

Ewa Walińska*

PRZEPLYWY FINANSOWE W UJĘCIU *EX ANTE*

Przepływy finansowe stanowią instrument zarządzania coraz częściej stosowany w polskiej praktyce gospodarczej. Co właściwie należy rozumieć pod pojęciem przepływy finansowe i jaka jest ich rola w praktyce?

W celu udzielenia odpowiedzi na te pytania należy wyraźnie odróżnić przepływy finansowe w ujęciu *ex post* (sprawozdanie z przepływów środków pieniężnych) i prognozowane przepływy finansowe (ujęcie *ex ante*). W zależności bowiem od ujęcia przepływy finansowe służą różnym celom i pełnią odmienne funkcje.

Rola sprawozdania z przepływów finansowych w sprawozdawczości zewnętrznej, jako trzeciego (obok bilansu i rachunku zysków oraz strat) sprawozdania finansowego, nie stanowi przedmiotu zainteresowania niniejszego artykułu.

Podkreślamy tylko, że w ujęciu *ex post* sprawozdanie z przepływów finansowych, określane często mianem sprawozdania ze zmian w pozycji finansowej, może przybierać postać sprawozdania z przepływów środków pieniężnych (*cash flow statement*) lub sprawozdania z przepływów funduszy (*funds flow statement*)¹. W pierwszym przypadku pokazuje ono, w jaki sposób została osiągnięta nadwyżka (niedobór) środków pieniężnych w danym okresie, czyli jego podstawowym celem jest wyjaśnienie zmian salda bilansowego środków pieniężnych. W drugim przypadku pokazuje ono zmiany w aktywach obrotowych netto², wskazując na źródła funduszy i ich wykorzystanie w ciągu roku.

* Dr, adiunkt w Katedrze Rachunkowości Uniwersytetu Łódzkiego.

¹ J. Tracy, *Sprawozdania finansowe firm*, PWN, Warszawa 1994.

² Jeśli fundusze są definiowane jako aktywa obrotowe pomniejszone o bieżące zobowiązania, czyli jako tzw. kapitał pracujący (*working capital*).

Polskie regulacje rachunkowości od 1 stycznia 1995 r. obligują określone podmioty do sporządzania sprawozdania z przepływów środków pieniężnych metodą pośrednią z podziałem na przepływy netto działalności operacyjnej, inwestycyjnej i finansowej.

W ujęciu *ex ante* natomiast zestawienie przepływów finansowych pokazuje zapotrzebowanie na środki finansowe w przyszłości oraz pozwala określić, czy generowane przez działalność podmiotu źródła finansowania będą w stanie pokryć to zapotrzebowanie. Dzięki tego typu informacjom możemy nie tylko określać przyszłą sytuację finansową podmiotu, ale skutecznie na nią oddziaływać.

Celem opracowania jest wskazanie podstawowych obszarów zastosowań informacji o **prognozowanych przepływach finansowych**. W dalszej jego części przepływy finansowe rozumiane są jako przepływy środków pieniężnych (gotówki i jej ekwiwalentów) w ciągu okresu. Przepływy finansowe dodatnie utożsamiane są z wpływami środków pieniężnych, ujemne z wydatkami. Przepływy finansowe netto w danym okresie to rezultat przepływów dodatnich i ujemnych, czyli wpływy netto lub wydatki netto.

Przepływy finansowe w ujęciu *ex ante* są wykorzystywane:

- dla potrzeb decyzji podejmowanych przez zewnętrznych użytkowników, głównie decyzji inwestycyjnych i kredytowych;
- dla potrzeb decyzji podejmowanych przez użytkowników wewnętrznych, decyzji podejmowanych w zarządzaniu.

Prognozowane przepływy finansowe dla użytkowników zewnętrznych są zestawiane w formie:

- rachunku przepływów finansowych dla potrzeb wyceny wartości przedsiębiorstwa;
- rachunku przepływów finansowych dla potrzeb decyzji kredytowych.

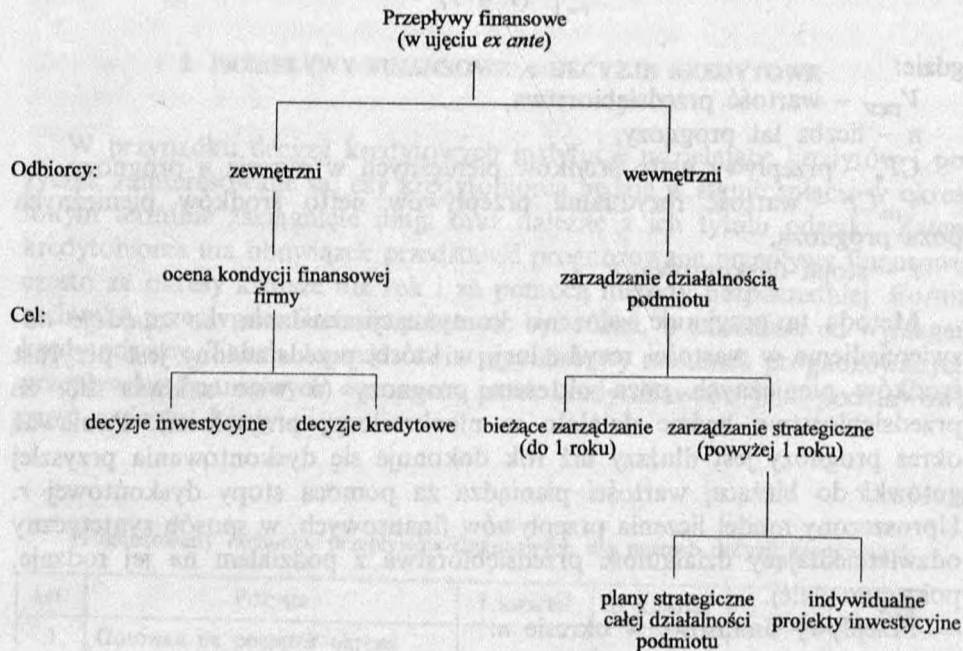
Prognozowany rachunek przepływów finansowych dla potrzeb zarządzania (często w formie jednej z części biznes planu firmy) jest wykorzystywany przez Zarząd do oceny:

- w krótkim okresie bieżącego zarządzania działalnością podmiotu;
- w długim okresie zarządzania strategicznego lub oceny projektów inwestycyjnych.

Schemat 1 przedstawia główne zastosowanie przepływów finansowych w ujęciu *ex ante*.

Schemat 1

Podstawowe obszary zastosowania prognozowanych przepływów finansowych



Źródło: Opracowanie własne.

1. PRZEPŁYWY FINANSOWE A WYCENA WARTOŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA

Jedną z powszechnie wykorzystywanych metod w wycenie wartości przedsiębiorstwa jest metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (*discounted cash flow* – DCF)³. W praktyce jest ona częściej stosowana niż metoda skapitalizowanych zysków, gdyż uważa się, że o wartości przedsiębiorstwa decyduje przede wszystkim jego zdolność do generowania nadwyżki środków pieniężnych, a nie tylko zdolność do generowania zysku. Do wyliczenia wartości przedsiębiorstwa tą metodą stosuje się właśnie przepływy pieniężne, uznając, że przedsiębiorstwo jest warte tyle, ile wynosi suma przyrostów środków pieniężnych (*free cash flow*) w całym okresie prognozy (przeważnie 5–7 lat) oraz wartości rezydualnej środków pieniężnych poza prognozą.

³ E. Brigham, *Fundamentals of Financial Management*, The Dryden Press, New York 1986.

Zatem wartość przedsiębiorstwa obliczona metodą DCF⁴ wynosi:

$$V_{\text{DCF}} = \sum_{i=1}^n \frac{CF}{(1+r)^i} + V_{\text{rez}} CF,$$

gdzie:

V_{DCF} – wartość przedsiębiorstwa,

n – liczba lat prognozy,

CF_n – przepływy netto środków pieniężnych w okresie n prognozy,

$V_{\text{rez}} CF$ – wartość rezydualna przepływów netto środków pieniężnych poza prognozą,

r – stopa dyskontowa.

Metoda ta przyjmuje założenie kontynuacji działania, co znajduje odzwierciedlenie w wartości rezydualnej, w której przedstawiony jest przyrost środków pieniężnych poza okresem prognozy (a więc zakłada się, że przedsiębiorstwo będzie działało w nieokreślonej przyszłości). Ponieważ okres prognozy jest dłuższy niż rok dokonuje się dyskontowania przyszłej gotówki do bieżącej wartości pieniądza za pomocą stopy dyskontowej r . Uproszczony model liczenia przepływów finansowych, w sposób syntetyczny odzwierciedlający działalność przedsiębiorstwa z podziałem na jej rodzaje, pokazano dalej.

Przepływy finansowe w okresie n :

	+ zysk netto (– strata netto)
działalność operacyjna	+ amortyzacja
	± zmiany w kapitale pracującym (aktywach obrotowych netto)
działalność inwestycyjna	– wydatki inwestycyjne + wpływy z tytułu inwestycji
działalność finansowa	– spłata długoterminowych pożyczek i kredytów
	przyrost (spadek) środków pieniężnych w okresie n prognozy, czyli przepływy finansowe netto w okresie n prognozy.

Model ten pokazuje (metodą pośrednią) źródła lub wykorzystanie środków pieniężnych z tytułu działalności opisanej w rachunku zysków i strat (zysk lub strata + amortyzacja), z tytułu zarządzania kapitałem pracującym oraz z tytułu działalności inwestycyjnej i finansowej przedsiębiorstwa. Jak widać,

⁴ M. Brealey, S. Myers, *Principle of Corporate Finance*, McGraw-Hill Book Company, 1988.

w metodzie DCF są oceniane bezpośrednio umiejętności zarządzania finansowego, a pośrednio – zarządzania zyskiem (zysk + amortyzacja).

2. PRZEPŁYWY FINANSOWE A DECYZJE KREDYTOWE

W przypadku decyzji kredytowych instytucje udzielające kredytów i pożyczek zainteresowane są, czy kredytobiorca będzie w stanie spłacić w określonym terminie zaciągnięte długi oraz należne z ich tytułu odsetki. Zatem kredytobiorca ma obowiązek przedstawić prognozowane przepływy finansowe, często za okresy krótsze niż rok i za pomocą metody bezpośredniej. Forma rachunku przepływów finansowych może być różna, w zależności od wymagań kredytodawcy. Tabela 1 przedstawia przykładowy rachunek prognozowanych przepływów finansowych wymagany przez kredytodawców jako podstawowa część wniosku kredytowego.

Tabela 1

Prognozowany rachunek przepływów finansowych dla potrzeb decyzji kredytowych

Lp.	Pozycja	I kwartał	II kwartał	Rok
1.	Gotówka na początek okresu				
2.	Sprzedaż gotówkowa				
3.	Spłata należności				
4.	Transza kredytu banku X				
5.	Inne źródła gotówki				
A	RAZEM GOTÓWKA (1–5)				
6.	Wydatki z tytułu kosztów operacyjnych				
7.	Spłata zobowiązań handlowych				
8.	Wydatki z tytułu odsetek i innych kosztów finansowych				
9.	Wydatki inwestycyjne				
10.	Wydatki z tytułu odpisów z zysku				
11.	Inne wydatki				
B	RAZEM WYDATKI (6–11)				
12.	Odsetki od kredytu udzielonego przez bank X				
13.	Spłata rat kredytu banku X				
14.	Gotówka na koniec okresu				

Źródło: Opracowanie własne.

W tym rachunku do wyliczenia przepływów pieniężnych została przyjęta metoda bezpośrednia, polegająca na wykazywaniu podstawowych grup wpływów i wydatków z działalności operacyjnej (wpływy ze sprzedaży gotówkowej, wpływy z tytułu ściągnięcia należności, wydatki z tytułu kosztów operacyjnych, spłata zobowiązań handlowych).

W każdym przypadku prognozowanego rachunku przepływów finansowych konieczne jest sporządzanie prognozy rachunku zysków i strat oraz prognozy wybranych elementów bilansu: pozycji kapitału pracującego, pozycji związanych z inwestycjami oraz zobowiązań długoterminowych. Podobnie jak w sprawozdaniu zewnętrznym, przepływy finansowe w ujęciu *ex ante* mają charakter wynikowy, czyli o ich przydatności decydują prognozy rachunku zysków i strat i innych pomocniczych zestawień finansowych.

3. PROGNOZOWANE PRZEPIŁYWY FINANSOWE W ZARZĄDZANIU

Umiejętne zarządzanie finansowe polega na wykorzystywaniu informacji o przepływach finansowych i uświadomieniu sobie ich znaczenia w podejmowaniu decyzji.

Z jednej strony rachunek przepływów finansowych pozwala określić zapotrzebowanie na kapitał i odpowiada na pytania: w jaki sposób go pozyskać, jaki sposób jest najbardziej opłacalny, czy istnieje możliwość pozyskania wewnętrznych źródeł finansowania, czy można jedynie uzyskać zewnętrzne finansowanie działalności podmiotu? Jednym z wewnętrznych źródeł finansowania działalności jest kapitał pracujący (należności i zobowiązania bieżące, zapasy). Z dokładnej analizy jego pozycji mogą wynikać konkretne zalecenia dotyczące podejmowania decyzji odnośnie do bieżącego zarządzania.

Z drugiej strony rachunek przepływów finansowych pozwala ocenić, na ile opłacalne są zewnętrzne źródła finansowania – kredyty, emisja obligacji, akcji itp. Ponadto informacje o prognozowanych przepływach finansowych pozwalają ocenić, w jaki sposób wykorzystać wolne środki finansowe (dokonać inwestycji, powiększyć zapasy, spłacić zobowiązania itp.).

Wykorzystanie rachunku przepływów finansowych do zarządzania to przed wszystkim prognozowanie wpływów i wydatków podmiotu jako całości. Można wskazać dwa podejścia do jego sporządzania:

A. Prognozowanie metodą bezpośrednią.

B. Prognozowanie metodą pośrednią.

Ad A. Prognozowanie rachunku przepływów finansowych metodą bezpośrednią obejmuje trzy etapy:

I. Prognoza rachunku zysków i strat (koszty, przychody).

II. Prognoza przepływów finansowych metodą bezpośrednią (na bazie danych historycznych, dotyczących działalności operacyjnej i pozostałej).

III. Prognoza bilansu metodą przyrostową (na bazie rachunku zysków i strat oraz prognozowanego rachunku przepływów finansowych).

Prognozowanie rachunku przepływów finansowych metodą bezpośrednią przedstawia schemat 2.

Ad B. Prognozowanie rachunku przepływów finansowych metodą pośrednią obejmuje również trzy etapy:

I. Prognoza rachunku zysków i strat.

II. Prognoza bilansu na bazie danych historycznych oraz założonych oczekiwanych wskaźników finansowych, planów inwestycyjnych informacji dotyczących działalności finansowej, danych z rachunku zysków i strat.

III. Prognoza przepływów finansowych metodą pośrednią (na bazie rachunku zysków i strat i bilansu *pro forma*).

Prognozowanie rachunku przepływów finansowych metodą pośrednią przedstawia schemat 3.

Sporządzanie prognozowanych przepływów finansowych uświadamia znaczenie zarządzania kapitałem pracującym. Rachunek przepływów finansowych zwłaszcza w formie przepływów funduszy (definiowanych jako kapitał pracujący) pokazuje zmiany w jego pozycjach, podkreślając rolę zarządzania kapitałem pracującym w działalności firmy. Sprawne zarządzanie kapitałem pracującym stało się obecnie ważniejsze niż kiedykolwiek przedtem, z jednej strony ze względu na wzrost konkurencji na rynku krajowym, wyjście na rynki zagraniczne, z drugiej – ze względu na wysoką stopę procentową. Wskutek tego zarząd zwraca szczególną uwagę na gospodarowanie bieżącymi aktywami i zobowiązaniami oraz udoskonala techniki stosowane w zarządzaniu nimi.

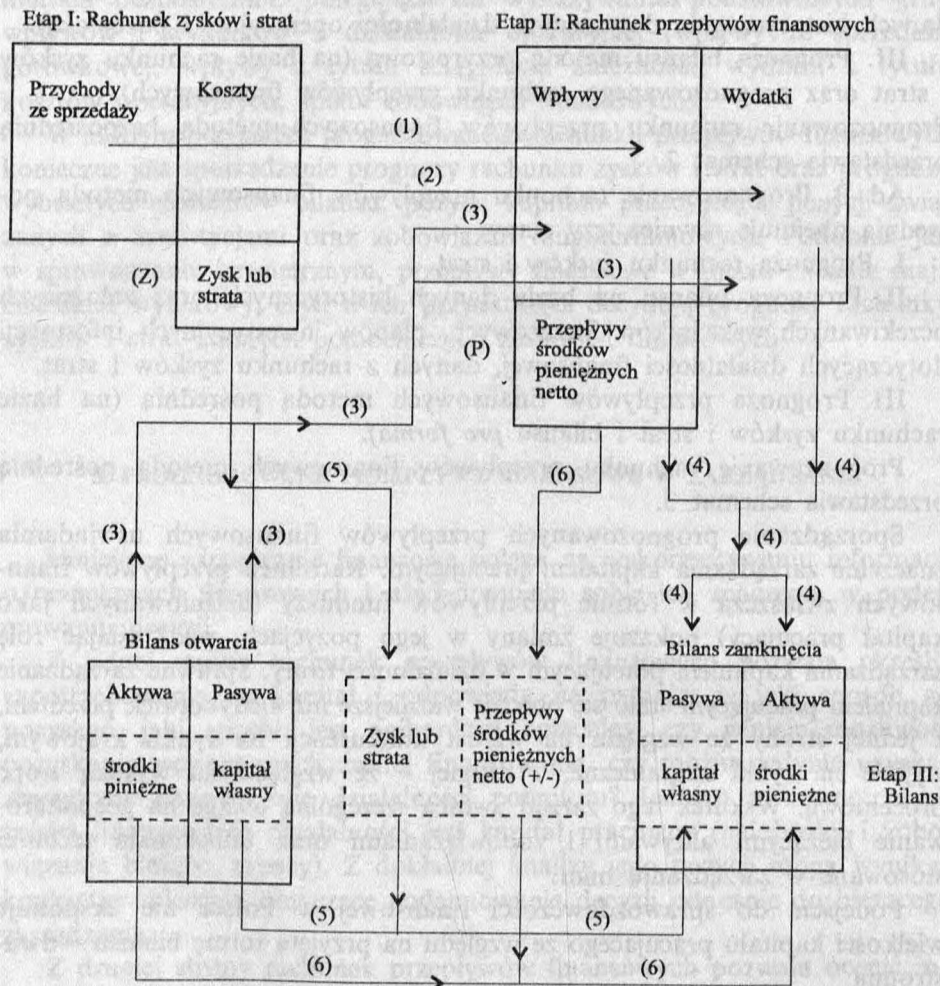
Podejście do sprawozdawczości finansowej w Polsce nie eksponuje wielkości kapitału pracującego ze względu na przyjętą formę bilansu – dwustronną.

Gdyby zastosować podejście własności (*equity*) do rachunkowości, bilans przedstawiałby się w sposób następujący:

1. Aktywa trwałe.
2. Aktywa bieżące.
3. Zobowiązania bieżące.
4. Aktywa bieżące netto (kapitał pracujący) (2–3).
5. Zobowiązania długoterminowe.
6. Aktywa netto XXX (4 + 1–5).
7. Kapitał własny XXX.

W tej formie bilansu eksponuje się kapitał pracujący jako szczególnie ważny element dla właściciela kapitału i zarządu. Czy jest tak istotnie?

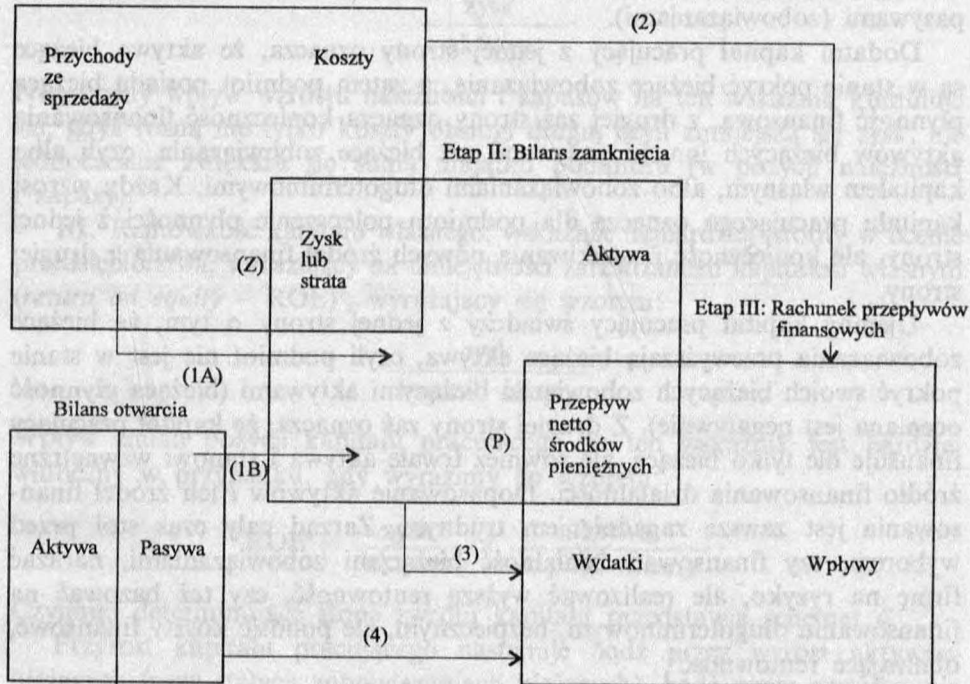
Prognozowanie rachunku przepływów finansowych metodą bezpośrednią



Objaśnienia: Wektor (1) – na bazie prognozowanych przychodów ze sprzedaży i wskaźników ściągальności należności prognozowane są wpływy ze sprzedaży operacyjnej; wpływy działalności inwestycyjnej i finansowej prognozowane są na bazie planów inwestycyjnych i danych dotyczących zaciągnięcia kredytów, pożyczek oraz emisji kapitału własnego; wektor (2) – na bazie prognozowanych kosztów operacyjnych oraz wskaźników spłaty zobowiązań, rotacji zapasów prognozowane są wydatki działalności operacyjnej; wydatki działalności inwestycyjnej i finansowej są prognozowane na podstawie planów inwestycyjnych i danych dotyczących spłat zadłużenia oraz odsetek; wektor (3) – na podstawie bilansu otwarcia prognozowane są wpływy i wydatki odpowiednio z tytułu spłaty należności przez kontrahentów i spłaty zobowiązań bieżących podmiotu; wektor (4) – na podstawie poszczególnych pozycji w rachunku przepływów finansowych oraz bilansu otwarcia ustalane są pozycje w bilansie zamknięcia (z wyjątkiem środków pieniężnych i kapitału własnego); wektor (5) – wynik prognozowanego rachunku zysków, strat (Z); wektor (6) – przepływy środków pieniężnych netto (+/-).

Prognozowanie rachunku przepływów finansowych metodą pośrednią

Etap I: Rachunek zysków i strat



Objaśnienia: Wektor (1A), (1B) – na podstawie prognozowanych przychodów i kosztów, danych z bilansu otwarcia, założonych wskaźników finansowych oraz danych z planów inwestycyjnych oraz informacji o działalności finansowej (zaciągnięcie, spłata kredytów, pożyczek itp.) prognozowane są pozycje bilansu zamknięcia; suma bilansowa ustalana jest w pasywach dzięki wynikowi netto okresu (Z); wektor (2) – dane z rachunku zysków i strat są bazą do prognozowania rachunku przepływów finansowych (metodą pośrednią), rozpoczynającego się od pozycji wynik netto okresu; wektor (3), (4) – wyniki netto okresu, po korekcie o amortyzację, są korygowane o zmiany stanu pozycji bilansowanych.

Źródło: Opracowanie własne.

stanowi przyrost (spadek) kapitału własnego w ciągu okresu; dodany do kapitału własnego z bilansu otwarcia daje kapitał własny w bilansie zamknięcia; wektor (6) – wynik prognozowanego rachunku przepływów finansowych (P) stanowi przyrost (spadek) środków pieniężnych w ciągu okresu, dodany do środków pieniężnych z bilansu otwarcia daje stan środków pieniężnych w bilansie zamknięcia.

Źródło: Opracowanie własne.

Co naprawdę oznacza kapitał pracujący? Jaka jest jego rola w finansowaniu działalności podmiotu, miejsce w rachunku przepływów finansowych?

Kapitał pracujący to różnica między bieżącymi aktywami i bieżącymi pasywami (zobowiązaniami).

Dodatni kapitał pracujący z jednej strony oznacza, że aktywa bieżące są w stanie pokryć bieżące zobowiązania, a zatem podmiot posiada bieżącą płynność finansową, z drugiej zaś strony oznacza konieczność finansowania aktywów bieżących innymi pasywami niż bieżące zobowiązania, czyli albo kapitałem własnym, albo zobowiązaniami długoterminowymi. Każdy wzrost kapitału pracującego oznacza dla podmiotu polepszenie płynności z jednej strony, ale konieczność poszukiwania nowych źródeł finansowania z drugiej strony.

Ujemny kapitał pracujący świadczy z jednej strony o tym, że bieżące zobowiązania przewyższają bieżące aktywa, czyli podmiot nie jest w stanie pokryć swoich bieżących zobowiązań bieżącymi aktywami (bieżąca płynność oceniana jest negatywnie). Z drugiej strony zaś oznacza, że kapitał pracujący finansuje nie tylko bieżące, ale również trwałe aktywa i stanowi wewnętrzne źródło finansowania działalności. Dopasowanie aktywów i ich źródeł finansowania jest zawsze zagadnieniem trudnym. Zarząd cały czas stoi przed wyborem, czy finansować działalność bieżącymi zobowiązaniami, narażać firmę na ryzyko, ale realizować wyższą rentowność, czy też bazować na finansowaniu długoterminowym, bezpiecznym, ale ponosić koszty finansowe, obniżające rentowność⁵.

Należy pamiętać, że zmiany w kapitale pracującym mają wpływ nie tylko na płynność przedsiębiorstw, ale pośrednio na wszystkie inne czynniki determinujące ostateczną rentowność jego działalności. Rozważmy wpływ zmian w kapitale pracującym (wzrost należności i zapasów) na trzy poziomy rentowności⁶:

I. Rentowność sprzedaży, wyrażającą się wzorem:

$$\frac{\text{zysk}}{\text{sprzedaż}}$$

Wzrost należności i zapasów oznacza konieczność finansowania działalności w danym okresie obcym kapitałem, gdyż nie wpłynęły do podmiotu należne środki pieniężne (wzrost należności) lub zostały one „zamrożone” w zapasach (wzrost zapasów). Z tego tytułu podmiot ponosi koszty finansowe, które wpływają na zysk, powodując jego zmniejszenie. Przy określonym poziomie sprzedaży, zmiany te spowodują zmniejszenie rentowności sprzedaży.

⁵ V. Jog, C. Suszyński, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, CIM, Warszawa 1993.

⁶ A. Jaruga i in., *Rachunkowość dla menedżerów*, RaFiB 1995.

II. Rentowność aktywów (stopa zwrotu na aktywach – *return on assets* – ROA), wyrażającą się wzorem:

$$\frac{\text{zysk}}{\text{aktywa}}$$

Negatywny wpływ wzrostu należności i zapasów na ten wskaźnik kumuluje się, gdyż rosną nie tylko koszty obsługi długu, czyli zmniejsza się zysk, ale jednocześnie zwiększa się suma majątku podmiotu (w pozycji należności i zapasy).

III. Rentowność kapitału własnego, wskaźnik najbardziej istotny w ocenie przedsiębiorstwa, wskazujący na umiejętności zarządzaniem kapitałem własnym (*return on equity* – ROE)⁷, wyrażający się wzorem:

$$\frac{\text{zysk}}{\text{kapitał własny}}$$

Wpływ zmian pozycji kapitału pracującego na ten wskaźnik jest bardziej widoczny w przypadku, gdy wyrazimy go wzorem:

$$\text{ROE} = \frac{\text{zysk}}{\text{aktywa}} \times \frac{\text{aktywa}}{\text{kapitał własny}}$$

Czynniki determinujące stopę zwrotu kapitału przedstawia schemat 4.

Przyrost kapitału pracującego następuje bądź przez wzrost aktywów bieżących (przy stałych zobowiązaniach bieżących), bądź przez zmniejszenie bieżących zobowiązań (przy stałych aktywach bieżących). Jakie będzie to miało konsekwencje dla rentowności kapitału własnego?

Pierwszy przypadek oznacza wzrost aktywów, pogorszenie wskaźnika obrotowości aktywów, a w następstwie rentowności aktywów i ostatecznie zmniejszenie rentowności kapitału własnego.

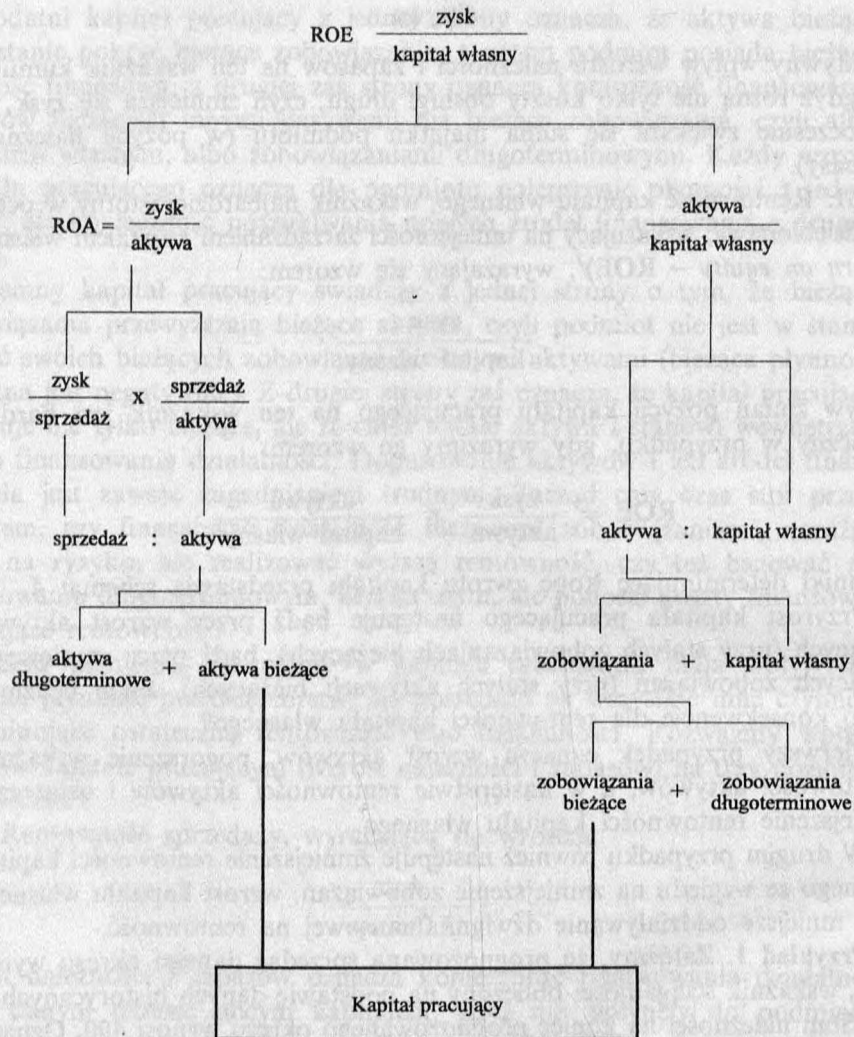
W drugim przypadku również następuje zmniejszenie rentowności kapitału własnego ze względu na zmniejszenie zobowiązań, wzrost kapitału własnego, czyli mniejsze oddziaływanie dźwigni finansowej na rentowność.

Przykład 1. Załóżmy, że prognozowana sprzedaż danego okresu wynosi 1600, wskaźnik ściągłości obliczony na podstawie danych historycznych 40 dni. Stan należności na koniec prognozowanego okresu wynosi 400. Oznacza to, że w wyniku małej skuteczności ściągania należności należy poszukiwać dodatkowych źródeł ich finansowania w ciągu prognozowanego okresu na kwotę 400. Gdyby należności ściągane były w terminie o połowę krótszym, zapotrzebowanie na dodatkowe źródła finansowania zmniejszyłoby się o połowę (20 dni), co „zwolniłoby” środki pieniężne w prognozowanym okresie na kwotę 200.

⁷ E. Brigham, *Fundamentals of Financial Management*, The Dryden Press, New York 1986.

Schemat 4

Rentowność kapitału własnego



Źródło: Opracowanie własne na podstawie E. Brigham, *Financial Management*, The Dryden Press, New York 1986.

W tym przykładzie w rachunku przepływów finansowych w przepływach finansowych ujemnych pojawiłaby się kwota 400, która oznacza zapotrzebowanie na środki pieniężne finansujące wzrost należności. Z rachunku

przepływów finansowych wynikają więc konkretne dyrektywy dla osób odpowiedzialnych za ściąganie należności. Jeśli nie ulegnie poprawie skuteczność ściągania należności, nastąpi wzrost zadłużenia, kosztów finansowych (związanych z obsługą zadłużenia), a w rezultacie zmniejszenie rentowności działalności w prognozowanym okresie.

Podobnie z zapasami. Nadmierny zapas naraża podmiot na zmniejszenie rentowności przez konieczność finansowania zapasów, ponoszenie kosztów jego składowania itp.

Pokażmy zastosowanie przepływów finansowych w zarządzaniu operacyjnym, a więc w głównej mierze krótkookresowym (1 rok) zarządzaniu zyskiem operacyjnym. Narzędziem zarządzania operacyjnego jest rachunek kosztów i rachunkowość zarządcza bazująca na rachunku kosztów zmiennych. Dla celów kontroli kosztów wyodrębnia się w podmiocie gospodarczym centra kosztów (zysków). Centra kosztów (zysków) nie są odpowiedzialne za przepływy pieniężne. Odpowiadają one za poziom kosztów (przychodów) – czynników determinujących zysk operacyjny, stanowiący jednakże podstawowe źródło środków pieniężnych. Zarządzanie środkami pieniężnymi na poziomie działalności operacyjnej, a więc określenie przyszłych wpływów i wydatków poszczególnych centrów kosztów (zysków) pozwala odpowiedzieć na pytania: czy działalność operacyjna przyniesie nadwyżkę finansową, w ten sposób finansując inne rodzaje działalności, czy będzie wymagała dodatkowych źródeł finansowania w danym okresie; jak duże będzie to zapotrzebowanie?

Przykład 2. Przyjmijmy, że w przedsiębiorstwie funkcjonuje wieloblokowy rachunek kosztów zmiennych. Wyodrębniono w nim centra zysków, w których wynik ustalany jest na bazie rachunku kosztów zmiennych, a więc podstawowym kryterium oceny efektywności działania centrów jest marża brutto, marża na pokrycie kosztów stałych⁸.

Załóżmy, że oceniane są dwa podmioty (centra kosztów) C1 i C2 z punktu widzenia rentowności. Niech stopa marży brutto podmiotu C1 wynosi 50%, a C2–30%. W podmiocie C1 jest prowadzona inwestycja, która jeszcze nie znajduje odwzorowania w jego kosztach, a zapotrzebowanie na środki pieniężne tego podmiotu jest 3 krotnie wyższe niż podmiotu C2. Prowadzone inwestycje w podmiocie C1 powodują konieczność zaciągnięcia kredytu, poniesienia kosztów i wydatków z tytułu odsetek od kredytu, czyli mają wpływ na obniżenie rentowności całej działalności przedsiębiorstwa oraz pogorszenie jego sytuacji finansowej.

Równoległe prowadzona kontrola wpływów i wydatków dla każdego centrum pozwalałaby określić nadwyżkę bądź niedobór środków pieniężnych dla poszczególnych centrów. Powinny one być oceniane nie tylko z punktu

⁸ A. Jaruga i in., *op. cit.*

widzenia kryterium rentowności (marży brutto), ale również pod kątem wpływu ich działalności na sytuację finansową całego przedsiębiorstwa. Ocena podmiotów jest zatem złożona i nie może być dokonywana na bazie tylko i wyłącznie kryterium rentowności. Pomocniczym elementem jest właśnie aspekt finansowy (gotówkowy).

4. PRZEPLYWY FINANSOWE A DECYZJE INWESTYCYJNE

W decyzjach inwestycyjnych (rozumianych w szerokim aspekcie jako decyzje dotyczące inwestycji rzeczowych i kapitałowych), w przeważającej większości zaliczanych do decyzji długiego okresu, rachunek prognozowanych przepływów finansowych pełni podstawową rolę. Pierwszym bowiem działaniem przy decyzjach długookresowych jest wyrażenie korzyści z tytułu inwestycji w kategoriach pieniężnych, a więc w kategoriach wpływów i wydatków!

Porównanie wydatku na dzień podejmowania decyzji z przyszłymi wpływami z tytułu inwestycji staje się podstawowym kryterium decyzyjnym w ocenie projektów inwestycyjnych. Z uwagi na utratę wartości pieniądza w czasie dokonuje się ponadto dyskontowania przyszłych wpływów, czyli przelicza się przyszłe wpływy pieniężne na wartość bieżącą pieniądza (tzn. wartość w momencie podejmowania decyzji). Zastosowanie techniki dyskontowania jest uzasadnione tylko wtedy, gdy korzyści z tytułu inwestycji wyrażone są w postaci przepływu pieniężnego, a nie memoriałowego (czyli zysku), gdyż to właśnie pieniądź w miarę upływu czasu traci na wartości.

Dotychczas przedstawiono tylko podstawowe zastosowanie rachunku prognozowanego przepływów finansowych w praktyce gospodarczej. Uświadomienie sobie konieczności zarządzania strumieniem pieniężnym (obok zarządzania zyskiem) jest gwarantem powodzenia działalności gospodarczej.

Doświadczenia wielu lat polskiej gospodarki są świadectwem braku tej świadomości.

W obecnej chwili przekonywanie o konieczności stosowania rachunku przepływów finansowych w praktyce wydaje się być zbędne. Można dyskutować jedynie, jaka metoda sporządzania, jaka forma w ujęciu *ex ante* jest najbardziej przydatna. Tu jednak problem wyboru jest indywidualną sprawą każdego podmiotu i zależy od bardzo wielu czynników. Ponieważ prognozowane przepływy finansowe odnoszą się do przyszłości, to zawsze towarzyszy im ryzyko. Nie chodzi zatem o to, aby dokładnie, co do tzw. „przysłowiowej złotówki” zaplanować przepływy środków pieniężnych. Nie jest to możliwe. Prognozowane przepływy finansowe mają wskazać przyszłe zagrożenia dla sytuacji finansowej, ostrzec i pozwolić na podjęcie odpowiednich

kroków w odpowiednim momencie, wyznaczyć trendy przyszłej sytuacji finansowej. Powinny być sporządzone, tak jak każdy inny plan, przy różnych założeniach, w kilku wersjach. Z tego też względu ich szczegółowość nie musi być tak duża, jak w sprawozdaniu ze środków pieniężnych, wymaganym przez ustawę o rachunkowości. Takie podejście jest wręcz niewskazane, gdyż nie ma możliwości zaplanowania zdarzeń ze szczegółowością podaną w ustawie. Sporządzający prognozowane przepływy finansowe powinien mieć na względzie istotność, zgodnie z zasadą „lepiej mieć w przybliżeniu rację, niż się dokładnie pomylić”⁹.

Ewa Walińska

CASH AND FUND FLOWS (CONCEPTION *EX ANTE*)

Cash and fund flows are the subject of additional financial statement (cash flow statements or funds flow statement) and then they reflect past events. On the other hand they are material element of financial management and in this role they refer to future financial position of enterprise.

The role of fund and cash flows has increased lately in Poland which is the consequence of changing economic environment of Polish business entities. Flows are used not only in the process of assessment of enterprise financial position by external users but also in the decision process making by internal users-managers.

In the first case cash and fund flows are widely used by banks and other creditors to assess financial liquidity and solvency of enterprises, by investors – to measure value of enterprise and to assess present and future financial position of the entity.

In the other case cash and fund flows are the element of efficient business management and day-to-day decision making.

The article presents the most significant applications of cash and fund flows in the decision making referring to the future.

⁹ V. Jog, C. Suszyński, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, CIM, Warszawa 1993.