

ALDONA UZIĘBŁO

Ocena gospodarki finansowej przedsiębiorstwa ze szczególnym uwzględnieniem zdolności do spłaty zobowiązań krótkoterminowych. Studium przypadku: Grupa Kapitałowa Alma Market S.A. oraz Spółka Alma Market S.A. w latach 2011–2015

Wstęp

Analiza finansowa w odniesieniu do sprawozdań finansowych obejmuje obliczanie wskaźników, konstruowanych na podstawie danych sprawozdawczych, a następnie na porównywaniu ich wielkości w czasie z wielkościami wzorcowymi lub między różnymi jednostkami gospodarczymi. Ma to umożliwić ocenę gospodarki finansowej przedsiębiorstwa, zwykle w podziale na cztery kluczowe obszary: rentowność (zdolność do generowania zysków), płynność (zdolność do spłaty zobowiązań krótkoterminowych), wypłacalność (możliwość spłaty zobowiązań długoterminowych) oraz produktywność (efektywność wykorzystania majątku). Choć wszystkie grupy są istotne i nie można przeprowadzić oceny, pomijając analizę jakiegokolwiek obszaru, w krótkim okresie kluczowa jest rola płynności finansowej, która jest bardziej istotna od wyników jednostki. W krótkim czasie płynność decyduje bowiem o trwaniu firmy na rynku¹.

„W gospodarce rynkowej, w której nieustannie wzrasta konkurencja, zachowanie płynności finansowej ma ogromne znaczenie dla zapewnienia kontynuacji działalności”; badanie i ocena płynności finansowej należą do kluczowych działań zarządzających przedsiębiorstwem².

Artykuł poświęcono problematyce płynności; postawiono tezę o nieadekwatności stosowanych obecnie norm statycznych mierników płynności, co może prowadzić do niewłaściwej interpretacji otrzymywanych wyników. Zastosowano

¹ M. Sierpińska, D. Wędzki, *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, Warszawa 1997, s. 7.

² S. Kowalska, *Znaczenie płynności finansowej w zarządzaniu przedsiębiorstwem w sytuacjach kryzysowych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” nr 757 *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2013, nr 58, s. 223, red. D. Zarzecki, Szczecin 2013.

następujące metody i narzędzia badawcze: analizę i krytykę literatury przedmiotu oraz analizę dokumentów przedsiębiorstwa Alma, obejmujących sprawozdania finansowe skonsolidowane i jednostkowe z lat 2010–2015, sprawozdania z działalności oraz raporty biegłych rewidentów z tych okresów.

W części badawczej wykorzystano analizę opisową do scharakteryzowania obszaru badawczego, analizę wskaźnikową do zbadania płynności finansowej oraz metody graficzne (tabele, wykresy) do prezentacji wyników badań. Analiza obejmuje 5 lat – od 31 grudnia 2011 r. do 31 grudnia 2015 r.

Podmiotem analizy jest Grupa Kapitałowa Alma Market S.A. oraz Spółka Alma Market S.A. (30-964 Kraków, ul. Pilotów 6). Alma Market S.A. jest spółką dominującą Grupy Kapitałowej Alma Market S.A., notowaną (od 28 lipca 1994 r.) na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

Spółka Alma Market S.A. powstała w Krakowie w 1991 roku; jej głównym przedmiotem działalności jest handel artykułami branży FMCG (Fast Moving Consumer Goods), poprzez sieć delikatesów Alma. Obecnie sieć delikatesów liczy 45 placówek w dużych miastach Polski³. Alma Market S.A. jest jednostką sprawującą kontrolę w Grupie, która składa się (na dzień 31 grudnia 2015 r.) z następujących jednostek zależnych⁴:

dominujący segment działalności – handel detaliczny i hurtowy: Krakchemia S.A. (46,50% akcji), Krakowski Kredens Tradycja Galicyjska Spółka Akcyjna (100%), Paradise Group Sp. z o.o. (100% udziałów),

dominujący segment działalności – wynajem nieruchomości: Alma Development Sp. z o.o. (100% udziałów), AM1 Sp. z o.o. (100%), AM2 Sp. z o.o. (100%), Kraków 1 – AM1 Sp. z o.o. Spółka komandytowa (100%), Tarnów – AM1 Sp. z o.o. Spółka komandytowa (100%), Kraków2 – AM1 Sp. z o.o. Spółka komandytowa (100%).

Wszystkie jednostki zależne są objęte konsolidacją pełną w skonsolidowanym sprawozdaniu finansowym za rok 2015.

Płynność finansowa i jej statyczne mierniki

Strategicznym celem przedsiębiorstw w gospodarce rynkowej jest pomnażanie bogactwa ich właścicieli. Spośród licznych celów formułowanych przez menedżerów przedsiębiorstw przedmiotem ich nieustannej troski, zwłaszcza w krótkim okresie, powinno być jednak utrzymanie bieżącej płynności finansowej, gdyż czynnik ten decyduje o przetrwaniu firmy na rynku.

³ www.almamarket.pl/dla-inwestora/spolka.

⁴ Opracowanie własne na podstawie *Sprawozdania z działalności Grupy Kapitałowej Alma Market S.A. za 2015 rok*.

Utrata płynności prowadzi do pogorszenia reputacji i relacji z kontrahentami, co wpływa nieuchronnie na obniżenie efektywności działalności gospodarczej, zmniejszenie zysku, a ostatecznie – na spadek wartości rynkowej przedsiębiorstwa i zagrożenie bankrutem. Utrzymanie płynności finansowej jest więc istotnym warunkiem realizacji celów przedsiębiorstwa. Oznacza to, że zarządzanie finansami firmy powinno zmierzać w kierunku maksymalizacji nadwyżki środków pieniężnych i kształtowania strumieni ich przepływów tak, aby eliminować ryzyko niewypłacalności.

Płynność finansowa ma więc kluczowe znaczenie dla efektywnego działania przedsiębiorstwa w także długim okresie. Sprawia to, że menedżerowie szczególną uwagę koncentrują na zarządzaniu płynnością finansową przedsiębiorstw.

Choć definicje płynności w literaturze są zróżnicowane, można wyodrębnić w nich pewną część wspólną. I tak dla W. Gabrusewicza płynność jest pojęciem wieloznacznym, które rozpatrywane w aspekcie majątkowym oznacza zdolność składników majątkowych przedsiębiorstwa do zamiany w prosty sposób na gotówkę⁵. Rozumiana jest także jako zdolność, z jaką przedsiębiorstwo reguluje zobowiązania bieżące i konieczne wydatki⁶, „zdolność do terminowej spłaty bieżących zobowiązań finansowych”⁷ czy „zdolność zamiany aktywów na środki pieniężne w najkrótszym terminie bez utraty ich wartości”⁸. Płynność określa się również jako zdolność firmy do terminowego uregulowania zobowiązań krótkoterminowych⁹, zdolność podmiotu gospodarczego do terminowego regulowania bieżących (krótkoterminowych, płatnych w ciągu 12 miesięcy) zobowiązań finansowych¹⁰. Przytoczone definicje wskazują na kluczowe elementy płynności: terminową spłatę zobowiązań oraz ich krótki okres (do roku). „Zachowanie płynności finansowej oznacza, że przedsiębiorstwo dysponuje wystarczającymi zasobami finansowymi (gotówką i wierzytelnościami) oraz środkami obrotowymi, które można zamienić na gotówkę, żeby w każdej chwili, gdyby to było konieczne, uregulować swoje bieżące zobowiązania”¹¹.

Płynność finansową można rozpatrywać w ujęciu statycznym (wykorzystując dane bilansowe) oraz w ujęciu dynamicznym (w oparciu o rachunek przepływów pieniężnych). W pracy przedstawiono wskaźniki statyczne oraz wstępną analizę przepływów.

⁵ W. Gabrusewicz, *Podstawy analizy finansowej*, Warszawa 2005, s. 256.

⁶ *Płynność finansowa polskich przedsiębiorstw w okresie transformacji gospodarki: aspekty makroekonomiczne i mikroekonomiczne*, red. U. Wojciechowska, Warszawa 2001, s. 14.

⁷ *Analiza sprawozdawczości finansowej przedsiębiorstwa*, red. W. Skoczylas, Warszawa 2009, s. 225

⁸ T. Cicirko, *Podstawy zarządzania płynnością finansową przedsiębiorstwa*, Warszawa 2010, s. 11.

⁹ J. Głuchowski, *Leksykon finansów*, Warszawa 2001, s. 213.

¹⁰ www.msp.gov.pl/.

¹¹ *Ibidem*.

Analiza wskaźnikowa została oparta na trzech wskaźnikach płynności (Tabela 1).

Tabela 1. Charakterystyka statycznych wskaźników płynności

Wskaźnik	Wzór	Norma
Bieżącej płynności finansowej	$\frac{\text{Aktywa obrotowe}}{\text{Zobowiązania krótkoterminowe}}$	O dobrej płynności finansowej świadczy poziom wyższy od 1. Wskaźnik jest optymalny, gdy mieści się w przedziale od 1,5 do 2. W literaturze przedmiotu pojawiają się też inne granice dla tej zmiennej.
Szybkiej płynności	$\frac{\text{Aktywa obrotowe} - \text{zapasy}}{\text{Zobowiązania krótkoterminowe}}$	Wartość wskaźnika powinna mieścić się w przedziale od 1,0 do 1,2. Niemniej jednak zmienna na poziomie jedności jest bardzo satysfakcjonująca, gdyż potwierdza możliwość pokrycia przez przedsiębiorstwo wymagalnych zobowiązań.
Środków pieniężnych	$\frac{\text{Środki pieniężne i ich ekwiwalenty}}{\text{Zobowiązania krótkoterminowe}}$	Wartość tego wskaźnika powinna być w zasadzie nie mniejsza niż 0,2. Tak naprawdę jednak trudno określić wzorcową wartość; spotykane są nawet poglądy, że powinien on oscylować w granicach 0,1 czy 0,2.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: B. Kotowska, A. Uziębło, O. Wyszowska-Kaniewska, *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*, Warszawa 2013, s. 60–61.

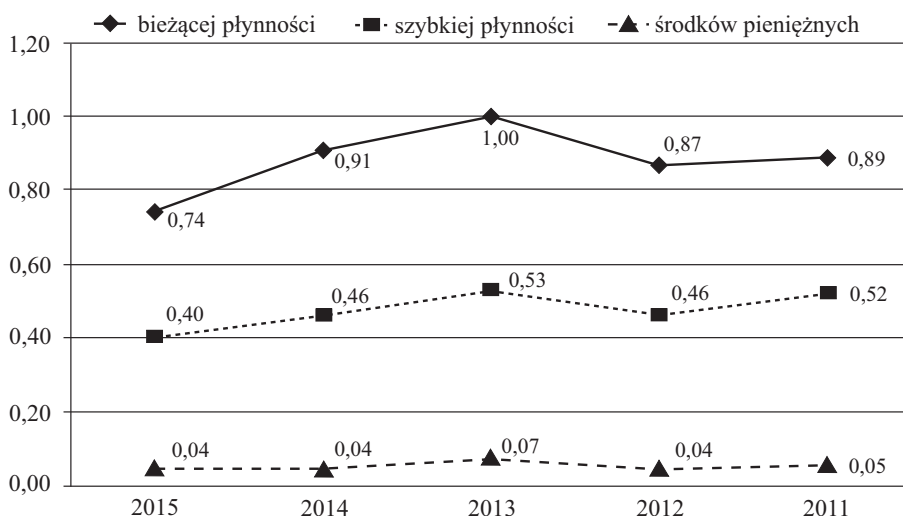
W tabeli 1 przedstawiono najczęściej stosowane nazwy wskaźników i normy ich dotyczące; w zależności od autora mogą się one różnić, jednak podane przedziały powszechnie przyjmuje się jako prawidłowe. Należy podkreślić, że zarówno wyniki niższe, jak i wyższe od podanych wskazują na problemy przedsiębiorstwa: zagrożenie lub brak płynności (poniżej normy), nieefektywne wykorzystanie zasobów („marnowanie” majątku) – powyżej normy. Brak płynności jest zagrożeniem dla wierzycieli, natomiast nadpłynność to utrata potencjalnych korzyści dla właścicieli przedsiębiorstwa.

Analiza płynności finansowej Alma Market S.A. – sprawozdanie skonsolidowane

Wskaźnik bieżącej płynności finansowej informuje, ile razy aktywa obrotowe pokrywają zobowiązania krótkoterminowe. Jest podstawowym miernikiem oceny

zdolności przedsiębiorstwa do spłacenia wszystkich zobowiązań bieżących przez upłynienie posiadanych zasobów majątku obrotowego.

W analizowanym okresie wskaźnik bieżącej płynności (wykres 1) kształtował się między 0,74 a 1,00 co oznacza, że aktywa obrotowe nie pokrywały w wystarczającym stopniu zobowiązań krótkoterminowych; taki poziom traktowany jest jako brak płynności finansowej zgodnie z normą (powyżej 1, optymalnie między 1,5 a 2, patrz tabela 1). Inaczej można stwierdzić, że płynne składniki majątku pokrywały 74% (w najłabszym roku 2015) zobowiązań krótkoterminowych. Grupa kapitałowa zatem nie była w stanie terminowo regulować swoich bieżących zobowiązań bez naruszania aktywów trwałych – w razie konieczności zapłaty Grupa mogła być zmuszona do wyprzedaży majątku.



Wykres 1. Wskaźniki płynności Alma Market S.A. – skonsolidowane

Źródło: Opracowanie własne na podstawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych Alma Market S.A.

Problemy z płynnością potwierdza wskaźnik szybkiej płynności (między 0,40 a 0,53, wykres 1, tabela 1). Wskaźnik ten informuje o możliwości spłaty krótkoterminowych zobowiązań przedsiębiorstwa aktywami obrotowymi o dużym stopniu płynności, czyli po wyłączeniu zapasów. Grupa kapitałowa Alma Market S.A., bez wyprzedaży zapasów, jest w stanie spłacić między 40% a 53% zobowiązań krótkoterminowych (prawidłowa wartość: około 100%). Spełnienie normy pozwoliłoby na regulację zobowiązań bez naruszania zapasów, co umożliwiłoby kontynuację normalnej działalności i prowadzi do odnowienia należności lub środków pieniężnych (w wyniku sprzedaży zapasów). Ponieważ jednak już wskaźnik bieżący jest zbyt niski, nie ma możliwości spełnienia tego warunku. Niewielka różnica pomiędzy wskaźnikiem bieżącym i szybkim wskazuje na udział zapasów

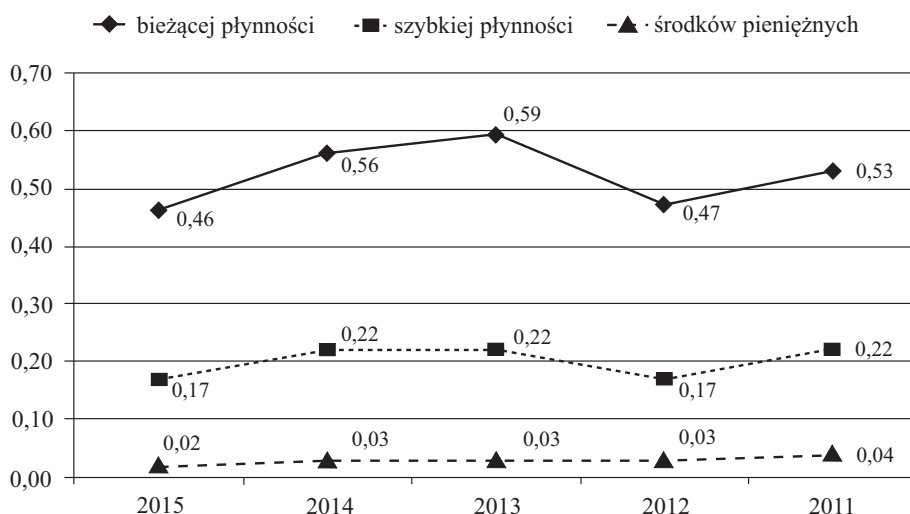
w majątku Grupy; nie są one nadmierne i nie stanowią przyczyny braku płynności finansowej.

Wskaźnik środków pieniężnych jest relacją najbardziej płynnych środków obrotowych, czyli środków pieniężnych i ich ekwiwalentów, do zobowiązań krótkoterminowych; informuje, jaką kwotę zobowiązań wymagalnych może pokryć przedsiębiorstwo z bezpośrednio dostępnych środków płatniczych. Na tle wcześniejszych wyników wskaźnik środków pieniężnych informuje, że w razie konieczności, „natychmiast” Grupa jest w stanie uregulować między 4% a 7% analizowanych zobowiązań. Także ten wskaźnik jest zbyt niski (norma około 20%). Różnice między wskaźnikami szybkiej płynności i środków pieniężnych informują o udziale należności w majątku Grupy i pozwalają wstępnie stwierdzić, że nie ma ona problemów ze ściągalnością należności, a trudności wynikają z nieproporcjonalnie wysokich zobowiązań krótkoterminowych.

Wszystkie analizowane wskaźniki są zatem poniżej norm, a w 2015 najniższe w badanym okresie, co sugeruje utrzymujące się i pogłębiające problemy z płynnością, mogące doprowadzić do utraty zdolności do kontynuowania działalności.

Analiza płynności finansowej Alma Market S.A. – sprawozdanie jednostkowe

Przedsiębiorstwo Alma Market S.A. w zakresie płynności finansowej osiągało wyniki gorsze (wykres 2) od Grupy Kapitałowej Alma Market S.A. (wykres 1).



Wykres 2. Wskaźniki płynności Alma Market S.A. – jednostkowe

Źródło: Opracowanie własne na podstawie jednostkowych sprawozdań finansowych Alma Market S.A.

Wskaźnik bieżącej płynności w przedziale 0,46–0,59 nie pozwala na pokrycie zobowiązań krótkoterminowych nawet w przypadku całkowitej wyprzedaży aktywów obrotowych – oznacza to, że zobowiązania krótkoterminowe finansują część aktywów trwałych. Jest to ryzykowna strategia finansowania z punktu widzenia bezpieczeństwa wierzycieli, prawdopodobnie korzystna zaś dla właścicieli (wzrost rentowności kapitału własnego związany ze spadkiem średniego ważonego kapitału¹² – zobowiązania krótkoterminowe są zwykle tańsze od innych finansowania ze względu na udział zwykle darmowego kapitału z zobowiązań wobec dostawców).

Bardzo niska wartość wskaźnika szybkiej płynności (0,17–0,22, wykres 2) przy niskim poziomie bieżącej płynności informuje o braku wpływu poziomu zapasów na problemy z płynnością Spółki; tak jak w całej grupie kapitałowej, nie występuje zamrożenie środków pieniężnych w zapasach, jednak poziom tego wskaźnika (0,17–0,22) potwierdza, że Spółka ma poważne problemy z płynnością finansową.

Wskaźnik środków pieniężnych, choć jest bardzo niski (0,02–0,04, wykres 2), nie pozwala na ocenę płynności, a jedynie wskazuje na zdolność (a raczej jej brak) do szybkiego spłacania zobowiązań. W analizowanym okresie Spółka była zatem w stanie spłacić natychmiast między 2 a 4% swoich zobowiązań krótkoterminowych (normy patrz tabela 1). Z uwagi na niewielką różnicę między wskaźnikiem szybkim a środków pieniężnych można stwierdzić, że Spółka nie ma problemów ze ściągalnością należności.

Za problemy z płynnością odpowiada zatem prawdopodobnie struktura finansowania Spółki i Grupy, oparta w zbyt wysokiej mierze na zobowiązaniach krótkoterminowych.

Wszystkie analizowane wskaźniki są malejące i poniżej norm, podobnie jak dla całej grupy kapitałowej, co sugeruje problemy z płynnością, mogące doprowadzić do utraty zdolności do kontynuowania działalności. Grupa i Spółka dominująca funkcjonują jednak w ten sposób od lat, zatem pojawia się pytanie o adekwatność stosowanych obecnie norm statycznych mierników płynności i prawidłowość interpretacji otrzymywanych wyników.

¹² Średni ważony koszt kapitału WACC – *Weighted Average Cost of Capital* (WACC), przeciętny koszt kapitału wykorzystywanego przez jednostkę, uwzględniający strukturę i koszt każdego składnika kapitału (mierzony średnią ważoną kosztów poszczególnych składników w kapitale całkowitym). Aby obliczyć WACC, należy więc ustalić koszt składników kapitału jednostki; *Finanse firmy. Jak zarządzać kapitałem*, red. W. Szczęsny, Warszawa 2007, s. 166. WACC nie odzwierciedla rzeczywistych, poniesionych w przeszłości kosztów kapitału będącego w momencie dokonywania obliczeń w dyspozycji przedsiębiorstwa. Wskaźnik wyraża koszt, jaki należałoby ponieść, gdyby posiadany kapitał – o danej wielkości i strukturze – był pozyskiwany w warunkach panujących na rynku w momencie dokonywania obliczeń; J. Czekał, Z. Dresler, *Podstawy zarządzania finansami firm*, Warszawa 1997, s. 96.

Analiza płynności finansowej Alma Market S.A. – raport z badania sprawozdań

Zarówno Grupa Kapitałowa, jak i spółka Alma Market S.A. podlegają badaniu sprawozdań finansowych, a w skład raportu biegłego rewidenta wchodzi m.in. analiza wybranych wskaźników (tabele 2 i 3).

Prezentowane wyniki różnią się od przedstawionych na wykresach 1 i 2. Jest to spowodowane zastosowaniem odmiennych wzorów¹³:

- wskaźnik płynności pierwszego stopnia został obliczony jako stosunek aktywów bieżących do zobowiązań krótkoterminowych, natomiast wskaźnik płynności bieżącej uwzględniał w liczniku aktywa obrotowe;
- wskaźnik drugiego stopnia również obejmował w liczniku aktywa bieżące (pomniejszone o zapasy); wskaźnik szybkiej płynności pomniejszał o zapasy aktywa obrotowe.

Aktywa obrotowe to część majątku przedsiębiorstwa, która uczestniczy w cyklicznie powtarzających się operacjach gospodarczych o okresach nieprzekraczających jednego roku; wyjątkiem są należności od dostawców – ujmowane w aktywach obrotowych niezależnie od terminu płatności¹⁴. Pozycja ta występuje w bilansie. Z kolei aktywa bieżące nie wynikają bezpośrednio ze sprawozdania finansowego; są to pozycje aktywów, które przedsiębiorstwo planuje zamienić na gotówkę w ciągu roku¹⁵ od dnia bilansowego, czyli aktywa obrotowe pomniejszone o należności z tytułu dostaw i usług powyżej 12 miesięcy, oraz zapasy będące w przedsiębiorstwie powyżej 12 miesięcy i powiększone o krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe¹⁶.

Różnica między aktywami obrotowymi i bieżącymi występuje zwykle w większych przedsiębiorstwach (grupach kapitałowych).

Pasywa bieżące (zobowiązania bieżące) to te zobowiązania, które przedsiębiorstwo planuje uregulować w ciągu roku od dnia bilansowego¹⁷, czyli zobowiązania krótkoterminowe pomniejszone o zobowiązania z tytułu dostaw i usług powyżej 12 miesięcy oraz powiększone o rezerwy krótkoterminowe i krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe.

Modyfikacja wzorów uwzględniająca bieżące wartości bilansowe zamiast kwot ujętych w sprawozdaniu zmienia wyniki; w przypadku analizowanych jednostek – na ich korzyść.

¹³ Nie należy utożsamiać nazwy wzoru z zastosowaniem w nim aktywów obrotowych bądź bieżących czy też zobowiązań krótkoterminowych lub bieżących

¹⁴ B. Kotowska, J. Sitko, A. Uziębło, *Finanse przedsiębiorstw. Przykłady, zadania i rozwiązania*, Warszawa 2013, s. 25

¹⁵ A. Wawryszuk-Miształ, *Strategie zarządzania kapitałem obrotowym netto w przedsiębiorstwach. Studium empiryczno-praktyczne*, Lublin 2007, s. 41.

¹⁶ B. Kotowska, J. Sitko, A. Uziębło, *Finanse przedsiębiorstw...*, s. 26

¹⁷ A. Wawryszuk-Miształ, *Strategie zarządzania kapitałem obrotowym netto...*, s. 41.

Tabela 2. Wskaźniki płynności Alma Market S.A. – raport z badania skonsolidowanego

Sprawozdanie roczne	Wskaźnik		
	I stopnia	II stopnia	środków pieniężnych
2015	1,14	0,62	brak
2014	1,22	0,62	
2013	1,34	0,71	
2012	1,31	0,70	
2011	1,10	0,65	

Źródło: Raporty biegłego rewidenta uzupełniające opinię z badania skonsolidowanego sprawozdania finansowego za lata obrotowe 2011–2015.

Wskaźniki płynności I stopnia wskazują na problemy Grupy z regulacją zobowiązań, co potwierdzają wskaźniki II stopnia. W 2015 r. można stwierdzić, że aktywa bieżące w 114% pokrywały zobowiązania bieżące, a po pomniejszeniu o zapasy wystarczały na spłatę zaledwie 62% tych zobowiązań. Ocena płynności np. w raporcie za 2012 r. została ograniczona do stwierdzenia: „Wskaźniki płynności wskazują, że zobowiązania krótkoterminowe znajdują pokrycie w aktywach bieżących (wskaźnik I stopnia >1. (...) sytuacja ekonomiczno-finansowa jest bezpieczna i naszym zdaniem nie stwarza zagrożeń do kontynuowania działalności w dającej się przewidzieć przyszłości”¹⁸. Podobne sformułowania ujęto w kolejnych raportach, w tym za rok 2015, gdzie jednak dodano: „podjęte przez Zarząd działania oraz prognozy wynikające ze sprawozdania Zarządu (...) spowodują, że (...) „płynność finansowa powinna stać się bardziej stabilna począwszy od pierwszego kwartału 2016 r.”¹⁹.

Podobnie jak w przypadku analizy sprawozdania jednostkowego (wykres 2), także wskaźniki płynności ujęte w raporcie z badania jednostkowego są jednoznacznie gorsze od osiągniętych w ramach całej Grupy kapitałowej. Można stwierdzić jednoznacznie, że niezależnie od modyfikacji stosowanych wzorów nie posiada ona płynności finansowej.

¹⁸ Raport uzupełniający opinię z badania skonsolidowanego sprawozdania finansowego za rok obrotowy od 1.01.2012 do 31.12.2012.

¹⁹ Raport uzupełniający opinię z badania skonsolidowanego sprawozdania finansowego za rok obrotowy od 1.01.2015 do 31.12.2015.

Tabela 3. Wskaźniki płynności Alma Market S.A. – raport z badania jednostkowego

Sprawozdanie roczne	Wskaźnik		
	I stopnia	II stopnia	środków pieniężnych
2015	0,63	0,23	brak
2014	0,74	0,28	
2013	0,79	0,29	
2012	0,68	0,25	
2011	0,66	0,28	

Źródło: Raporty biegłego rewidenta uzupełniające opinię z badania sprawozdania finansowego za lata obrotowe 2011–2015.

„Wskaźniki płynności wskazują, że zobowiązania krótkoterminowe nie znajdują pokrycia w aktywach bieżących (wskaźnik I stopnia <1). Pomimo to (...) sytuacja ekonomiczno-finansowa jest bezpieczna i naszym zdaniem nie stwarza zagrożeń do kontynuowania działalności w dającej się przewidzieć przyszłości”²⁰. Podobne stwierdzenie ujęto w raporcie z 2015 r., zatem biegli po weryfikacji przedsiębiorstw ocenili, że pomimo braku płynności Spółki będą w stanie prowadzić dalszą działalność.

Różnice w prezentowanych wynikach (wykres 1 i 2 oraz tabele 2 i 3) są spowodowane przyjęciem odmiennych wzorów. Jest to dopuszczalne, gdyż nie ma regulacji odnośnie do wzorów stosowanych do analizy płynności.

Biegli rewidenci badający Spółkę i Grupę Kapitałową przyjęli za zobowiązania krótkoterminowe wyłącznie zobowiązania handlowe oraz pozostałe zobowiązania (czyli wyłączono z zobowiązań krótkoterminowych pozycje: zobowiązania z tytułu bieżącego podatku dochodowego, kredyty i pożyczki, pozostałe zobowiązania finansowe w wartości godziwej rozliczane przez wynik finansowy). Chociaż większość teoretyków analizy uwzględniła w zobowiązaniach tzw. zobowiązania bieżące, których termin płatności przypada na kolejne 12 miesięcy, to z uwagi na fakt, że:

²⁰ Raport uzupełniający opinię z badania sprawozdania finansowego za rok obrotowy od 1.01.2012 do 31.12.2012.

- pozycja kredyty i pożyczki jest kwotowo istotna, a Spółka/Grupa musi regulować krótkoterminowo także zobowiązania wobec banków,
- bez tych wyłączeń Spółka/Grupa nie spełnia żadnych norm płynności, należy przyjąć za bardziej realne wyniki analizy z tabel 2 i 3 oraz postawione na ich podstawie wnioski.

W celu pogłębienia analizy płynności i uzupełnienia wniosków oceniono przepływy pieniężne (punkt 2) oraz zbadano cykle konwersji gotówki (punkt 3).

Analiza wstępna przepływów pieniężnych

Wstępna analiza przepływów pieniężnych polega na ocenie przewagi wpływów (+) lub wydatków (-) na poszczególnych działalnościach przedsiębiorstwa. Suma tych pozycji daje zmianę netto stanu środków pieniężnych. Co do zasady, pozytywnie oceniane są sprawozdania, w których działalność operacyjna i zmiana netto mają saldo dodatnie. Trzy działalności przedsiębiorstwa, których wpływy i wydatki są analizowane, to²¹:

- działalność operacyjna – podstawowy rodzaj działalności jednostki oraz wszystkie pozostałe wpływy i wydatki, nie zaliczone do działalności inwestycyjnej lub finansowej;
- działalność inwestycyjna (lokacyjna) – jej przedmiotem jest m.in. nabywanie lub zbywanie rzeczowych aktywów trwałych, wartości niematerialnych i prawnych, długoterminowych inwestycji oraz krótkoterminowych aktywów finansowych (z wyjątkiem środków pieniężnych i ich ekwiwalentów) oraz wszystkie związane z tym pieniężne koszty i korzyści (z wyjątkiem dotyczących podatku dochodowego);
- działalność finansowa – jej przedmiotem jest pozyskiwanie innych, niż działalność operacyjna, źródeł finansowania (np. zwiększenia kapitału własnego, kredyty), lub ich spłata oraz związane z tym pieniężne koszty i korzyści (w tym prowizje, odsetki i dywidendy), z wyjątkiem dotyczących podatku dochodowego.

W tabelach 4 i 5 przedstawiono salda przepływów na poszczególnych rodzajach działalności Grupy Kapitałowej i spółki dominującej. Plus oznacza przewagę wpływów, minus – przewagę wydatków, a zamiana stanu środków pieniężnych różnicę między ich stanem na koniec i początek roku (minus określa spadek środków, plus ich wzrost w stosunku do początku okresu).

²¹ Uchwała nr 5/11 Komitetu Standardów Rachunkowości z dnia 10.05.2011 r. w sprawie przyjęcia poprawionego krajowego standardu rachunkowości nr 1 *Rachunek przepływów pieniężnych*, Dz.Urz.Min.Fin. z 2011 r. Nr 6, poz. 26.

Tabela 4. Charakterystyka przepływów pieniężnych Alma Market S.A. – skonsolidowane

Rok	Przepływy z działalności			Wariant przepływów	Zmiana netto stanu środków pieniężnych
	operacyjnej	inwestycyjnej	finansowej		
2015	+	-	-	2	-
2014	+	-	-	2	-
2013	+	-	-	2	+
2012	-	+	-	7	-
2011	+	+	-	3	+

Źródło: Opracowanie własne na podstawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych Alma Market S.A.

Tabela 5. Charakterystyka przepływów pieniężnych Alma Market S.A. – jednostkowe

Rok	Przepływy z działalności			Wariant przepływów	Zmiana netto stanu środków pieniężnych
	operacyjnej	inwestycyjnej	finansowej		
2015	+	+	-	3	-
2014	+	-	-	2	-
2013	+	-	-	2	-
2012	+	+	-	3	-
2011	+	+	-	3	-

Źródło: Opracowanie własne na podstawie jednostkowych sprawozdań finansowych Alma Market S.A.

Warianty przepływów zostały przedstawione w tabeli 6, a następnie dokonano ich charakterystyki. Ujemne saldo przyływów z działalności operacyjnej, zwłaszcza w połączeniu z ujemnymi pozostałymi przepływami oraz spadkiem stanu netto środków pieniężnych, jest szczególnie niepokojące.

Tabela 6. Charakterystyka przepływów pieniężnych

Warianty	Przepływy pieniężne netto z działalności		
	operacyjnej	inwestycyjnej	finansowej
2	+	-	-
3	+	+	-
7	-	+	-

Źródło: *Analiza finansowa w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, red. L. Bednarski, T. Waśniewski, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1996, t. 2, s. 236.

Wariant 2 teoretycznie jest charakterystyczny dla dojrzałych firm, o wysokiej rentowności; wygospodarowana w działalności operacyjnej nadwyżka środków pieniężnych jest wystarczająco duża, aby pokryć nowe wydatki na inwestycje i jednocześnie spłacić zobowiązania wobec właścicieli i wierzycieli²². W analizowanych sprawozdaniach taki układ występuje pięciokrotnie, nie można jednak ocenić go jednoznacznie pozytywnie – zmiana netto stanu środków pieniężnych w prawie każdym przypadku (wyjątek: rok 2013, sprawozdanie skonsolidowane) jest ujemna, co oznacza, że ujemne przepływy pieniężne przewyższają dopływ środków z działalności operacyjnej. Jest to sygnał trudności finansowych.

Wariant 3 oznacza dopływ środków pieniężnych z działalności operacyjnej i inwestycyjnej, odpływ w działalności finansowej, co najczęściej świadczy o zachodzących w jednostce procesach restrukturyzacyjnych. Nadwyżka z działalności inwestycyjnej spowodowana jest przeważnie wyprzedaniem zbędnych składników majątkowych, a nadwyżka wydatków w działalności finansowej służy obsłudze lub zwrotowi obcych środków finansowych, co wskazuje na trudności w regulowaniu zobowiązań z wpływów osiągniętych z działalności operacyjnej²³. W analizowanych sprawozdaniach ten układ występuje łącznie cztery razy (raz w sprawozdaniu skonsolidowanym i 3-krotnie w jednostkowym). Związany jest zwykle z negatywnym spadkiem stanu środków pieniężnych. Wskazuje to na głębokie problemy, zwłaszcza w spółce dominującej.

Wariant 7 wystąpił raz; zarówno działalność operacyjna, jak i finansowa wykazują nadwyżkę wydatków nad wpływami; wpływów dostarcza jedynie działalność inwestycyjna. Sytuacja taka wskazuje na ogół na poważne trudności finansowe jednostki. Straty powstałe w działalności operacyjnej oraz wydatki na spłatę zaciągniętych kredytów i pożyczek jednostka usiłuje pokryć wpływami ze sprzedaży składników majątku trwałego. W takim przypadku trudno uznać kłopoty finansowe jednostki za przejściowe²⁴.

Jeśli strumienie ze wszystkich rodzajów działalności będą ujemne przez dłuższy okres czasu, to prawdopodobieństwo bankructwa jednostki jest wysokie.

Na ryzyko związane z niekorzystnymi przepływami pieniężnymi wskazuje sama Spółka: „Ryzyko związane z uzyskiwanymi przez Grupę Kapitałową wynikami finansowymi oraz z możliwością finansowania dalszego rozwoju. W przypadku, gdy Grupa Kapitałowa nie będzie w stanie uzyskać dodatnich przepływów pieniężnych z prowadzonej obecnie działalności, realizacja strategii rozwoju poszczególnych spółek Grupy Kapitałowej może być utrudniona. W takim przypadku w celu realizacji założonej strategii, Grupa Kapitałowa może

²² *Analiza finansowa w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, red. L. Bednarski, T. Waśniewski, op. cit., s. 235–236.

²³ *Ibidem*.

²⁴ *Ibidem*.

być zmuszona pozyskiwać w większym stopniu niż zakładano finansowanie w drodze m.in. zwiększenia zadłużenia, co także może być wówczas utrudnione²⁵.

Aby określić zweryfikować stan płynności badanych jednostek, jej analizę pogłębiono o ocenę cyklu konwersji gotówki (kapitału obrotowego netto).

Analiza cyklu konwersji gotówki

Cykl konwersji gotówki (kapitału obrotowego netto) to okres upływający od momentu wydatkowania środków pieniężnych na zakup czynników produkcji, do momentu uzyskania przychodów pieniężnych ze sprzedaży wyrobów (usług) wyprodukowanych dzięki zastosowaniu tych czynników; inaczej jest to cykl zapasów powiększony o cykl należności i pomniejszony o cykl zobowiązań krótkoterminowych²⁶.

Cykl konwersji gotówki uznawany jest za bardzo dobrą miarę oceny efektywności zarządzania kapitałem obrotowym netto i jego wpływu na płynność finansową przedsiębiorstwa. Jego długość determinuje zapotrzebowanie na kapitał obrotowy, zbyt długi (rosnący) cykl wskazuje zatem na problemy z zachowaniem płynności. Na pozytywną ocenę zasługuje malejący, krótki cykl konwersji gotówki, oraz w pewnych warunkach cykl ujemny.

Ujemny kapitał obrotowy (aktywa obrotowe – zobowiązania krótkoterminowe) oznacza, że zobowiązania krótkoterminowe w pełni finansują cykl operacyjny w przedsiębiorstwie (zapasy i należności krótkoterminowe), a ich nadwyżka finansuje aktywa trwałe. Wskazuje to na wzrost ryzyka prowadzenia działalności i oznacza agresywną strategię finansowania – niedostateczna płynność stanowi zagrożenie dla wierzycieli związane z wysokim ryzykiem nieotrzymania w terminie należnych środków.

Wskaźniki produktywności (efektywności, aktywności, sprawności działania) służą ocenie efektywności gospodarowania zasobami majątkowymi przedsiębiorstwa, umożliwiają one także analizę cyklu konwersji gotówki. W tabeli 7 przedstawiono wybrane wzory, za kryterium wyboru przyjmując ich związek z płynnością finansową przedsiębiorstwa.

Tabela 7. Charakterystyka wybranych wskaźników produktywności

Wskaźnik	Wzór	Prawidłowa tendencja
Rotacji należności w dniach (cykl należności)	$\frac{\text{Średni stan należności} \times 365}{\text{Przychody netto ze sprzedaży}}$	malejąca

²⁵ Sprawozdanie z działalności grupy kapitałowej Alma Market S.A. za 2015 r.

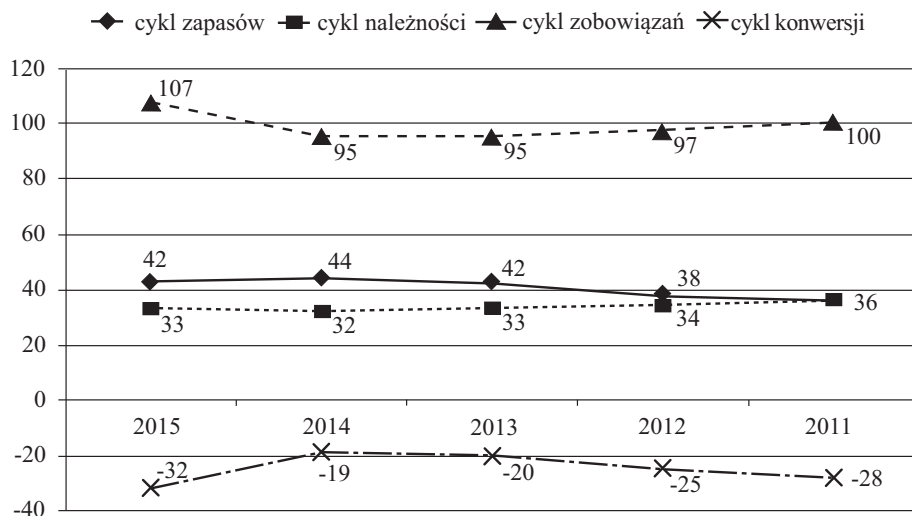
²⁶ B. Kotowska, J. Sitko, A. Uziębło, *Finanse przedsiębiorstw...*, s. 26.

Rotacji zobowiązań krótkoterminowych w dniach (cykl zobowiązań krótkoterminowych)	$\frac{\text{Średni stan zobowiązań krótkoterminowych} \times 365 \text{ dni}}{\text{Koszt sprzedanych towarów i materiałów}}$	rosnąca, jako wynik negocjacji terminów płatności
Rotacji zapasów w dniach (cykl zapasów)	$\frac{\text{Średni stan zapasów} \times 365 \text{ dni}}{\text{Koszt sprzedanych towarów i materiałów}}$	malejąca

* W celu zachowania porównywalności uwzględniono wartości średnie

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: B. Kotowska, A. Uziębło, O. Wyszowska-Kaniewska, *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*, op. cit., s. 116–118.

Z uwagi na fakt, że porównania obejmują dane bilansowe (na dzień, moment bilansowy – zapasy, należności, zobowiązania krótkoterminowe) i wynikające z rachunku zysków i strat (za okres roczny - przychody netto, koszty sprzedanych materiałów i towarów), dane bilansowe zostały uśrednione. W tym celu wykorzystano sprawozdania finansowe z 2010 r. Wykresy 3 i 4 przedstawiają wyniki poszczególnych cykli w ramach grupy kapitałowej i spółki dominującej.



Wykres 3. Cykl konwersji gotówki Alma Market S.A. – skonsolidowane

Źródło: Opracowanie własne na podstawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych Alma Market S.A.

Ujemny cykl konwersji gotówki powstaje, gdy spółka zamawiając zapasy jest w stanie sprzedać je oraz otrzymać należność szybciej, niż wynosi czas zapłaty

zobowiązania za te zapasy. W takim przypadku nie ma zapotrzebowania na dodatkowy kapitał obrotowy, następuje wykorzystanie zobowiązań wobec dostawców do kredytowania (finansowania) własnej działalności. Przy ujemnym cyklu najczęściej występuje ujemny poziom kapitału obrotowego netto, co oznacza, że aktywa trwałe są finansowane ze źródeł krótkoterminowych; klasycznym przykładem są sieci hipermarketów. We wszystkich analizowanych okresach w Grupie kapitałowej występuje ujemny cykl kapitału obrotowego netto (najniższy, 19 dni w 2014 roku, najwyższy – 32 dni w 2015 roku).

Oceniający wyniki poszczególnych cykli można stwierdzić, że należności były inkasowane regularnie (średnio co 32–36 dni) i utrzymywały się na stabilnym poziomie, choć nie jest to wynik jednoznacznie pozytywny ze względu na fakt, iż większość obrotu Grupy, związana z handlem, jest regulowana gotówką.

Cykl konwersji zapasów (średnio 36–42 dni) oznacza, że przeciętnie co tyle dni następował całkowity obrót zapasami (sprzedaż wszystkich zapasów i ich odtworzenie poprzez nabycie nowych składników). Inaczej można określić, że przez tyle dni zapas był w magazynie/na Sali sprzedażowej sklepu. Z uwagi na fakt, że jest to handel, głównie żywnością, gdzie część zapasów bardzo szybko rotuje (np. pieczywo, przetwory mleczne i mięsne) oznacza to istnienie zapasów utrzymywanych znacznie dłużej niż w określonym przedziale.

Ostatni składnik kapitału obrotowego netto, cykl zobowiązań krótkoterminowych, jest najtrudniejszy do oceny. Z jednej strony powinien być jak najwyższy, gdyż oznaczać to może wynegocjowane, długie terminy płatności tych zobowiązań, co ocenia się pozytywnie. Z drugiej strony wysoki/rosnący cykl może wskazywać na problemy z terminową regulacją zobowiązań; zależy to od branży, w której działa przedsiębiorstwo. Ponieważ Grupa Alma jest znaczącym podmiotem na rynku, ma możliwość negocjowania terminów płatności, zatem wskaźnik między 95 a 107 dni można uznać za pozytywny.

Należy wyraźnie podkreślić, że warunkiem pozytywnej oceny jest założenie, iż długie terminy płatności zostały uzgodnione z dostawcami w drodze negocjacji, a nie wynikają z braku płynności.

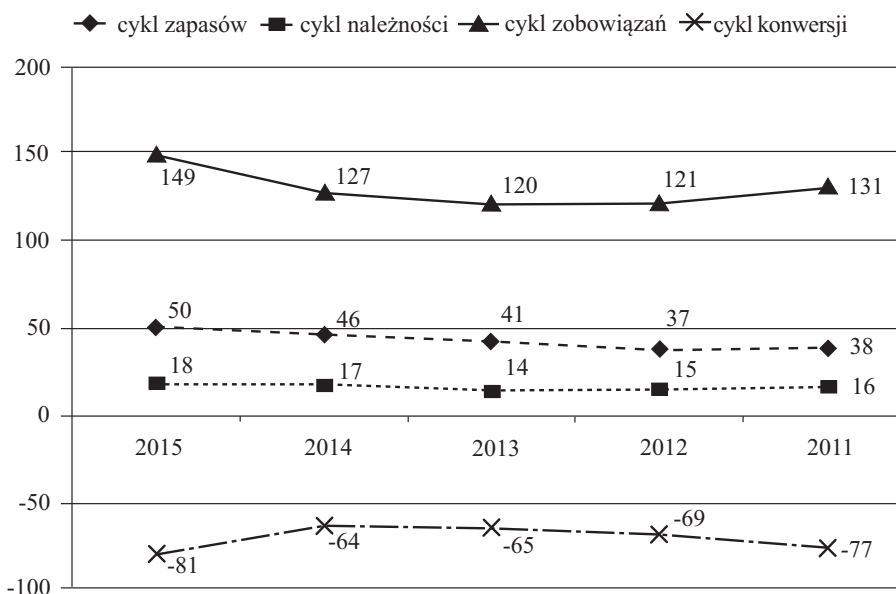
Choć sprawozdanie jednostkowe także wskazuje na ujemny cykl kapitału obrotowego, wyniki Spółki (wykres 4) na tle całej Grupy należy ocenić negatywnie.

Ujemny cykl kapitału obrotowego netto Spółki (między 64 a 81 dni) był spowodowany:

- stabilnym okresem ściągальności należności (14–18 dni),
- niekorzystnym, rosnącym czasem utrzymywania zapasów (37–50 dni),
- rosnącym okresem spłaty zobowiązań krótkoterminowych (od 120 dni w 2013 roku do 149 w 2015).

Zważywszy na przedmiot działania Spółki, a w dużej mierze także Grupy Kapitałowej, należy zatem ponownie ocenić ich płynność finansową. Przy założeniu, że:

- terminy płatności zobowiązań krótkoterminowych zostały wynegocjowane oraz że nie ulegną one skróceniu,
- dostęp do krótkoterminowych kredytów nie ulegnie ograniczeniu,
- należności będą nadal regulowane w krótkich okresach,
- zapasy będą nadal utrzymywane przez krótkie okresy, zarówno Spółka, jak i Grupa Kapitałowa powinny być w stanie na czas regulować przynajmniej część swoich zobowiązań krótkoterminowych, nie są jednak płynne finansowo.



Wykres 4. Cykl konwersji gotówki Alma Market S.A. – jednostkowe

Źródło: opracowanie własne na podstawie jednostkowych sprawozdań finansowych Alma Market S.A.

Należy jednak podkreślić, że jest to bardzo ryzykowna strategia dla wierzycieli, wymagająca stałego monitorowania terminów zapadalności zobowiązań.

Wnioski

Przedmiotem działalności Grupy Kapitałowej Alma Market S.A. jest głównie handel detaliczny i hurtowy, co powoduje m.in. trudności w ocenie zdolności Spółki i Grupy do spłaty zobowiązań krótko- i długoterminowych.

Wskaźnikowa analiza płynności Grupy wskazuje na problemy w zakresie płynności finansowej, czyli trudności w regulacji zobowiązań krótkoterminowych. Przedsiębiorstwo Alma Market S.A. w zakresie płynności osiąga wyniki gorsze niż Grupa. Spółka nie jest płynna, gdyż zobowiązania krótkoterminowe nie znaj-

dują pokrycia w aktywach bieżących. Występuje ujemny kapitał obrotowy wskazując, że zobowiązania krótkoterminowe w pełni finansują cykl operacyjny w przedsiębiorstwie, a ich nadwyżka finansuje aktywa trwałe. Oznacza to wzrost ryzyka prowadzenia działalności i agresywną strategię finansowania – niedostateczna płynność stanowi zagrożenie dla wierzycieli związane z wysokim ryzykiem nieotrzymania w terminie należnych środków. Sama Spółka wskazuje, że występuje ryzyko utraty płynności przez spółki grupy kapitałowej.

Analiza przepływów pieniężnych wykazała, że działalność operacyjna nie generuje wystarczająco wysokich wpływów (w 8 na 10 analizowanych przypadków spadek zmiany netto stanu środków pieniężnych, w połowie dodatnie przepływy netto z działalności operacyjnej). Jest to sygnał trudności finansowych. Na poważne trudności finansowe wskazują przepływy, gdzie zarówno działalność operacyjna, jak i finansowa wykazują nadwyżkę wydatków nad wpływami; trudno tu uznać problemy finansowe za przejściowe. Należy pamiętać, że takie ujemne przepływy powodują wzrost prawdopodobieństwo bankructwa.

Po negatywnej ocenie płynności finansowej opartej na analizie wskaźnikowej oraz analizie przepływów pieniężnych, z uwagi na przedmiot działalności Grupy i Spółki, zdecydowano na pogłębienie analizy za pomocą oceny cyklu konwersji gotówki (kapitału obrotowego netto – jest on ujemny). Cykl ujemny występuje zarówno w Grupie, jak i w Spółce, i oznacza brak zapotrzebowania na dodatkowy kapitał obrotowy; następuje wykorzystanie zobowiązań wobec dostawców do kredytowania (finansowania) własnej działalności. Warunkiem pozytywnej oceny jest założenie, że długie terminy płynności zostały uzgodnione z dostawcami w drodze negocjacji, a nie wynikają z braku płynności. Przy założeniu, że stosunkowo długie terminy płatności zobowiązań krótkoterminowych zostały wynegocjowane, oraz że nie ulegną one skróceniu, dostęp do krótkoterminowych kredytów nie ulegnie ograniczeniu, należności będą nadal regulowane w krótkich okresach a zapasy będą utrzymywane przez krótkie okresy - zarówno Spółka, jak i Grupa Kapitałowa powinny być w stanie na czas regulować przynajmniej część swoich zobowiązań krótkoterminowych. Należy jednak podkreślić, że jest to bardzo ryzykowna strategia dla wierzycieli, wymagająca stałego monitorowania terminów zapadalności zobowiązań.

W świetle powyższych wniosków można stwierdzić, że konieczność zapłaty istotnej kwoty zobowiązania wpłynie na obecną, względną równowagę finansową Spółki i Grupy, prawdopodobnie pozbawiając ją płynności finansowej i powodując poważne zaburzenia wypłacalności. Uzyskanie tych środków będzie dodatkowo utrudnione ze względu na niską rentowność.

Streszczenie

Referat poświęcono problematyce płynności; postawiono tezę o nieadekwatności stosowanych obecnie norm statycznych mierników płynności, co może prowadzić do niewłaściwej interpretacji otrzymywanych wyników. Studium przypadku oparto na rocznych sprawozdaniach finansowych (2011–2015) Grupy Kapitałowej Alma Market S.A. oraz jej spółki dominującej Spółki Alma Market S.A., notowanej na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Po negatywnej ocenie płynności finansowej opartej na analizie statycznych wskaźników oraz analizie przepływów pieniężnych, zdecydowano na pogłębienie analizy za pomocą oceny cyklu konwersji gotówki. Jest on ujemny zarówno w Grupie, jak i w Spółce, i oznacza wykorzystanie zobowiązań wobec dostawców do kredytowania (finansowania) własnej działalności. Sytuacja taka utrzymuje się podczas całego okresu objętego badaniem. Pomimo negatywnych wyników Spółka nadal funkcjonuje i jest notowana na giełdzie; wskazuje to na nieadekwatność stosowanych obecnie norm monitorowania płynności finansowej i konieczność ich dalszej weryfikacji.

Słowa kluczowe: przedsiębiorstwa państwowe, płynność finansowa spółki.

Анотація

Оцінка фінансового стану підприємства з особливою увагою до здатності погашення короткотермінових зобов'язань.

Тематичне дослідження: холдинг «Alma Market SA» та Акціонерне товариство «Alma Market SA» у 2011-2015 роках

Стаття присвячена проблематиці ліквідності. Розглянуто проблему невідповідності застосовуваних на сьогоднішньому етапі статичних норм показників ліквідності, результатом чого може стати невідповідна інтерпретація отриманих результатів. Тематичне дослідження базується на річних фінансових звітах (2011–2015) Групи капіталової Alma Market S.A. та її провідного акціонерного товариства Alma Market S.A., цінні папери якого беруть участь у торгах на фондовій біржі у Варшаві.

Ключові слова: фінансовий стан підприємства, акціонерне товариство, ліквідність.

Summary

Financial Management Assessment of a Company with Particular Focus on the Ability to Pay Short-Term Debts. A Case Study of the Capital Group Alma Market S.A. and Alma Market S.A. in Years 2011–2015

The paper was dedicated to issue of the flowing; there was proposed a thesis about the inapplicability of applied at present norms of static gauges of the flowing what may lead to the incorrect interpretation of received results. The case study was based on annual

financial reports (2011–2015) of Capital Group Alma Market inc. and its parent company Alma Market company inc., listed on the Warsaw Stock Exchange in Warsaw inc. after the negative assessment of the financial flowing based on the analysis of static indicators and analysis of cash flows, it was decided for deepening analysis with the evaluation of the cash conversion cycle. It is negative both in the Group, and in the Company, and means using obligations to suppliers for providing credit (financing) of own activity. Such a situation continues during the entire period provided with the examinations. In spite of negative results the Company still is functioning and is listed on the stock market; it is showed by the inapplicability of applied at present norms of monitoring financial flowing and the need of further verification.

Key words: state-owned enterprises, liquidity of a company.