób wyliczenia stanu przeciętnego majątku, zarówno ogółem, jak i poszczególnych jego części. Stan ten może

być wyliczany na podstawie stanów miesięcznych, kwartalnych lub na podstawie stanów rocznych. Sposób wyliczenia stanu przeciętnego zakłada porównalność wskaźników, szczególnie w przypadku firm charakteryzujących się sezonowym charakterem produkcji, np. firm branży przetwórstwa spożywczego (m. in. cukrowni), produkujących ozdoby świąteczne, sprzęt sportowy i odzież. W takich przypadkach wskazane jest uwzględnianie w obliczeniach wielkości miesięcznych lub kwartalnych. Dokonując porównań z innymi podmiotami działającymi w branżach cechujących się sezonowym charakterem produkcji i sprzedaży, wskazane jest zastosowanie tej samej metody.

Omawiając konstrukcje wskaźników, nie sposób pominąć wskaźnika okresu spłaty zobowiązań, który jest obliczany jako przeciętny stan zobowiązań z tytułu dostaw i usług, przemnożony przez liczbę dni w badanym okresie do przychodów ze sprzedaży. Powstaje pytanie, czy ten sposób wyliczenia można uznać za poprawny, z tego względu, że zobowiązania powstają w przypadku zakupu, a nie sprzedaży. Jeżeli sprzedajemy, wówczas powstają należności. Wydaje się, że słuszne byłoby porównanie przeciętnego stanu zobowiązań z tytułu dostaw i usług z wartością zakupionych produktów.

5. Znaczenie informacyjne wskaźników wspomaganie finansowego

Kolejna grupa wskaźników – wskaźniki wspomaganie finansowego – obejmuje wskaźniki obrazujące poziom zadłużenia oraz wskaźniki informujące o zdolności przedsiębiorstwa do obsługi zadłużenia. Tu również pojawiają się problemy w zakresie doboru danych do wyliczenia wskaźników. Oczywiście jest, że wskaźnik udziału kapitału własnego stanowi iloraz kapitału własnego do wartości majątku ogółem, zaś wskaźnik ogólnego zadłużenia jest relacją zobowiązań ogółem do wartości majątku ogółem. Pojawia się natomiast pytanie, jak traktować rezerwy: czy jest to kapitał własny, czy obcy. Jeżeli spojrzymy na rezerwy z punktu widzenia tworzenia, to jest to nasz kapitał zarezerwowany na pokrycie zobowiązań, których termin wymagalności lub kwota nie są pewne. Jeśli zaś spojrzymy na rezerwy z punktu widzenia ostrożnej wyceny, jest to kapitał obcy. Nie ma więc jednoznaczności w zakresie ujmowania rezerw. Analityk, dokonując oceny poziomu powyższych wskaźników i ich porównania, musi zwrócić uwagę na treść danych ujętych w obliczeniach. Wnikając głębiej, należałoby z zysku netto, który jest elementem kapitałów własnych, wyłączyć tę część zysku, która przeznaczona zostanie na dywidendy w momencie zatwierdzenia sprawozdania finansowego. W praktyce przyjmuje się jednak uproszczenie: do obliczeń przyjmuje się cały zysk netto, a nie tylko tę część, która zasili kapitał własny.

Wskaźniki zadłużenia informują o ryzyku związanym z udostępnieniem przedsiębiorstwu środków finansowych. Im wyższy poziom zadłużenia, tym większe ryzyko. Należy pamiętać, że zobowiązania wykazywane w bilansie obejmują długi, które powinny być spłacone wierzycielom. Wysokość płatnych odsetek zmienia się jednak w czasie. Bieżące oprocentowanie może być znacznie niższe lub znacząco wyższe niż w momencie zaciągnięcia kredytu. Informacje o zmianach kosztów obsługi zadłużenia nie są zawarte w bilansie. Wysokość odsetek ma znaczący wpływ na sytuację majątkowo-finansową podmiotu gospodarczego. Analityk powinien więc pamiętać o tym, że wartość rynkowa zadłużenia ocenianego przedsiębiorstwa często różni się od sumy wykazywanej w bilansie (por. Ross i in., 2002, s. 35–36).

Interpretacja poziomu wskaźnika ogólnego zadłużenia może również być kłopotliwa. Wzrost zadłużenia powoduje wzrost ryzyka finansowego i uzależnienie jednostki od kredytodawców i pożyczkodawców. Według standardów zachodnich, w firmie, w której nie została zachwiana równowaga finansowa, wskaźnik ten powinien oscylować w przedziale 0,57–0,67 (Ostaszewski, 1996, s. 53). Nie może być większy od 1. Bardzo rzadko zdarza się, iż suma zobowiązań jest wyższa niż wartość aktywów. Taka firma nie jest w stanie kontynuować działalności. Jest to zupełnie zrozumiałe. Gdy poziom wskaźnika jest większy od 1, mamy wówczas do czynienia z ujemnym kapitałem własnym (Stickney, 1996, s. 124). Istnieją jednak publikacje sugerujące akceptowalne granice wartości tego wskaźnika, nieznacznie przekraczające 0,7. Inni naukowcy uważają, że nie powinien być większy niż 0,5. Powoduje to liczne problemy związane z interpretacją. Pod koniec lat 70. wiele japońskich przedsiębiorstw miało wskaźnik ogólnego zadłużenia większy od 0,8. Nie było to wówczas niczym nadzwyczajnym. W tym samym czasie poziom miernika zadłużenia w przypadku firm amerykańskich zazwyczaj nie przekraczał 0,5 (Hołda, Micherda, 2007, s. 98). Polska gospodarka różni się jednak od gospodarek wysoko rozwiniętych. Wydaje się, iż poziom zadłużenia polskich przedsiębiorstw nie powinien przekraczać 0,45–0,55. Maksymalny dopuszczalny poziom zadłużenia zależy także od branży, ogólnej sytuacji gospodarczej i poziomu stóp procentowych.

Zobowiązania długoterminowe powinny mieć choć częściowe pokrycie w majątku trwałym. Można to sprawdzić, wyliczając wskaźnik relacji aktywów trwałych w stosunku do zobowiązań długoterminowych. Jest on często obliczany przez banki, zanim udzielony zostanie kredyt o charakterze długoterminowym. Wartość księgową majątku trwałego może jednak znacząco różnić się od jego wartości rynkowej, o czym już wspomniano. Posiadane przez firmę maszyny i urządzenia niekiedy bardzo trudno jest sprzedać. Możliwa do uzyskania cena jest często bardzo niska. Nawet wysoki wskaźnik relacji aktywów trwałych do zobowiązań długoterminowych nie musi więc oznaczać, że majątek ten wystarczyłby na uregulowanie tych zobowiązań.

6. Pomiar i ocena rentowności

Przedsiębiorstwa działają obecnie w warunkach nasilającej się konkurencji. Jedynie firmy najbardziej efektywne i zarządzane w sposób racjonalny mają szanse na utrzymanie się na rynku. Prowadzenie działalności gospodarczej w sposób racjonalny wymaga wypracowania korzystnej relacji między osiąganymi przychodami a ponoszonymi kosztami. Efektywnie działająca jednostka gospodarcza powinna wykazywać zysk. Ten sam zysk osiągnięty w różnych okresach lub przez różne podmioty może wykazywać różny poziom rentowności. Do porównań zarówno w czasie, jak i w przestrzeni bardzo celowe wydaje się wykorzystanie wskaźników rentowności. Wskaźniki rentowności ukazują procentowo efekty finansowe osiągnięte w stosunku do wartości sprzedaży, zaangażowanego majątku i kapitałów. Rentowność pozwala na ocenę efektywności angażowanych zasobów i ocenę efektywności zarządzania podmiotem gospodarczym. Wskaźniki rentowności dostarczają informacji, w jaki sposób zarządzanie majątkiem, finansowanie działalności firmy, rozwiązywanie problemów dotyczących płynności finansowej wpływa na rezultaty osiągane przez jednostkę gospodarczą.

Konstrukcja wskaźnika rentowności sprzedaży (ROS) nie jest jednoznacznie sprecyzowana. Najczęściej określa się, że jest to stosunek zysku netto do przychodów ze sprzedaży bez dokładniejszego sprecyzowania, które przychody należy uwzględnić. Skoro w liczniku znajduje się zysk z całokształtu działalności, wobec tego w mianowniku powinny być zawarte przychody z podstawowej działalności, pozostałej działalności operacyjnej i działalności finansowej. Zdarzają się sytuacje, że przedsiębiorstwo osiąga dodatni wynik z całokształtu działalności, a na działalności podstawowej ponosi stratę. Zysk netto może wynikać np. z faktu, że firma pozbywa się majątku, który zgromadziła wcześniej, osiąga nadwyżkę dodatnich różnic kursowych nad ujemnymi. Stąd też celowe jest obliczanie rentowności sprzedaży na różnych poziomach, uwzględniając poszczególne wyniki cząstkowe i odnosząc je do odpowiednich przychodów ze sprzedaży. Pozwoli to na ustalenie, czy podstawowa działalność firmy jest rentowna i jak oddziałują pozostałe rodzaje działalności na jej rentowność. Ustalając rentowność działalności podstawowej, należy odnieść wynik na sprzedaży do przychodów ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów w wariantcie kalkulacyjnym, a w wariantcie porównawczym – do przychodów ze sprzedaży i zrównanych z nimi skorygowanych o zmianę stanu produktów oraz koszt wytworzenia produktów na własne potrzeby jednostki.

Obliczając rentowność działalności operacyjnej, odnosimy wynik z działalności operacyjnej do przychodów z podstawowej działalności powiększonych o pozostałe przychody operacyjne.

Rentowność działalności gospodarczej stanowi relację wyniku na działalności gospodarczej do przychodów podstawowej działalności powiększonych o pozostałe przychody operacyjne i przychody finansowe.

Zysk brutto i zysk netto należy również odnieść do przychodów podstawowej działalności, pozostałej działalności operacyjnej i działalności finansowej. Rozbieżności pomiędzy rentownością działalności gospodarczej, rentownością brutto i netto będą wskazywały na wpływ wyników nadzwyczajnych i podatku dochodowego na jej poziom.

Im wyższy wskaźnik rentowności sprzedaży, tym lepiej. Należy jednak pamiętać, że podmioty działające w różnych branżach mogą charakteryzować się innym poziomem rentowności. Niektóre sektory narażone są na silną konkurencję ze strony firm zarówno krajowych, jak i zagranicznych, zaś inne nie. Ma to wpływ na ich rentowność. Niektóre branże podatne są na wpływ cyklu koniunkturalnego. W okresie szybkiego rozwoju ekonomicznego odnotowują wysokie zyski. Ich wyniki są jednak słabe w czasie recesji. Różny jest poziom ryzyka działalności poszczególnych przedsiębiorstw, presja ze strony konsumentów, nasycenie rynku oraz ustawodawstwo prawne regulujące funkcjonowanie poszczególnych sektorów gospodarki. Czynniki te mają ogromny wpływ na rentowność.

Wskaźnik rentowności aktywów (ROA) oblicza się jako stosunek wyniku netto do przeciętnego stanu aktywów. Charakteryzuje on efektywność przedsiębiorstwa z punktu widzenia stopnia wykorzystania posiadanego majątku. W branżach kapitałochłonnych wskaźnik ten będzie niski, zaś w branżach niewymagających wysokiego poziomu majątku – znacznie wyższy. Poziomem rentowności majątku zainteresowani są m. in. kredytodawcy firmy, gdyż stanowi on cenne źródło informacji o zdolności majątku do przynoszenia dochodów, będących źródłem rat i odsetek od zaciągniętych kredytów. Rentowność majątku zależy od rentowności sprzedaży i efektywności wykorzystania majątku. Licząc wskaźnik rentowności, można różnicować nie tylko licznik wskaźnika, ale również mianownik. Gdy różnicujemy mianownik wskaźnika, rozwinięciem wskaźnika rentowności majątku będą dwa wskaźniki cząstkowe, które obrazują rentowność majątku trwałego i obrotowego. Prezentują one rentowność wykorzystania poszczególnych grup majątku. Popularność wskaźnika ROA stymuluje do poprawy efektywności wykorzystania majątku i podejmowania działań mających na celu zwiększenie rentowności przedsiębiorstwa.

Wskaźnik rentowności kapitału własnego (ROE), zwany też stopą zwrotu kapitału własnego, obliczany jest jako relacja zysku netto do przeciętnego stanu kapitału własnego. Jest więc wskaźnikiem informującym o dokonaniach przedsiębiorstwa. Pozwala ocenić, jak efektywnie menedżerowie wykorzystują fundusze zainwestowane przez udziałowców i jak duży uzyskują z nich zwrot. Niski poziom wskaźnika nie zachęca właścicieli do inwestowania w przedsiębiorstwo. Opłaca się inwestować kapitał w działalność gospodarczą wówczas,

jeśli przyniesie on korzyści finansowe wyższe aniżeli z lokat kapitałowych w bankach na długi termin. Tak jak w poprzednich wskaźnikach, można różnicować licznik i mianownik omawianego wskaźnika. Kapitał własny składa się z kapitału zakładowego (wniesionego przez właścicieli w momencie zakładania przedsiębiorstwa) oraz z innych pozycji, m. in. kapitału zapasowego. Należałoby więc obliczyć zyskowność środków zainwestowanych przez udziałowców. Jeśli w poprzednich latach firma osiągnęła wynik finansowy na wysokim poziomie, mogła go przeznaczyć na zasilenie kapitału zapasowego. Spowoduje to wzrost mianownika, a tym samym obniżenie wskaźnika ROE, chociaż zysk będzie na tym samym poziomie albo wyższy. Stąd też wskaźnik zwrotu kapitału podstawowego wydaje się bardziej miarodajnym wskaźnikiem zyskowności kapitałów zainwestowanych przez udziałowców.

Jednym z czynników oddziałujących na rentowność jest obniżka kosztów. Należy pamiętać, że redukcja kosztów nie może prowadzić do obniżenia jakości produkcji, pogorszenia warunków pracy, zaniedbywania remontów. Obniżka kosztów w krótkim okresie, wynikająca z powyższych przyczyn, może doprowadzić do wzrostu kosztów w długim okresie.

Z kolei podniesienie cen jest czynnikiem wpływającym na poprawę rentowności, jednak znaczna podwyżka cen, nieuzasadniona wzrostem kosztów ani poprawą jakości oferowanych produktów, może spowodować zmniejszenie sprzedaży (K o p c z y ń s k a, K o p c z y ń s k i, 2006, s. 83).

7. Pozostałe problemy z porównywalnością wskaźników ekonomicznych

Dokonując porównania wskaźników ze wskaźnikami firm o podobnym profilu działania, najczęściej odnosi się wskaźniki do średnich w sektorze. Rozpiętość między wskaźnikami maksymalnymi a minimalnymi jest niekiedy tak duża, że bardziej celowe jest porównanie ze wskaźnikami najlepszych firm w sektorze. Pojawia się pytanie, co uczynić w przypadku, jeśli cały sektor znajduje się w złej kondycji finansowej.

Porównania z innymi przedsiębiorstwami są bardzo użyteczne. Przeciętne wartości najważniejszych wskaźników finansowych publikowane są w Polsce w miesięczniku „Rachunkowość”. W wielu przypadkach ułatwia to dokonywanie oceny kondycji przedsiębiorstw. Wskaźniki, które nie mają ustalonego wzorcowego poziomu (np. obrotowości), można po prostu porównać z analogicznymi w innych przedsiębiorstwach działających w tej samej branży. W ten sposób łatwo jest zinterpretować ich poziom. Porównania w przestrzeni nie zawsze da się jednak łatwo przeprowadzić. Czasami trudno jest określić

w sposób jednoznaczny, w jakiej branży działa dane przedsiębiorstwo. Jeśli nawet zostało ono sklasyfikowane do konkretnego rodzaju działalności według Polskiej Klasyfikacji Działalności (PKD), nie zawsze oznacza to, że podmiot rzeczywiście prowadzi tego typu działalność. Nie zawsze można zaliczyć przedsiębiorstwo do konkretnej branży w sposób jednoznaczny i niebudzący żadnych wątpliwości (por. Siegel, Shim, 2006, s. 261). Utrudnia to interpretację wyliczonych dla firmy wskaźników. Problemy z przeprowadzaniem porównań w przestrzeni dotyczą także podmiotów gospodarczych, które prowadzą różnego typu działalność (handlowa, usługowa, produkcyjna). Wiele dużych firm działa w kilku, a nawet kilkunastu branżach. Wytwarzają one różnego rodzaju wyroby, zajmują się handlem detalicznym i jednocześnie są aktywne np. w sektorze usług finansowych. Trudno jest więc porównywać ich wskaźniki finansowe z miernikami charakteryzującymi podmioty gospodarcze działające w konkretnej branży. Można zasugerować jednak pewne rozwiązania tego problemu. Jeżeli przedsiębiorstwo zaangażowane jest w różnego typu działalność, a analiza finansowa przeprowadzana jest dla potrzeb wewnętrznych, przydatne byłoby z pewnością analizowanie każdego rodzaju działalności osobno. W takim przypadku należałoby jednak sporządzać sprawozdania finansowe dla działu zajmującego się produkcją, sprzedażą czy usługami finansowymi. Jest to rozwiązanie kosztowne i wymagające sporo pracy. Wskaźniki wyliczone na podstawie takich sprawozdań pozwalałyby jednak przeprowadzić szczegółową analizę sytuacji majątkowo-finansowej przedsiębiorstwa. Możliwe byłoby porównywanie mierników finansowych charakteryzujących jego poszczególne działy (np. produkcja tekstyliów, handel detaliczny, usługi finansowe) z przeciętnymi wartościami wskaźników finansowych w każdej odpowiadającej ich działalności branży. Ułatwiłoby to interpretację wyników analiz. Pomogłoby dostrzec nieprawidłowości w gospodarce jednostki i wprowadzić konieczne zmiany i usprawnienia. Jednak zewnętrzni interesariusze podmiotu nie byłoby w stanie przeprowadzać tego typu analiz, za względu na brak danych. Znajdują się więc w trudniejszej sytuacji. Dysponują zazwyczaj jedynie sprawozdaniami finansowymi odzwierciedlającymi działalność przedsiębiorstwa jako całości, bez podziału na działalność wytwórczą, usługową i handlową. Jeśli jednak firma zajmuje się przede wszystkim produkcją (np. tekstyliów), a działalność innego typu ma uboczny charakter, w takim przypadku można zasugerować, aby dokonywać porównań jej wskaźników ekonomicznych z podmiotami działającymi w branży tekstylnej.

Wiele firm stosuje różną politykę rachunkowości (np. w zakresie wyceny zapasów). Ma to wpływ na ich sytuację majątkowo-finansową oraz osiągnięte przez nie w danym okresie wyniki. Dodatkowo utrudnia dokonywanie porównań ich wskaźników ekonomicznych z innymi przedsiębiorstwami (Correia i in.,

2008, s. 5–24). Zgodnie z przepisami art. 48, par. 1 *Ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości* (1994), informacja dodatkowa powinna zawierać istotne dane i objaśnienia niezbędne do tego, aby sprawozdanie finansowe odpowiadało warunkom określonym w art. 4, ust. 1 tejże ustawy, a w szczególności obejmować wprowadzenie do sprawozdania finansowego, zawierające opis przyjętych zasad (polityki) rachunkowości, w tym metod wyceny i sporządzenia sprawozdania finansowego w zakresie, w jakim ustawa pozostawia jednostce prawo wyboru, oraz przedstawienie przyczyn i skutków ich ewentualnych zmian w stosunku do roku poprzedzającego (*Ustawa...*, 1994, art. 43, par. 1). Przedsiębiorcy mają więc obowiązek ujawnić, jaką stosują politykę rachunkowości. Nie ułatwia to jednak w znacznym stopniu pracy analitykom finansowym. Nie są oni przecież w stanie skorygować dostępnych sprawozdań finansowych różnych podmiotów gospodarczych, aby wyeliminować różnice w wartości pozycji sprawozdań finansowych spowodowane stosowaniem przez nie różnej polityki rachunkowości.

Przedsiębiorstwa działające w tej samej branży mogą stosować różną politykę rachunkowości, odmienne metody amortyzacji (liniową lub przyspieszoną amortyzację niektórych składników majątku). Jak już wspomniano, utrudnia to przeprowadzanie porównań. Dodatkowe problemy dla analityka powstają, gdy ma miejsce fuzja lub przejęcie. Ciężko jest wówczas przeprowadzać porównania w czasie. Jeśli połączyły się dwie spółki działające w różnych branżach, może to bardzo utrudnić dokonywanie porównań w przestrzeni (por. Gropelli, Nikbakh t, 2000, s. 455).

8. Podsumowanie

Ocena kondycji majątkowo-finansowej przedsiębiorstw nie jest zadaniem łatwym. System wskaźników powinien być dostosowany do potrzeb poszczególnych szczebli zarządzania i systemu ewidencji przedsiębiorstwa. Analiza finansowa może stanowić użyteczne narzędzie oceny sytuacji finansowej tylko wtedy, gdy będzie przeprowadzana z rozwagą i dużą ostrożnością. Analityk powinien rozumieć istotę analizy i problemy związane z jej stosowaniem. Wykorzystywanie wskaźników w sposób mechaniczny i przypadkowy może być niebezpieczne i dawać błędne informacje. Tylko umiejętne stosowanie mierników finansowych będzie użyteczne w ocenie działalności przedsiębiorstwa i da badaczowi właściwe wyobrażenia o sytuacji gospodarczej danego podmiotu (Kopczyńska, Kopczyński, 2006, s. 80).

Wiele osób ma problemy z obliczeniem wartości wskaźników finansowych w sposób poprawny. Interpretacja wartości mierników finansowych wymaga

odpowiedniej wiedzy na temat analizy finansowej oraz doświadczenia praktycznego. W przeciwnym razie mogłoby to skutkować wyciąganiem błędnych wniosków. Prowadziłoby do podejmowania niewłaściwych decyzji, mogłoby stać się przyczyną dużych strat, a nawet zagrozić egzystencji przedsiębiorstwa. Gdy poziom niektórych wskaźników jest właściwy, a inne są zbyt wysokie lub zbyt niskie, wiele osób nie potrafi prawidłowo ocenić kondycji podmiotu gospodarczego. Wielu naukowców sugeruje, aby powszechniej wykorzystywać modele wielowymiarowe, np. do oceny stopnia zagrożenia upadłością. Nie oznacza to jednak, że powinno się zaniechać albo ograniczyć wykorzystywanie wskaźników finansowych. Zmiany wartości podstawowych mierników ekonomicznych to przecież najistotniejszy sygnał informujący o pogarszającej się kondycji podmiotu gospodarczego (por. Zulkarnaini in., 2001). Przeprowadzając ocenę kondycji przedsiębiorstwa, należy pamiętać o ograniczeniach i wadach wskaźników. Nie wolno też lekceważyć roli analizy wstępnej. Rośnie też popularność modeli wielowymiarowych. Stanowią one doskonałe uzupełnienie dla tradycyjnych metod analizy finansowej. Na pewno jednak jej nie zastąpią. Wskaźniki finansowe pozwalają nie tylko ocenić kondycję podmiotu gospodarczego w sposób całościowy, ale pokazują też, jakie problemy ma firma i jakie obszary jej działalności wymagają wprowadzenia usprawnień. Wydaje się, iż analiza finansowa wzbogacona o metody matematyczno-statystyczne będzie coraz powszechniej wykorzystywana. Dużo więcej osób (drobni przedsiębiorcy, inwestorzy giełdowi, studenci) interesuje się problematyką oceny kondycji przedsiębiorstw i potrafi prawidłowo przeprowadzić taką ocenę. Chcąc funkcjonować w warunkach współczesnej gospodarki rynkowej, trzeba orientować się w jej realiach i podejmować decyzje, kierując się wynikami obliczeń i analiz, a nie tylko własną intuicją. Autorzy niniejszego artykułu starali się wskazać pewne wady i ograniczenia związane z wykorzystywaniem wskaźników finansowych do oceny kondycji majątkowo-finansowej przedsiębiorstw. Jest to istotna kwestia, gdyż wskaźniki te stają się coraz bardziej popularne, rośnie ich znajomość, są stosowane niemal powszechnie. Aby prawidłowo interpretować ich poziom, trzeba jednak dobrze znać ich wady i ograniczenia oraz rozwiązywać problemy wynikające z braku jednolitego sposobu ich obliczania, odmiennego nazewnictwa oraz trudności związane z dokonywaniem porównań z innymi przedsiębiorstwami.

Literatura

- Altman E., Hotchkiss E. (2007), *Trudności finansowe a upadłość firm: Jak przewidzieć upadłość i jej uniknąć, jak analizować i inwestować w zadłużenie firm zagrożonych*, CeDeWu, Warszawa.

- Atrill P., McLaney E. (1995), *Accounting and Finance for Non-Specialists*, Prentice-Hall, Hemel.
- Bernstein L. A. (1989), *Financial Statement Analysis, Theory, Application and Interpretation*, Richard D. Irwin, Homewood.
- Botti T. (2006), *Envy of the world: A history of the U.S. economy & big business*, Algora Publishing, New York, <http://books.google.com/books?id=8qm4KEb\DNwC&printsec=frontcover&hl=pl#v=onepage&q&f=false>.
- Correia C., Flynn D., Uliana E., Wormald M. (2008), *Financial Management*, Juta & Company, Cape Town, http://books.google.com/books?id=AArkK4nOUYC&printsec=frontcover&hl=pl&source=gbs_navlinks_s#v=onepage&q=&f=false.
- Fuller R. J., Farrell J. R., Jr. (1987), *Modern investments and security analysis*, McGraw-Hill, Singapur.
- Glaucier M. W. E., Underdown B. (1991), *Accounting theory and practice*, Pitman Publishing, London.
- Groppelli A., Nikbakht E. (2000), *Finance*, Barron's Educational Series, Hauppauge, http://books.google.com/books?id=GQshJEJ9zQC&printsec=frontcover&hl=pl&source=gbs_v2_summary_r&cad=0#v=onepage&q&f=false.
- Harrison W., Horngren Ch. (2001), *Financial Accounting*, Prentice-Hall, Inc. New Jersey.
- Hołda A., Micherda B. (2007), *Kontynuacja działalności jednostki i modele ostrzegające przed upadłością*, Krajowa Izba Biegłych Rewidentów, Warszawa.
- Horne J. C. van, Wachowicz J. M., Jr. (1995), *Fundamentals of financial management*, Prentice-Hall, London.
- Kopczyńska L., Kopczyński P. (2006), *Problemy związane z zastosowaniem analizy wskaźnikowej w ocenie kondycji finansowej przedsiębiorstw*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości”, t. 35 (91) (Warszawa).
- Maksymik K. (1996), *Polityka bilansowa – sztuka czy kuglarstwo?*, <http://www.spolkigieldowe.bdo.pl/biuletyn/44/rachunkowosc-gieldowa/polityka-bilansowa-sztuka-czy-kuglarstwo.html>, za: A. Rozenstangiel (1996), *Upiększanie danych w sprawozdaniach finansowych*, „Rachunkowość”, nr 5, s. 251.
- Ostaszewski J. (1996), *Analiza finansowa i wycena firmy według standardów Unii Europejskiej*, Centrum Informacji Menedżera, Warszawa.
- Ross S. A., Westerfield R. W., Jaffe J. (2002), *Corporate finance*, McGraw-Hill, Boston.
- Shapiro A. C. (1990), *Modern Corporate Finance*, Macmillan, New York.
- Siegel J., Shim J. (2006), *Accounting handbook*, Barron's Educational Series, Hauppauge, <http://books.google.com/books?id=3QVArelZMMC&printsec=frontcover&hl=pl#v=onepage&q&f=false>.
- Stickney C. P. (1996), *Financial reporting and statement analysis*, The Dryden Press, Fort Worth, <http://www.mmc.com/about/history.php>.
- Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości* (1994), DzU, nr 121, poz. 591, z późn. zm., <http://isap.sejm.gov.pl/Download?id=WDU19941210591&type=3>, 06.12.2009.
- Wolfel Ch. (1994), *Encyclopedia of banking and finance*, Irwin, Chicago.
- Zulkarnain M., Shamsheer M., and Mohamad Ali A. (2001), *Why Companies Fail? An Analysis of Corporate Failures*, *Akauntan Nasional*, „The Journal of the Malaysian Institute of Accountants”, Vol. 14, No. 8, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=612235.

Paweł Kopczyński, Lucyna Kopczyńska

PROBLEMS CONNECTED WITH THE APPLICATION OF FINANCIAL RATIOS IN BUSINESS PRACTICE

Companies compete nowadays in a changeable and turbulent environment. Their financial standing may change rapidly. Each enterprise may find itself on the verge of bankruptcy. Hence it is very important to evaluate and constantly monitor the financial condition of companies. It facilitates management and allows managers to make right decisions. If they do not know the current situation of the business, they will not be able to manage it effectively. Financial ratios supply information necessary to analyze financial condition and performance of companies. In spite of all their merits, financial ratios have also many flaws, of which a managers should be aware (e.g. they may be calculated in different ways, some of them are capable of manipulation and their comparisons may be misleading). Therefore there is a need to make managers familiar with all the problems connected with the application of financial ratios and offer possible solution to some of these problems. Lack of information is sometimes better than having wrong information, which may lead to wrong decisions. The correct interpretation of financial ratios is not an easy task. It requires the appropriate and all-embracing knowledge about them and their properties. As managers and financial analysts should be aware of all the problems connected with application of financial ratios, authors of this article want to present the shortcomings and limitations of using financial ratios to assess the financial situation and performance of companies.