



Mariusz Andrzejewski

Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie
Wydział Finansów i Prawa
Katedra Rachunkowości Finansowej
mariusz.andrzejewski@uek.krakow.pl

Iwona Mazur-Maślanka

Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie
Wydział Finansów i Prawa
Katedra Rachunkowości Finansowej
iwona.mazur-maslanka@uek.krakow.pl

MEMORIAŁOWE A KASOWE STOPY ZWROTU NA PODSTAWIE PRZEDSIĘBIORSTW PRZEMYSŁU SPOŻYWCZEGO NOTOWANYCH NA GPW W WARSZAWIE

Streszczenie: Celem niniejszego artykułu jest weryfikacja wartości informacyjnej rachunku przepływów pieniężnych. W artykule przedstawiono wyniki badań zależności pomiędzy klasycznymi miernikami rentowności (opartymi na wyniku finansowym netto oraz wyniku z działalności operacyjnej) oraz wskaźnikami wydajności gotówkowej (zbudowanymi na podstawie operacyjnych przepływów pieniężnych netto). Przedstawione analizy zostały sporządzone przy wykorzystaniu danych finansowych przedsiębiorstw spożywczych notowanych na GPW w Warszawie za lata 2011-2016. Przedstawiono ocenę analizowanych przedsiębiorstw spożywczych z wykorzystaniem sald z poszczególnych rodzajów działalności z rachunku przepływów pieniężnych. Ponadto porównano kształtowanie się wyników finansowych i operacyjnych przepływów pieniężnych. W dalszej części zaprezentowano wybrane statystyki opisujące analizowane wskaźniki rentowności oraz wydajności gotówkowej, a następnie poddano analizie zależności korelacyjne zachodzące między nimi.

Słowa kluczowe: wskaźniki rentowności, wskaźniki wypłacalności gotówkowej, wynik finansowy netto, EBIT, operacyjne przepływy pieniężne netto.

JEL Classification: M41.

Wprowadzenie

Ekonomia neoklasyczna za główny finansowy cel funkcjonowania przedsiębiorstwa stawia maksymalizację wyniku finansowego, a co za tym idzie, maksymalizację zbudowanych na ich podstawie różnych poziomów wyniku

finansowego wskaźników rentowności. Współcześnie coraz częściej jednak wskazuje się na wzrost wartości przedsiębiorstwa jako nadrzędny finansowy cel funkcjonowania jednostki gospodarczej, co jest określane w teorii rachunkowości jako perspektywa informacyjna [Grabiński, 2016]. Zwłaszcza, iż tak zdefiniowany cel uwzględnia interesy różnych grup interesariuszy związanych z przedsiębiorstwem. Ponadto wartość jednostki gospodarczej uwzględnia aspekty pomijane przy pomiarze wyniku finansowego, takie jak: koszt kapitału własnego, wartość pieniądza w czasie czy rozkład generowanych przez przedsiębiorstwo wolnych przepływów pieniężnych [Maślanka, 2007, 2009].

Celem niniejszego artykułu jest weryfikacja wartości informacyjnej rachunku przepływów pieniężnych. W artykule przedstawiono wyniki badań zależności pomiędzy klasycznymi miernikami rentowności (opartymi na wyniku finansowym netto oraz wyniku z działalności operacyjnej) oraz wskaźnikami wydajności gotówkowej (zbudowanymi na podstawie operacyjnych przepływów pieniężnych netto). Przedstawione analizy zostały sporządzone na podstawie danych finansowych przedsiębiorstw spożywczych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie za lata 2011-2016. Zastosowane metody badawcze to przede wszystkim empiryczna analiza danych źródłowych pochodzących ze sprawozdań finansowych i analiza współzależności za pomocą korelacji pomiędzy wybranymi wielkościami (metody ilościowe), badania literaturowe oraz metody dedukcji i indukcji, które wykorzystano głównie do wnioskowania.

1. Memoriałowe oraz kasowe ujęcie procesów finansowych zachodzących w przedsiębiorstwie

Dualizm współczesnej rachunkowości ma wiele twarzy. Jego źródłem są zasady memoriałowa i kasowa, z których pierwsza zaliczana jest do nadrzędnych zasad rachunkowości, a druga to podejście obowiązujące w prawie podatkowym. Należy jednak podkreślić, że już dzisiaj podział ten nie zawsze jest rygorystycznie przestrzegany, co oznacza, że coraz częściej zdarza się, że przedstawiciele rachunkowości chętnie odnoszą się do kasowego ujęcia zjawisk gospodarczych, a urzędy skarbowe (strona fiskalna) dopuszczają zaliczanie do kosztów uzyskania przychodów także zdarzenia ujęte na podstawie zasady memoriału [Furman, 2014]. Dualizm wynikający z różnego stosowania zasady kasowej i memoriałowej ma swoje odzwierciedlenie chociażby w tym, że jednostki gospodarcze sporządzają zarówno rachunek zysków i strat, jak również sprawozdanie z przepływów środków pieniężnych.

W ujęciu międzynarodowym, w literaturze przedmiotu, wyróżniamy dwa główne modele rachunkowości – anglosaski i kontynentalny. Wielu autorów zwraca uwagę, że w krajach o anglosaskim modelu rachunkowości, do których zaliczamy m.in. USA i Wielką Brytanię, osoby zajmujące się sprawozdawczością finansową bardziej hołdują zasadzie kasowej, a w modelu kontynentalnym stosowane jest podejście bardziej konserwatywne i w większym stopniu oparte na zasadzie memoriału. Widzimy to m.in. w większym zastosowaniu rachunku przepływów pieniężnych, aniżeli rachunku zysków i strat, w procesach decyzyjnych w gospodarkach o anglosaskim modelu rachunkowości. Inną płaszczyzną, na której możemy rozpatrywać dualizm w rachunkowości, jest kwestia oceny sytuacji finansowej danej jednostki gospodarczej. Rozbieżności w skutkach zastosowania zasady memoriału i zasady kasowej mogą doprowadzić do sytuacji, w której w rachunku zysków i strat dana jednostka wykazuje pokaźne zyski, ale jednocześnie może jej grozić upadłość ze względu na niewystarczający poziom płynności finansowej. A zatem rentowność a płynność finansowa, to kolejna odmiana dualizmu w sprawozdawczości finansowej, będącego konsekwencją stosowania tych dwóch zasad: memoriałowej i kasowej.

R. Bowen, D. Burgstahler i L. Daley [1987] zbadali wzajemne relacje pomiędzy informacją dostarczaną za pomocą zasady memoriałowej i kasowej oraz ich użyteczności. Otrzymane przez nich wyniki wskazują, że oba źródła informacji są istotne dla użytkownika i jednocześnie inne. Zatem nie mogą one być traktowane zamiennie. K. Grabiński [2016] na podstawie przeprowadzonych badań literaturowych stwierdził, że wyniki większości badań empirycznych wskazują, że to właśnie wynik memoriałowy ma większą wartość informacyjną, ma lepsze właściwości predykcyjne, co oznacza, że na jego podstawie lepiej można przewidywać przyszłe przepływy pieniężne, jak również stanowi lepszą miarę zysku ekonomicznego jednostki.

Spośród bieżących operacji i ujęcia zjawisk finansowych przy wykorzystaniu zasad memoriału i zasady kasowej zwraca uwagę kwestia kosztów amortyzacji, które nie są wydatkiem, a stanowią ważny element kosztów w danej jednostce. Inną charakterystyczną kwestią jest uznanie wynagrodzeń za koszty uzyskania przychodów w prawie podatkowym tylko w momencie ich wypłaty, co stanowi swoiste wyróżnienie tego kosztu ze względu na aspekty społeczne. Warto podkreślić, że rozbieżności w ujęciu różnych zjawisk finansowych w związku ze stosowaniem tych dwóch różnych zasad możemy zauważyć w pozycjach rozliczeń międzyokresowych kosztów i przychodów. W przypadku dokonanej płatności za cały rok, przeważnie technika rozliczeń międzyokresowych kosztów czynnych pozwala na to, żeby wydatek ująć na stosownym koncie środków pie-

nieżnych w pełnej kwocie, ale w kosztach jest ujmowana wielkość przypadająca jedynie za dany miesiąc, co z kolei pozwala na dostosowanie się do innej nadrzędnej zasady rachunkowości, a mianowicie zasady współmierności kosztów i przychodów. Zasada współmierności kosztów i przychodów bardzo często jest odpowiedzialna za współdziałanie w ujmowaniu zjawisk pomiędzy skutkami stosowania zasady kasowej i memoriałowej. Jeżeli bowiem na konto danej jednostki gospodarczej wpływają przychody przyszłych okresów, to ujęcie kasowe jest stosowane w bilansie, ale na kontach rachunku zysków i strat, zgodnie z zasadą współmierności kosztów i przychodów, trafia jedynie odpowiednia część kasowo zrealizowanego przychodu. Również rozliczenia międzyokresowe bierne są ciekawą techniką łączącą zastosowanie metody memoriałowej, kasowej i współmierności kosztów i przychodów. Należy podkreślić, że w czasach, kiedy wiele firm pozyskuje wielomilionowe dotacje z Unii Europejskiej, wartości w rozliczeniach międzyokresowych przybierają niejednokrotnie na istotności. Odpowiednio zaprojektowana analiza finansowa rentowności i płynności finansowej zawsze powinna uwzględniać te kwestie przy modelowaniu odpowiednich wskaźników.

2. Wykorzystanie rachunku przepływów pieniężnych w ocenie kondycji finansowej przedsiębiorstwa

Rachunek przepływów pieniężnych jest obligatoryjnym elementem sprawozdania finansowego dla przedsiębiorstw, których sprawozdanie finansowe podlega badaniu przez biegłego rewidenta. Rachunek ten, w przeciwieństwie do sprawozdań memoriałowych, to jest bilansu oraz rachunku zysków i strat, prezentuje strumienie pieniężne generowane przez przedsiębiorstwo w podziale na poszczególne rodzaje działalności jednostki gospodarczej (przepływy operacyjne, inwestycyjne oraz finansowe).

W praktyce analizy kondycji finansowej przedsiębiorstwa najczęściej są sporządzane z wykorzystaniem tylko informacji zawartych w bilansie oraz rachunku zysków i strat. Wykorzystanie do oceny sytuacji finansowej – analizy wstępnej rachunku przepływów pieniężnych z wykorzystaniem sald z poszczególnych rodzajów działalności czy też wyznaczenie wskaźników wydajności lub wystarczalności gotówkowej – w praktyce spotyka się niezwykle rzadko [Andrzejewski, Maślanka i Mazur-Maślanka, 2016], pomimo szerokiej prezentacji w literaturze przedmiotu walorów informacyjnych tej części sprawozdania finansowego [Maślanka, 2004; Andrzejewski i Maślanka, 2016].

Ograniczeniem w wykorzystaniu wskaźników opartych na danych z rachunku przepływów pieniężnych jest brak, w publikacjach na temat analizy, pożądanego standardu tychże wskaźników lub ich rzeczywistych wartości branżowych, które mogłyby służyć za punkt odniesienia. Przykładowe fragmentaryczne badania prezentujące kształtowanie się wybranych wskaźników wydajności lub wystarczalności gotówkowej zaprezentowali m.in.: G. Łukasik i B. Orliński [2015], D. Czerwińska-Kayzer [2016], T. Maślanka [2006].

Interesujące rozważania na temat kształtowania się przepływów pieniężnych oraz wskaźników wykorzystujących informację zaczerpniętą z rachunku przepływów pieniężnych w sprawozdawczości jednostkowej w porównaniu do skonsolidowanych sprawozdań finansowych zaprezentowali m.in. E. Mioduchowska-Jaroszewicz [2012], K. Prędkiewicz i H. Sikacz [2012]. Problematykę wykorzystania rachunku przepływów pieniężnych w przewidywaniu upadłości podmiotów gospodarczych omówił m.in. D. Wędzki [2010].

Na podstawie rachunku przepływów pieniężnych budowane są wskaźniki finansowe, a do najczęściej stosowanych należą m.in. przepływy pieniężne do przychodów ze sprzedaży, cena do przepływów pieniężnych, EV^1 do przepływów pieniężnych oraz EV do przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej [Conesa i Martinez, 2004]. Należy również zaznaczyć, że międzynarodowe zróżnicowanie rachunkowości negatywnie wpływa nie tylko na porównywalność sprawozdań finansowych, ale również na analizę porównawczą jednostek pochodzących z różnych krajów [Grabiński, Kędzior i Krasodomska, 2013, s. 314-318]. Różnice te są jednak mniejsze w przypadku wskaźników budowanych na podstawie zasady kasowej. Różnice takie występują przykładowo pomiędzy wartościami wskaźników płynności liczonymi dla sprawozdań finansowych sporządzonych według MSR/MSSF oraz ustawą o rachunkowości [Grabiński i Kędzior, 2007].

3. Próba badawcza i zastosowane metody badawcze

Przedmiotem analizy są sprawozdania finansowe przedsiębiorstw spożywczych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie dostępne w bazie danych *Notoria Serwis*. Wstępnie zidentyfikowano 27 takich jednostek. W wyniku selekcji do dalszej analizy wybrano dziesięć przedsiębiorstw, w przypadku których dostępne były jednostkowe sprawozdania finansowe za okres ostatnich 6 lat (to jest za lata 2011-2016). Ograniczenie liczby badanych pod-

¹ EV – kapitalizacja rynkowa spółki plus wartość akcji uprzywilejowanych oraz udziały mniejszości.

miotów wynikało głównie z faktu braku dostępności danych finansowych za część rozpatrywanych lat. Ostatecznie analizie poddano następujące przedsiębiorstwa: Gobarto SA, Indykpol SA, Zakłady Mięsne Henryk Kania SA, Zakłady Tłuszczowe Kruszwica SA, ZPC Otmuchów SA, Pepees SA, Seko SA, Wilbo SA, Wawel SA, Grupa Żywiec SA.

Analiza została rozpoczęta od dokonania oceny sytuacji finansowej badanych przedsiębiorstw poprzez pryzmat sald środków pieniężnych z poszczególnych rodzajów działalności z rachunku przepływów pieniężnych.

W kolejnym kroku dokonano porównania kształtowania się wyniku finansowego netto oraz operacyjnych przepływów środków pieniężnych w badanych przedsiębiorstwach publicznych przemysłu spożywczego. Sporządzono statystyki opisowe dla wyznaczonych wcześniej wskaźników rentowności (opartych zarówno na wyniku finansowym netto, jak i na wyniku z działalności operacyjnej) oraz wydajności gotówkowej. Dla analizowanych wskaźników wyznaczono wartość średnią, medianę, odchylenie standardowe, współczynnik zmienności, wartości skrajne (minimum i maksimum) oraz wartości pierwszego i dziewiątego decyla.

W toku dalszych analiz oceniono kształtowanie się korelacji pomiędzy wyznaczonymi wskaźnikami rentowności opartymi na kategoriach memoriałowych (wynik na działalności operacyjnej oraz wynik finansowy netto) oraz wskaźnikami wydajności gotówkowej.

Wskaźniki poddane analizie zdefiniowano następująco:

- a) rentowność netto sprzedaży (ROS) = $\text{wynik finansowy netto} / \text{przychody ze sprzedaży}$,
- b) rentowność operacyjna sprzedaży = $\text{wynik na działalności operacyjnej (EBIT)} / \text{przychody ze sprzedaży}$,
- c) rentowność netto aktywów (ROA) = $\text{wynik finansowy netto} / \text{aktywa ogółem średnie}$,
- d) rentowność operacyjna aktywów = $\text{wynik na działalności operacyjnej (EBIT)} / \text{aktywa ogółem średnie}$,
- e) rentowność netto kapitału własnego (ROE) = $\text{wynik finansowy netto} / \text{kapitał własny średni}$,
- f) rentowność operacyjna kapitału własnego = $\text{wynik na działalności operacyjnej (EBIT)} / \text{kapitał własny średni}$,
- g) wydajność gotówkowa sprzedaży = $\text{operacyjne przepływy pieniężne netto} / \text{przychody ze sprzedaży}$,
- h) wydajność gotówkowa aktywów = $\text{operacyjne przepływy pieniężne netto} / \text{aktywa ogółem średnie}$,
- i) wydajność gotówkowa kapitału własnego = $\text{operacyjne przepływy pieniężne netto} / \text{kapitał własny średni}$.

4. Wyniki badań empirycznych

Tabela 1 przybliża kształtowanie się sald przepływów środków pieniężnych z poszczególnych rodzajów działalności w analizowanych przedsiębiorstwach przemysłu spożywczego w latach 2011-2016.

Tabela 1. Kształtowanie się sald przepływów środków pieniężnych z poszczególnych rodzajów działalności w analizowanych przedsiębiorstwach spożywczych notowanych na GPW w Warszawie

Wariant	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Łącznie
1. (+, +, +)	–	–	–	–	–	–	0
2. (+, –, –)	2	7	5	7	6	3	30
3. (+, +, –)	1	2	–	–	–	1	4
4. (+, –, +)	2	1	2	–	2	4	11
5. (–, +, +)	–	–	3	–	–	–	3
6. (–, –, +)	4	–	–	2	1	1	8
7. (–, +, –)	–	–	–	–	1	1	2
8. (–, –, –)	1	–	–	1	–	–	2

Jak można zauważyć, wśród badanych podmiotów dominują jednostki generujące dodatnie przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej (75,0% przypadków). Najczęściej (50,0%) zaobserwowano występowanie wariantu z dodatnimi przepływami z działalności operacyjnej oraz ujemnymi przepływami z działalności inwestycyjnej i finansowej charakterystycznego dla przedsiębiorstw będących w bardzo dobrej kondycji finansowej, generujących nadwyżki środków z działalności podstawowej, inwestujące oraz obsługujące swoje kapitały. Wspomniany wariant występował przykładowo w całym analizowanym okresie w Wawel SA oraz w czterech z analizowanych lat w Grupie Żywiec SA, przedsiębiorstwach charakteryzujących się ugruntowaną, bardzo dobrą sytuacją finansową.

W 18,3% analizowanych przypadków w badanym okresie wystąpił wariant czwarty (dodatnie przepływy z działalności operacyjnej i finansowej oraz ujemny strumień z działalności inwestycyjnej) charakterystyczny dla jednostek inwestujących w oparciu o środki wygospodarowane z działalności podstawowej oraz nowe zewnętrzne kapitały. Wariant ten w analizowanych latach przykładowo czterokrotnie wystąpił w przedsiębiorstwie Pepees SA. Przedsiębiorstwo to w całym rozpatrywanym okresie (lata 2011-2016) generowało dodatnie wyniki finansowe (zarówno na poziomie działalności operacyjnej, jak i wyniku finansowego netto), ponadto o 46,5% zwiększyło sumę bilansową, a o 41,3% wartość kapitałów własnych. Bardziej dynamiczny rozwój wśród analizowanych podmiotów miał miejsce jedynie w przypadku Wawel SA oraz Zakładów Mięśnych

Henryk Kania SA (wzrost sumy bilansowej w rozpatrywanych latach odpowiednio o 77,9% oraz o 169,5%).

Wariant szósty (to jest ujemne przepływy z działalności operacyjnej oraz inwestycyjnej przy dodatnich przepływach finansowych) wśród analizowanych przedsiębiorstw wystąpił w 13,7% przypadków. W czterech z analizowanych lat sytuacja taka miała miejsce we wspomnianym powyżej przedsiębiorstwie Kania SA, gdzie wysokim zyskiem (zarówno netto, jak i na poziomie operacyjnym) towarzyszyły ujemne przepływy pieniężne z działalności operacyjnej. Sytuacja taka wynikała z dynamicznego przyrostu środków zamrożonych w kapitale obrotowym w rozważanym przedsiębiorstwie.

Ujemne przepływy operacyjne oraz finansowe przy dodatnich środkach z działalności inwestycyjnej (wariant 7) są charakterystyczne dla podmiotów będących w bardzo słabej kondycji finansowej. Wśród analizowanych jednostek wariant ten pojawił się w latach 2015-2016 w Wilbo SA, która to spółka zamknęła rok 2016 z rentownością netto sprzedaży (ROS) na poziomie -24,2% oraz z ujemną wartością kapitału własnego.

Dość zaskakujące jest pojawianie się w dwóch spośród analizowanych przypadków ujemnych przepływów na wszystkich poziomach działalności w rachunku przepływów pieniężnych.

Kolejna tabela prezentuje wzajemne zależności pomiędzy wynikiem finansowym netto a operacyjnymi przepływami środków pieniężnych w badanych przedsiębiorstwach spożywczych.

Tabela 2. Operacyjne przepływy pieniężne a wynik finansowy netto w badanych przedsiębiorstwach spożywczych notowanych na GPW w Warszawie

Operacyjne przepływy pieniężne	Wynik finansowy netto	Częstość występowania	Częstość występowania (w %)
+	+	39	65,0
+	-	6	10,0
-	+	12	20,0
-	-	3	5,0

Jak można było wywnioskować analizując salda z poszczególnych rodzajów działalności w rachunku przepływów pieniężnych, w badanej grupie przedsiębiorstw dominują podmioty generujące nadwyżkę środków pieniężnych z działalności operacyjnej. W większości analizowanych przypadków dodatnie przepływy z działalności podstawowej występują równocześnie z dodatnim wynikiem finansowym netto (65,0% ogółu analizowanych przypadków). W 6 przypadkach (10,0%) nadwyżce z działalności operacyjnej towarzyszy strata netto z cało-

kształtu działalności. Sytuacja odwrotna, to jest zysk netto i ujemne przepływy środków pieniężnych z działalności podstawowej pojawiają się stosunkowo często, to jest w 20,0% badanych przypadków. Wariant taki często określany jest mianem „papierowych zysków” i może świadczyć o występujących problemach z efektywnością działalności operacyjnej przedsiębiorstwa. Jednak może to być również informacja o systematycznym dokapitalizowaniu kapitału obrotowego w podmiocie gospodarczym (taka sytuacja miała miejsca w 5 analizowanych latach we wspomnianych wcześniej Zakładach Mięśnych Henryk Kania SA).

Strata netto i równoczesne ujemne operacyjne przepływy pieniężne netto wśród badanych przedsiębiorstw pojawiły się tylko w 3 przypadkach (5,0%), w tym dwukrotnie u bankruta Wilbo SA.

W tabeli 3 zaprezentowano statystyki opisowe dla wskaźników rentowności (memoriałowa stopa zwrotu) oraz wskaźników wydajności gotówkowej (kasowa stopa zwrotu). Zostały wyznaczone wartości średnie, mediany, miary zmienności (odchylenie standardowe oraz współczynnik zmienności), minima, maksima oraz wartości pierwszego i dziewiątego decyla.

Tabela 3. Statystyki opisowe dla analizowanych wskaźników rentowności oraz wskaźników wydajności gotówkowej wśród badanych przedsiębiorstw spożywczych notowanych na GPW w Warszawie

Wskaźnik	Średnia	Odchylenie standardowe	Współczynnik zmienności	Mediana	Min	Max	Decyl 1	Decyl 9
ZN / S (ROS)	2,1%	9,0%	4,25	2,7%	-39,5%	14,8%	-1,2%	12,0%
EBIT / S	3,9%	8,3%	2,15	4,1%	-35,2%	17,3%	0,0%	13,9%
ZN / A (ROA)	3,0%	11,2%	3,78	3,2%	-51,5%	17,1%	-3,6%	15,4%
EBIT / A	5,4%	10,0%	1,86	5,4%	-45,9%	20,4%	0,0%	17,4%
ZN / KW (ROE)	4,2%	66,6%	15,90	6,1%	-423,9%	133,9%	-8,0%	26,3%
EBIT / KW	16,8%	36,6%	2,18	11,1%	-133,2%	147,9%	-0,1%	45,0%
CF op / S	4,1%	10,3%	2,55	4,2%	-52,1%	18,2%	-2,9%	15,0%
CF op / A	6,3%	13,0%	2,06	5,9%	-62,0%	39,4%	-5,1%	19,5%
CF op / KW	6,0%	125,8%	21,03	12,1%	-912,6%	168,5%	-12,0%	58,8%

Nota: ZN – wynik finansowy netto; EBIT – wynik na działalności operacyjnej; S – przychody ze sprzedaży; A – aktywa średnie; KW – kapitał własny średni; CF op – operacyjne przepływy pieniężne netto.

Statystyki opisujące wskaźniki rentowności sprzedaży i rentowności aktywów (zarówno oparte na wyniku finansowym netto, jak też wyniku z działalności operacyjnej) w badanej grupie przedsiębiorstw zachowują się podobnie. Wartości średnie wymienionych wskaźników tylko nieznacznie odbiegają od wartości mediany.

Wskaźniki rentowności (sprzedaży, aktywów oraz kapitału własnego) oparte na wyniku z działalności operacyjnej charakteryzują się niższymi współczynnikami zmienności od analogicznych miar wyznaczonych na podstawie wyniku finansowego netto (ROS, ROA, ROE). Powyższy fakt świadczy o wyższej przewidywalności wyników z działalności operacyjnej w porównaniu do wyników netto.

Analizując zbiór wskaźników rentowności kapitału własnego należy zauważyć bardzo dużą rozbieżność pomiędzy wartościami skrajnymi tychże mierników (minimum dla wskaźnika ROE w badanej grupie przedsiębiorstw wynosi $-423,9\%$, natomiast maksimum $133,9\%$, dla porównania w przypadku ROS wartości te wynoszą odpowiednio: $-39,5\%$ oraz $14,8\%$). Analogicznie bardzo wysoką zmiennością charakteryzuje się wskaźnik wydajności gotówkowej kapitału własnego.

Wskaźniki wydajności gotówkowej sprzedaży oraz aktywów, co jest dość zaskakujące, charakteryzują się statystykami tylko nieznacznie odbiegającymi od memoriałowych stóp zwrotu, to jest: ROS oraz ROA. Podkreślić jedynie należy, iż wartości średnie oraz środkowe wskaźników wydajności gotówkowej (sprzedaży, aktywów oraz kapitału własnego) w każdym przypadku kształtowały się na poziomie o kilka punktów procentowych wyższym od wskaźników opartych na wyniku finansowym netto, to jest ROS, ROA czy ROE.

Tabela 4 przybliży współczynniki korelacji pomiędzy wyznaczonymi memoriałowymi oraz kasowymi stopami zwrotu w analizowanej grupie przedsiębiorstw spożywczych. Należy podkreślić bardzo wysokie, istotne statystycznie (na poziomie $p < 0,001$) zależności korelacyjne pomiędzy większością analizowanych wskaźników rentowności (zarówno na podstawie wyniku finansowego netto, jak i wyniku z działalności operacyjnej). Jedynie w przypadku dwóch analizowanych par wskaźników rentowności, to jest ROE i zyskowność operacyjna sprzedaży oraz ROE i zyskowność operacyjna kapitału własnego, wyznaczone korelacje kształtują się na niższym poziomie (można stwierdzić zależność korelacyjną na niższym poziomie istotności, to jest $p < 0,01$).

Tabela 4. Współczynniki korelacji pomiędzy wskaźnikami rentowności (opartymi na wynikach netto i z działalności operacyjnej) oraz wskaźnikami wydajności gotówkowej wśród badanych przedsiębiorstw spożywczych notowanych na GPW w Warszawie

Wskaźnik	ZN / S	EBIT / S	ZN / A	EBIT / A	ZN / KW	EBIT / KW	CF op / S	CF op / A	CF op / KW
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
ZN / S	1	0,914 **	0,973 **	0,892 **	0,710 **	0,613 **	0,360 *	0,365 *	0,407 **
EBIT / S		1	0,870 **	0,953 **	0,400 *	0,706 **	0,098	0,106	0,040
ZN / A			1	0,919 **	0,726 **	0,657 **	0,382 *	0,409 **	0,411 **

cd. tabeli 4

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
EBIT / A				1	0,443 **	0,766 **	0,134	0,174	0,065
ZN / KW					1	0,386 *	0,666 **	0,659 **	0,886 **
EBIT / KW						1	-0,008	0,017	-0,012
CF op / S							1	0,938 **	0,811 **
CF op / A								1	0,806 **
CF op / KW									1

Nota: ZN – wynik finansowy netto; EBIT – wynik na działalności operacyjnej; S – przychody ze sprzedaży; A – aktywa średnie; KW – kapitał własny średni; CF op – operacyjne przepływy pieniężne netto.

** – korelacja istotna z $p < 0,001$; * – korelacja istotna z $p < 0,01$.

Bardzo silne zależności korelacyjne występują również w przypadku wskaźników wydajności gotówkowej sprzedaży, aktywów oraz kapitału własnego.

Oceniając związki pomiędzy wskaźnikami memoriałowymi oraz wskaźnikami wydajności gotówkowej należy zauważyć słabsze, lecz również statystycznie istotne korelacje pomiędzy wskaźnikami opartymi na wyniku finansowym netto oraz wskaźnikach zbudowanych na podstawie operacyjnych przepływów pieniężnych netto. Nie stwierdzono natomiast istotnie statystycznych korelacji pomiędzy stopami zwrotu wyznaczonymi opartymi na wyniku z działalności operacyjnej oraz wskaźnikami wydajności gotówkowej. Do podobnych wniosków można dojść analizując badania przytoczone wcześniej, które zaprezentowali R. Bowen, D. Burgstahler i L. Daley [1987]. Wnioski płynące z analizy wskaźników memoriałowych oraz wydajności gotówkowej są ważne dla użytkowników, ale niosą inne informacje.

Powyzszy fakt jest dość zaskakujący, zwłaszcza w kontekście kształtowania wyniku finansowego netto nie tylko przez decyzje związane z działalnością podstawową, ale również decyzje inwestycyjne oraz związane ze strukturą źródeł finansowania działalności.

Podsumowanie

Wśród wniosków płynących z przedstawionych rozważań można stwierdzić, że:

- statystyki opisujące wskaźniki rentowności sprzedaży oraz aktywów ogółem są do siebie zbliżone (podobne wartości średnie, środkowej, stosunkowo niskie wartości współczynników zmienności),
- gotówkowe stopy zwrotu ze sprzedaży oraz z aktywów w większości przypadków są o kilka punktów procentowych wyższe od analogicznych wskaźników zbudowanych z wykorzystaniem kategorii wynikowych,

- wskaźniki rentowności oraz wydajności gotówkowej kapitału własnego cechują się wysoką zmiennością,
- istnieje bardzo silna, statystycznie istotna, zależność korelacyjna pomiędzy analizowanymi wskaźnikami rentowności sprzedaży, aktywów oraz kapitału własnego, wyznaczonymi zarówno na podstawie wyniku finansowego netto, jak i wyniku na działalności operacyjnej,
- istnieje bardzo silna, statystycznie istotna zależność korelacyjna pomiędzy analizowanymi wskaźnikami wydajności gotówkowej sprzedaży, aktywów oraz kapitałów własnych,
- korelacje pomiędzy wskaźnikami wydajności gotówkowej a wskaźnikami rentowności są niskie (w przypadku wskaźników zbudowanych na podstawie wyniku z działalności operacyjnej) lub statystycznie nieistotne (w przypadku wskaźników wykorzystujących wynik finansowy netto przedsiębiorstwa).

Literatura

- Andrzejewski M., Maślanka T. (2016), *An Informative Function of Cash Flow Accounts on an Example of the Listed Companies in the Construction Branch* [w:] J. Stofkova (ed.), *Medzinarodna vedecka konferencia ROZVOJ EUROREGIONU BESKYDY IX spolecensko-ekonomicke podmienky v regionoch v novom programovom období EU: ekonomika – manazment – bezpecnost*, Zilinska Univerzita v Zilinia, Zilinia, s. 7-16.
- Andrzejewski M., Maślanka T., Mazur-Maślanka I. (2016), *International Financial Reporting Standards (IFRS) and an Issue of Comparability of Assessments of Financial Standing of the Companies Listed on the Warsaw Stock Exchange Made by the Auditors in the Reports on the Audit of the Financial Statements* [w:] *IFRS: Global Rules & Local Use*, Proceedings of the 4th International Scientific Conference, Prague, September 30, 2016, Anglo-American University, Prague, s. 56-65.
- Bowen R., Burgstahler D., Daley L. (1987), *The Incremental Information Content of Accrual versus Cash Flows*, "The Accounting Review", No. 4, s. 723-747.
- Conesa I., Martinez E. (2004), *International Financial Analysis and the Handicap of Accounting Diversity*, "European Business Review", Vol. 16(3), s. 272-291.
- Czerwińska-Kayzer D. (2016), *Memoriałowe i kasowe wyniki przedsiębiorstwa w ocenie jego działalności na przykładzie przedsiębiorstw produkujących pasze*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, nr 442, s. 83-92.
- Furman W. (2014), *Memoriałowość i kasowość w rozliczeniach podatkowych* [w:] B. Micherda (red.), *Teoria rachunkowości a jej współczesne regulacje*, Difin, Warszawa, s. 172-183.

- Grabiński K. (2016), *Determinanty kształtowania wyniku finansowego w teorii i praktyce europejskich spółek giełdowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Kraków.
- Grabiński K., Kędzior M. (2007), *Wpływ zastosowania Międzynarodowych Standardów Rachunkowości na wartość analityczną sprawozdań finansowych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie* [w:] W. Gabrusewicz (red.), *Rachunkowość w teorii i praktyce*, t. III, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Poznań, s. 99-116.
- Grabiński K., Kędzior M., Krasodomska J. (2013), *Globalne uwarunkowania rachunkowości. Systemy. Procesy. Zmiany*, PWE, Warszawa.
- Grabiński K., Kędzior M., Krasodomska J. (2014), *Współczesna rachunkowość na rynkach kapitałowych*, Difin, Warszawa.
- Łukasik G., Orliński B. (2015), *Modele finansowania rozwoju a przepływy pieniężne (z uwzględnieniem spółek notowanych na Newconnect)*, „Zeszyty Naukowe. Ekonomiczne Problemy Usług”, nr 848(116), s. 486-495.
- Maślanka T. (2004), *Rachunek przepływów pieniężnych jako źródło informacji o przedsiębiorstwie* [w:] Z. Dresler (red.), *Nauki finansowe wobec współczesnych problemów gospodarki polskiej*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Kraków, s. 181-192.
- Maślanka T. (2006), *Przepływy pieniężne w analizie przedsiębiorstw z branży budowlanej* [w:] P. Karpuś (red.), *Finanse przedsiębiorstwa; instytucje, instrumenty i strategie finansowe w dobie integracji gospodarczej*, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin.
- Maślanka T. (2007), *Dylematy memorialowego pomiaru rentowności* [w:] A. Bogus, M. Wypych (red.), *Harmonizacja rynków finansowych i finansów przedsiębiorstw w skali narodowej i europejskiej*, Difin, Warszawa, s. 520-530.
- Maślanka T. (2009), *Wartość czy zysk – rozważania na temat głównego celu zarządzania finansami przedsiębiorstwa* [w:] S. Owsiak (red.), *Bankowość w dobie kryzysu finansowego a perspektywy rozwoju regionów. Tom III: Przedsiębiorstwo wobec kryzysu finansowego*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowości i Finansów, Bielsko-Biała, s. 30-36.
- Mioduchowska-Jaroszewicz E. (2012), *Ocena przepływów pieniężnych w grupach kapitałowych*, Zeszyty Naukowe, nr 737, *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, nr 56, Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 155-171.
- Prędkiewicz K., Sikacz H. (2012), *Ocena płynności finansowej grup kapitałowych na podstawie rachunku przepływów pieniężnych na przykładzie przemysłu metalowego*, „Nauki o Finansach”, nr 3(12), s. 70-86.
- Wędzki D. (2010), *Sekwencje przepływów pieniężnych w grupie bankrutów i niebankrutów*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości”, nr 57(113), s. 101-123.

**ACCRUAL AND CASH RATES OF RETURN ON BASIS OF
THE ENTERPRISES OF THE FOOD INDUSTRY LISTED ON
THE WARSAW STOCK EXCHANGE**

Summary: Studies of the relationships between the classic measures of profitability (based on a net financial result and an operating result) and cash efficiency ratios (created on basis of net operating cash flows) are presented in this article. The presented analyses were made on basis of the financial data of the food industry enterprises listed on the Warsaw Stock Exchange in years of 2011-2016. The analyzed food enterprises were evaluated with reference to balances from particular lines of business from cash flow statements. Changes in the financial and operating results of cash flows were also compared. In the further part selected statistics describing the analyzed profitability ratios and cash efficiency are presented, and then correlation relationships taking place between them are analyzed.

Keywords: profitability ratios, cash solvency ratios, net financial result, EBIT, net operating cash flows.