

Analiza wolnych przepływów pieniężnych jako element oceny zagrożenia upadłością małych i średnich przedsiębiorstw

Artur Hołda, Magdalena Konat-Staniek*

Streszczenie: *Cel* – Celem artykułu jest przedstawienie oceny przepływów pieniężnych netto w kontekście aplikowanych współcześnie metod i narzędzi w ramach analizy finansowej, w szczególności: analizy wskaźnikowej, zaawansowanych metod statystycznych wykorzystywanych do predykcji bankructwa czy wyceny wartości przedsiębiorstwa (zwłaszcza przy zastosowaniu dochodowych metod wyceny).

Metodologia badania – Metodologia badania została oparta na analizie studiów literaturowych oraz analizie znakowej wolnych przepływów pieniężnych dla małych i średnich przedsiębiorstw, wśród których 10 kontynuowało swoją działalność, a wobec 10 została ogłoszona przez sąd upadłość.

Wynik – Przeprowadzone badanie pozwala na stwierdzenie, że zmiany, jakie dokonują się w poziomie sprzedaży (przychody netto z działalności operacyjnej) mają istotny wpływ na kierunek zmian wolnych przepływów pieniężnych. Podobne zależności są zauważalne w stosunku do zmian zachodzących w poziomie kapitału obrotowego netto w relacji do zmian wolnych przepływów pieniężnych, a w konsekwencji ma to wpływ m.in. na wycenę wartości przedsiębiorstwa.

Oryginalność/wartość – Badając kierunek zmian w poziomie sprzedaży, jak i kapitałe obrotowym netto można uzyskać ciekawe i ważne rozwiązania łączące się z potencjalną możliwością ich wpływu na kierunki zmian w wolnych przepływach pieniężnych. Znajomość kierunku zmian przepływów pieniężnych istotnie wpływa na wartość przedsiębiorstwa oraz ocenę ryzyka upadłości.

Słowa kluczowe: wolne przepływy pieniężne, zagrożenie upadłością

Wprowadzenie

Rozwój gospodarczy, jak i zmieniające się otoczenie ekonomiczno-prawne wymaga od przedsiębiorcy podejmowania ciągłych decyzji w zakresie alokacji kapitału pracującego, lokalizacji nowo podjętych działań biznesowych, ich efektywności, jak i potencjalnych zagrożeń im towarzyszących. Raz podjęte działania muszą być stale konfrontowane ze zmieniającymi się warunkami otoczenia mikro i makroekonomicznego funkcjonującego przedsiębiorstwa. Zdarzenia gospodarcze mają bezpośredni wpływ na sposób zarządzania przedsiębiorstwem, jak też i na jego wartość. Źródłem do analizy danych w zakresie

* dr hab. Artur Hołda prof. UEK, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Katedra Rachunkowości, e-mail: aholda@uek.krakow.pl; mgr Magdalena Konat-Staniek, doktorant, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Wydział Zarządzania, Katedra Rachunkowości, e-mail: magda_konat-staniek@o2.pl.

otoczenia są m.in. dane mikro i makroekonomiczne podawane przez GUS, natomiast dla przedsiębiorstwa wnikliwa analiza sprawozdań finansowych obejmujących bilans, rachunek zysków i strat, rachunek przepływów pieniężnych, zestawienie zmian w kapitale oraz informacji dodatkowej.

Wskazane powyżej źródła dostarczają szeregu informacji i mogą być wykorzystywane każde w innym celu. Tym niemniej zestawienie uzyskanych danych daje obraz sytuacji, w jakiej znajduje się przedsiębiorstwo. Jak się wydaje, niedocenionym źródłem informacji o sytuacji finansowej jest rachunek przepływów pieniężnych, który ma zastosowanie w procedurze planowania finansowego, prognozowaniu upadłości, ocenie wiarygodności kredytowej, ocenie opłacalności podejmowanych decyzji inwestycyjnych lub wycenie przedsiębiorstwa.

Niniejszy artykuł ma na celu analizę wolnych przepływów pieniężnych mających potencjalne zastosowanie w ocenie przedsiębiorstw w kontekście sygnałów zagrożenia upadłością. W zakresie badań empirycznych analizie zostało poddanych 20 spółek z o.o. z sektora małych i średnich przedsiębiorstw – 10 upadłych i 10 prowadzących dalszą działalność. Dane finansowe zostały pozyskane ze sprawozdań finansowych złożonych przez przedsiębiorców prowadzących działalność na terenie województw małopolskiego i świętokrzyskiego do Krajowego Rejestru Sądowego odpowiednio dla Małopolski w Krakowie, a dla województwa świętokrzyskiego w Kielcach. Horyzont czasowy analizy obejmuje lata 2005–2009. Taki przedział czasowy analizy danych finansowych został dobrany ze względu na koincydencje okresu nieobjętego kryzysem gospodarczym, jak zwiększonego ryzyka w działalności gospodarczej w Polsce. Warto podkreślić, że ostatni rok analizy przed upadłością poszczególnych przedsiębiorstw stanowił rok poprzedzający rok ogłoszenia przez Sąd upadłości podmiotu gospodarczego. Równocześnie koniec analizowanego okresu (2005–2009) charakteryzował się skokowym wzrostem liczby upadłości przedsiębiorstw w polskich realiach gospodarczych.

1. Istota przepływów pieniężnych w przedsiębiorstwie

Zasadniczo większość prowadzących działalność przedsiębiorstw jest nastawiona na osiągnięcie zysku, pomnażanie posiadanego majątku i kapitału. Samo nastawienie na osiągnięcie zysku bez odpowiedniego planowania i przeprowadzania bieżących analiz nie musi przynieść zamierzonego efektu. Determinantą kontynuowania działalności przez jednostkę gospodarczą w krótkiej perspektywie jest płynność finansowa, natomiast w długiej – rentowność. Odpowiednia rentowność, bez zachowania adekwatności z płynnością finansową, może skutkować wystąpieniem zagrożenia niewypłacalnością, a w konsekwencji bankructwem. Jednym ze źródeł pozyskania informacji o sytuacji finansowej jednostki i środkach finansowych w jednostce jest rachunek przepływów pieniężnych. Umożliwia on ocenę zmian, jakie wystąpiły w zakresie prowadzonej działalności operacyjnej, inwestycyjnej i finansowej oraz kierunku zmian w jej rozwoju.

Według aktów prawnych regulujących zasady sporządzania rachunku przepływów pieniężnych (Krajowy Standard Rachunkowości, 2011; Ustawa, 2016, art. 48b) potencjalne decyzje gospodarcze dotyczą w szczególności zdolności uzyskiwania wpływów i ich racjonalnego wydatkowania oraz okresu i stopnia pewności ich wystąpienia (art. 1.1. KSR).

Analizowanie przepływów pieniężnych powinno odbywać się w dwóch zakresach *ex post* i *ex ante*. Prowadząc działalność gospodarczą należy zastanowić się nad wysokością koniecznych nakładów inwestycyjnych i czasem zwrotu ich wydatkowania. Analiza *ex post* prowadzonej działalności operacyjnej, inwestycyjnej i finansowej pozwala ustalić ich wpływ na zmianę stanu posiadanych środków pieniężnych i daje odpowiedź na pytanie, czy jednostka posiada płynność finansową (Wajszczuk, 2013, s. 9–10) i w jakim kierunku następuje jej rozwój. W dłuższym okresie czasu prawidłowo funkcjonujące przedsiębiorstwo powinno generować dodatnie przepływy pieniężne z działalności operacyjnej, choć w pierwszej fazie działalności przedsiębiorstwa mogą wystąpić ujemne przepływy pieniężne. Długotrwale utrzymująca się taka sytuacja zwykle świadczy o złej gospodarce finansowej i może stanowić zagrożenie dalszej kontynuacji prowadzonej działalności. Zmiany, jakie dokonują się w poziomie aktywów i pasywów, są widoczne nie tylko w bilansie, lecz również w rachunku przepływów pieniężnych. Przepływy z działalności operacyjnej i inwestycyjnej odzwierciedlają zmiany w aktywach, natomiast zmiany w pasywach znajdują odzwierciedlenie w przepływach z działalności finansowej. Informacje dostarczane przez rachunek przepływów pieniężnych w połączeniu z innymi elementami sprawozdania finansowego są dla ich użytkowników źródłem wiedzy na temat zmian, jakie zachodzą w aktywach jednostki, jej strukturze finansowej oraz pozwalają ocenić zdolność przystosowawczą jednostki do zmieniającego się otoczenia rynkowego. Szczególnie ważnymi elementami przepływów pieniężnych są elementy przepływów operacyjnych, gdyż są odzwierciedleniem prowadzonej podstawowej działalności i osiąganego z niej wyniku finansowego (Wajszczuk, 2013, s. 22–25).

Dokonując całościowej oceny działającego przedsiębiorstwa z wykorzystaniem przepływów pieniężnych można wyróżnić w szczególności osiem przypadków, w jakich może znaleźć się analizowane przedsiębiorstwo. Każdy z tych przypadków charakteryzuje pewien okres działalności, ale też efektywność podejmowanych decyzji. Analizy takiej można dokonać w formie znaków, przypisując znak „+” dodatnim przepływom pieniężnym, natomiast znak „-” ujemnym przepływom. Warto pamiętać, że przeprowadzenie analizy w takiej formie nie ujmuje kompleksowo wszystkich aspektów działalności jednostki. Ponadto nie pokazuje też wszystkich istotnych okoliczności i czynników mających wpływ na stan finansowy jednostki, ale pomimo wielu ograniczeń stanowi istotny element oceny sytuacji. Pozwala na szczegółowe spojrzenie na wpływy i wydatki w kategoriach płynności i wypłacalności (Śnieżek, Wiatr, 2014, s. 467–470). Pogłębionej analizy danego obszaru działalności, oprócz analizy znaków przepływów pieniężnych, można dokonać za pomocą wskaźników.

Oprócz wymienionych metod analizy sytuacji przedsiębiorstwa rachunek przepływów pieniężnych może być wykorzystywany do predykcji upadłości i stanowi sygnał do podjęcia

działań sanacyjnych. Modele predykcyjne są tworzone zazwyczaj na podstawie zaawansowanych analiz statystycznych, np. wielowymiarowych modeli dyskryminacyjnych¹, sieci neuronowych, analiz logitowych, systemów eksperckich.

2. Wolne przepływy pieniężne – znaczenie w ocenie przedsiębiorstw i prognozie upadłości

Rozpoczynając prowadzenie działalności gospodarczej albo podejmując decyzję o nowej inwestycji należy zastanowić się nad efektywnością, rentownością zwrotu zainwestowanych środków pieniężnych. Do oceny efektywności podjętych inwestycji służą metody wyceny oparte na przepływach pieniężnych. Jedną z podstawowych metod jest metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych – DCF (*Discounted Cash Flow*) – zakładająca ustalenie wartości przedsiębiorstwa w oparciu o dyskonto wolnych przepływów operacyjnych netto, które są rozumiane jako nadwyżka wpływów nad wydatkami pieniężnymi z prowadzonej działalności operacyjnej pomniejszonej o należny podatek (Cwynar, Cwynar, 2007, s. 21). Wyznaczając bieżącą wartość wycenianej jednostki gospodarczej należy uwzględnić jej wielkość, strukturę czasową wolnych przepływów pieniężnych wraz z oceną ryzyk, na jakie jest narażona i wartość rezydualną (końcową) uwzględnioną w ostatnim roku prognozy przepływów pieniężnych (Hołda, 2015, s. 148). Wypracowana nadwyżka wolnych środków pieniężnych może zostać przeznaczona na dywidendę dla kapitałodawców. Wystąpienie ujemnych przepływów może powodować zapotrzebowanie na środki pieniężne ze strony udziałowców. Szacowanie wolnych przepływów pieniężnych mających zastosowanie w ocenie przedsiębiorstw można dokonywać na dwa sposoby, jako:

- a) wolne przepływy dla właścicieli (FCFE – *Free Cash Flow to Equity*) – określone jako gotówka przynależna właścicielom po pokryciu kosztów operacyjnych i finansowych, spłat netto istniejącego długu oraz kosztów koniecznych reinwestycji (Domodaran, 2007, s. 230–231);
- b) wolne przepływy dla firm (FCFF – *Free Cash Flow to the Firm*) – określane jako przepływy przynależne wszystkim stronom pozostałe po skorygowaniu zysku o amortyzację, wydatki związane z nakładami niezbędnymi na odtworzenie majątku trwałego, podatku dochodowego i zmianami w poziomie kapitału obrotowego netto (Bielecki, Pawłowicz, 2015, s. 125).

Jednym z czynników kształtujących ocenę jednostki gospodarczej jest stopa wzrostu sprzedaży (przychody netto z działalności operacyjnej). Wraz ze wzrostem sprzedaży można zauważyć zwykle istotny rozwój przedsiębiorstwa i wzrost zapotrzebowania na kapitał obrotowy. Aby zapewnić rozwój, potrzebne są nakłady na inwestycje w aktywa trwałe.

¹ Szerzej na temat budowy i wykorzystania funkcji dyskryminacyjnej do badania kontynuacji działalności gospodarczej i predykcji bankructwa: Hołda (2001, 2006), Hołda, Pociecha (2004). Współautor artykułu jest autorem badań i twórcą modelu dyskryminacyjnego, za pomocą którego biegli rewidenci badają zdolność jednostki do kontynuowania prowadzonej działalności.

Inwestycje w krótkim okresie zmniejszają wolne przepływy pieniężne, ale są niezbędne do zapewnienia rozwoju w dłuższej perspektywie. Na wartość wolnych przepływów, oprócz wysokości sprzedaży i poczynionych inwestycji w kapitał obrotowy, ma również wpływ stopa podatkowa. Im wyższa sprzedaż, tym wyższe opodatkowanie i niższa stopa zwrotu (Śnieżek, Wiatr, 2014, s. 775–777).

Wyznaczone wolne przepływy pieniężne (FCFF) do oszacowania wartości przedsiębiorstwa wymagają zdyskontowania przy odpowiedniej stopie dyskontowej (np. średnim ważonym kosztem kapitału [WACC]). Wybierając metodę wyznaczania przepływów FCFF, należy zdyskontować je za pomocą odpowiedniej stopy dyskontowej – zwykle kosztu kapitału własnego. Konieczne jest również wyznaczenie wartości rezydualnej na koniec okresu prognozy i jej zdyskontowanie, podobnie jak wolnych przepływów pieniężnych odpowiednią stopą dyskontową (Bielecki, 2015, s. 125–127; Hołda, 2015, s. 148). W wielu sytuacjach o wartości przedsiębiorstwa decydują przyjęte założenia związane z funkcjonowaniem przedsiębiorstwa w przyszłości. Każda podjęta decyzja na poziomie operacyjnym, strategicznym lub finansowym pociąga za sobą konsekwencje dla dalszej działalności jednostki. Ważne na każdym etapie działalności przedsiębiorstwa jest więc analizowanie zdolności do generowania dodatnich przepływów pieniężnych i zwiększania jego wartości.

Metoda wyceny za pomocą zdyskontowanych przepływów pieniężnych nie jest pozbawiona wad, ale mimo tego w wielu przypadkach pozwala na ustalenie rzeczywistej wartości przedsiębiorstwa. Podstawą wyceny za pomocą metod dochodowych jest wartość sprzedaży, tj. przychodów netto z działalności operacyjnej. Analiza osiągniętych przepływów ze sprzedaży oraz wpływ inwestycji na aktywa trwałe i zmian w kapitale obrotowym netto (KON) w przeszłości ma znaczący wpływ na prognozę i kształtowanie się przyszłych wolnych przepływów pieniężnych, a w ostateczności na szereg wielkości, w tym wartość rezydualną. Niejednokrotnie jednostka gospodarcza posiada dodatnie przepływy pieniężne w całym okresie działalności i dopiero ich analiza na poziomie kierunku zmian może przynieść odpowiedź, w którą stronę zmiernają. Zmniejszająca się wartość wolnych przepływów pieniężnych może świadczyć o złej polityce finansowej prowadzonej przez zarząd przedsiębiorstwa, zmniejszającej się jego atrakcyjności dla potencjalnego inwestora i w konsekwencji utraty jego wartości rynkowej oraz potencjalnym ryzyku upadłości. Stałe monitorowanie wolnych przepływów pieniężnych i wartości mających na nie wpływ pozwoli na szybsze wprowadzenie działań sanacyjnych na poziomie operacyjnym i może skutkować zwiększeniem wartości przedsiębiorstwa.

3. Analiza wolnych przepływów pieniężnych dla wybranych przedsiębiorstw – analiza znakowa

Wartość analityczna pozyskanych danych ze sprawozdań finansowych dla oceny założenia kontynuacji działalności jest zależna od jakości i wiarygodności sporządzanych sprawozdań. Kierownictwo jednostki jest zobowiązane do przygotowania sprawozdania finansowego

z zachowaniem wszelkich standardów przy najwyższej staranności. Zachowanie powyższych standardów pozwoli na określenie zdolności do dalszej kontynuacji prowadzonej działalności na podstawie analizy znakowej².

Analizie poddano grupę 20 podmiotów z branży transportowej, budowlanej i usługowej. Należą one do grupy małych i średnich przedsiębiorstw z województwa małopolskiego i świętokrzyskiego (spółki z ograniczoną odpowiedzialnością). Wśród nich jest 10 spółek, wobec których już została ogłoszona przez sąd upadłość.

Dane finansowe pozyskane ze sprawozdań finansowych z lat 2005–2009: bilansu, rachunku zysków i strat oraz informacji dodatkowej zostały wprowadzone do modelu wyceny opartego na wolnych przepływach pieniężnych – DCF. Następnie wolne przepływy pieniężne zostały zestawione osobno dla spółek, wobec których została ogłoszona przez sąd upadłość oraz kontynuujących swoją działalność w kontekście zmian sprzedaży oraz zmian w kapitale obrotowym netto (KON).

W wyniku dokonanej analizy stwierdzono, że we wszystkich analizowanych podmiotach objętych badaniem zarówno sprzedaż, jak i wolne przepływy pieniężne uzyskiwały wartości dodatnie. Wartości ujemne przedstawiały jedynie zmiany w kapitale obrotowym netto. Ważną tendencję zmian można zauważyć dopiero przez porównanie, jak zmieniały się wartości rok do roku w przypadku sprzedaży i w odniesieniu do wolnych przepływów pieniężnych. Sytuacja ta dotyczy tak wzrostów, jak i spadków, jakie miały miejsce w porównaniu do roku poprzedniego. W przypadku większości podmiotów kierunki zmian zarówno spadków, jak i wzrostów były takie same. Wraz ze spadkiem wartości sprzedaży następował spadek wartości wolnych przepływów pieniężnych. Wzrostem sprzedaży towarzyszył wzrost wartości wolnych przepływów pieniężnych. W ośmiu na dziesięć jednostek na rok przed ogłoszeniem upadłości nastąpił zarazem spadek sprzedaży, jak i spadek wartości wolnych przepływów pieniężnych. Podobną tendencję spadkową zanotowały firmy kontynuujące działalność (7 na 10 przypadków). Przedsiębiorstwa zagrożone bankrutem już na dwa lata przed ogłoszeniem upadłości wykazywały zmniejszający się poziom sprzedaży. Wśród kontynuujących działalność tylko jedno przedsiębiorstwo zanotowało w kolejnych ostatnich dwóch latach analizy tendencję spadkową. Należy zaznaczyć, że był to okres po rozpoczęciu się kryzysu finansowego na rynkach międzynarodowych, który znalazł odzwierciedlenie także w polskich realiach. Tendencję tę widać w przypadku spółek, wobec których została ogłoszona przez sąd upadłość. Rok „wybuchu” kryzysu finansowego był zarazem pierwszym rokiem, w którym firmy zanotowały znaczny spadek sprzedaży. Kolejny rok to dalszy spadek sprzedaży, a w konsekwencji ogłoszenie upadłości w kolejnym roku.

Warto pamiętać, że spadek sprzedaży, który pociąga za sobą spadek wolnych przepływów pieniężnych, ma odzwierciedlenie w końcowej wartości przedsiębiorstwa oraz mniejsza jego atrakcyjność dla potencjalnych inwestorów, gdyż generuje mniejszy zwrot zainwestowanych środków lub nie daje w ogóle gwarancji zwrotu.

Biorąc pod uwagę zmiany w poziomie kapitału własnego i ich kierunek w stosunku do zmian zachodzących w wolnych przepływach pieniężnych można zauważyć, że w blisko

² Tematykę tę omawiają Hołda, Kutera, Surdykowska (2006); Kutera, Surdykowska (2009).

połowie przypadków zmiany te pokrywają się. Jeśli analizie podlega poziom sprzedaży, to można zaobserwować ujemne zmiany poziomu sprzedaży w kontekście wystąpienia zmian w poziomie kapitału obrotowego netto. Równocześnie można stwierdzić koherentny wpływ na kierunek zmian wolnych przepływów pieniężnych. Ponadto taki sam kierunek zmian daje adekwatną zmianę kierunku wolnych przepływów pieniężnych. W większości przypadków zmiany w kapitale obrotowym netto (KON) mają przeciwny kierunek zmian względem zmian w sprzedaży i nie mają wpływu na kierunek zmian wolnych przepływów pieniężnych (FCFF).

Tabela 1

Zestawienie zmian w wielkości sprzedaży, wielkości kapitału obrotowego netto jak i zmian w wolnych przepływach pieniężnych dla spółek, wobec których sąd ogłosił upadłość

	SPRZEDAŻ (*)				KON				FCFF			
	2006–2005	2007–2006	2008–2007	2009–2008	2006–2005	2007–2006	2008–2007	2009–2008	2006–2005	2007–2006	2008–2007	2009–2008
FMO sp. z o.o.	↑	↑	↓	↓	↓	↑	↑	↑	↑	↑	↓	↓
Cola Jędrzejów sp. z o.o.	↓	↑	↑	↑	↓	↑	↓	↑	↓	↑	↑	↑
Imper-Chem sp. z o.o.	↑	↑	↓	↑	↓	↑	↓	↑	↑	↑	↑	↑
Polkam sp. z o.o.	↓	↑	↓	↓	↑	↓	↑	↓	↓	↑	↓	↓
Wolfram sp. z o.o.	↑	↑	↓	↓	↑	↓	↑	↓	↑	↑	↑	↓
Galvan Polska sp. z o.o.	↑	↓	↓	↓	↓	↑	↓	↑	↓	↑	↓	↓
Zakład wyrobów Ogniotrwałych „Górbeł” sp. z o.o.	↓	↑	↑	↓	↓	↑	↓	↑	↓	↑	↑	↓
Private Member sp. z o.o.	↑	↑	↓	↓	↑	↓	↑	↑	↑	↓	↑	↓
PKS Zakopane sp. z o.o.	↑	↑	↓	↓	↓	↓	↑	↓	↓	↑	↓	↑
EKO-CENTRUM sp. z o.o.	↑	↑	↓	↓	↑	↓	↓	↑	↑	↑	↓	↑

(*) – przychody netto z działalności operacyjnej.

Źródło: opracowanie własne na podstawie modelu wyceny DCF.

Tabela 2

Zestawienie zmian w wielkości sprzedaży, wielkości kapitału obrotowego netto i zmian w wolnych przepływach pieniężnych dla spółek, które kontynuowały działalność w kolejnych latach

	SPRZEDAŻ (*)				KON				FCFF			
	2006-2005	2007-2006	2008-2007	2009-2008	2006-2005	2007-2006	2008-2007	2009-2008	2006-2005	2007-2006	2008-2007	2009-2008
MEGA-SORT sp. z o.o.	↑	↑	↑	↓	↓	↓	↑	↑	↑	↑	↑	↓
PROSPER sp. z o.o.	↑	↓	↑	↓	↓	↓	↑	↑	↓	↓	↑	↑
AZMOT sp. z o.o.	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↓	↑	↑	↑	↓	↑
Świętokrzyskie Centrum Ratow. Med. i Transportu Sanit. sp. z o.o.	↑	↑	↑	↑	↑	↓	↓	↑	↑	↑	↑	↑
MJR sp. z o.o.	↓	↓	↑	↓	↑	↑	↑	↓	↑	↑	↑	↓
SCOT sp. z o.o.	↑	↓	↑	↑	↓		↓	↑	↑	↓	↑	↑
Mosty Chrzanów sp. z o.o.	↓	↑	↑	↓	↑	↑	↓	↑	↓	↑	↑	↓
Euro-Mont sp. z o.o.	↑	↑	↑	↓	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↓
Mega-Trans sp. z o.o.	↓	↑	↓	↓	↓	↓	↑	↑	↓	↑	↓	↓
Zasada Trans Spedition sp. z o.o.	↑	↑	↑	↓	↑	↓	↑	↑	↑	↑	↑	↓

(*) – przychody netto z działalności operacyjnej.

Źródło: opracowanie własne na podstawie modelu DCF.

Warto pamiętać, że prowadzenie analiz w zakresie zmian kierunkowych danych pozycji zawartych w modelu opartym na wolnych przepływach pieniężnych stanowi kolejne narzędzie oceny sytuacji ekonomicznej jednostki gospodarczej. Poddanie obserwacji nie tylko w krótkim, ale też w długim okresie danych finansowych powinno pomóc w doborze kierunków dalszego rozwoju danego przedsiębiorstwa i ocenić wpływ podejmowanych decyzji na jego wartość rynkową. Ponadto analizując zmiany w poziomach sprzedaży i zmian w kapitale obrotowym netto można zauważyć ich oddziaływanie na poziom wolnych przepływów pieniężnych, które wpływają na wartość końcową przedsiębiorstwa.

Uwagi końcowe

Dostępność i wiarygodność danych finansowych daje możliwość przeprowadzania analiz i oceny rentowności działających jednostek gospodarczych. Niedocenionym narzędziem jest

rachunek przepływów pieniężnych, jak też i wolne przepływy pieniężne. Analiza wolnych przepływów pieniężnych może powodować wiele problemów, gdyż wymagana jest wiedza specjalistyczna z zakresu analizy fundamentalnej. Częściej spotyka się przeprowadzenie analiz przez badaczy na podstawie rachunku przepływów pieniężnych, jeżeli jest sporządzany przez jednostkę. Zgodnie z ustawą o rachunkowości nie każde przedsiębiorstwo jest zobligowane prawnie do jego sporządzenia. Ułatwieniem może być analiza na podstawie wolnych przepływów pieniężnych, gdyż większość danych potrzebnych do modelu wyceny „pochodzi” z bilansu, rachunku zysków i strat oraz informacji dodatkowej, do których sporządzania jest zobligowana każda jednostka prowadząca księgi rachunkowe.

Badanie wolnych przepływów pieniężnych za pomocą modelu wyceny dochodowej jednostek pozwala na ustalenie ważnego elementu obiektywnej wartości. Nie tylko składniki majątkowe stanowią o jego wartości, ale również zdolność do generowania w przyszłości wolnych przepływów pieniężnych. Niejednokrotnie jednostki posiadają produkty i specjalistyczną wiedzę, ale jednocześnie brak im możliwości wygenerowania dochodu dla potencjalnych inwestorów.

Literatura

- Bielecki, J.K., Pawłowicz, L. (red.) (2015). *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej*. Warszawa: CeDeWu.
- Cwynar, A., Cwynar, W. (2007). *Kreowanie wartości spółki poprzez długoterminowe decyzje finansowe*. Warszawa–Rzeszów: PAR – Wyższa Szkoła Informatyki i Zarządzania.
- Domodaran, A. (2007). *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*. Gliwice: Helion.
- Hołda, A. (2001). Prognozowanie bankructwa jednostki w warunkach gospodarki polskiej z wykorzystaniem funkcji dyskryminacyjnej ZH. *Rachunkowość*, 5, 306–310.
- Hołda, A. (2015). *Wartość godziwa według MSSF oraz ustawy o rachunkowości*. Warszawa: KIBR.
- Hołda, A. (2006). *Zasada kontynuacji działalności i prognozowanie upadłości w polskich realiach gospodarczych*. Kraków: Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Krakowie.
- Hołda, A., Kutera, M., Surdykowska, S. (2006). *Oszustwa księgowe. Teoria i praktyka*. Warszawa: Difin.
- Hołda, A., Pocięcha, J. (2004). *Rewizja finansowa*. Kraków: Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Krakowie.
- Kutera, M., Surdykowska, S. (2009). *Kryzysy gospodarcze a wiarygodność sprawozdań finansowych*. Warszawa: Difin.
- Śniezek, E., Wiatr, M. (2014). *Przepływy pieniężne*. Warszawa: Oficyna a Wolters Kluwer business.
- Wajszczuk, K. (2013). *Rachunek przepływów pieniężnych w teorii i praktyce*. Warszawa: Difin.
- Ustawa o rachunkowości z dnia 19 lipca 2016 roku. T.j. Dz.U. 2016, poz. 1047.
- Krajowy Standard Rachunkowości nr 1. Rachunek przepływów pieniężnych. Dz. Urz. Min. Fin. 2011, nr 6, poz. 26.

ANALYSIS OF FREE CASH FLOWS AS THE ELEMENT OF THE HAZARD ASSESSMENT OF THE BANKRUPTCY OF SMALL AND AVERAGE ENTERPRISES

Abstract: *Objective* – The purpose of this article is to present an assessment of net cash flows. In the context of today's applied methods and tools in financial analysis. In particular: indicator analysis, advanced statistical methods used to predict bankruptcies or valuation of an enterprise (especially using profitable valuation methods).

Methodology of the study – The methodology of the study was based on literary studies and free cash flow analysis for small and medium enterprises. Of which 10 continued to operate, and 10 were declared bankrupt by the Court.

Result – The study shows that changes in sales (net operating income) have a significant impact on the direction of changes in free cash flows. Similar dependencies are noticeable in relation to changes in the level of net working capital relative to changes in free cash flows, and consequently it is affected by min. On the valuation of the enterprise value.

Originality/value – Investing in the direction of changes in sales levels and net working capital can provide interesting and important implications for potential impacts on change directions. In free cash flow. Knowledge of the direction of changes in cash flows has a significant impact on the value of an enterprise and the assessment of bankruptcy risk.

Keywords: free cash flows, risk of bankruptcy

Cytowanie

Hołda, A., Konat-Staniek, M. (2017). Analiza wolnych przepływów pieniężnych jako element oceny zagrożenia upadłością małych i średnich przedsiębiorstw. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 4 (88/1), 271–282. DOI: 10.18276/frfu.2017.88/1-26.