

Joanna Wyrobek

Krytyczna ocena wybranych błędów analizy finansowej

Ekonomiczne Problemy Usług nr 39, 337-348

2009

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach
dozwolonego użytku.

JOANNA WYROBEK

Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

KRYTYCZNA OCENA WYBRANYCH BŁĘDÓW ANALIZY FINANSOWEJ

Wprowadzenie

Analiza finansowa jest częstym tematem prac licencjackich z zakresu finansów, co często powoduje, że jest traktowana jak mechaniczny proces wymagający wykonania określonych czynności. Tymczasem na poziomie profesjonalnym, analiza finansowa jest niezmiernie istotnym elementem wyceny finansowej, analiz upadłości, oceny bieżącej sytuacji kredytowej i musi być wykonywana poprawnie, z należnym namysłem i zastanowieniem. Celem niniejszej publikacji było przedstawienie częstych błędów popełnianych w analizie finansowej, mających często istotny wpływ na wyciągane na podstawie tej analizy wnioski.

Ignorowanie różnic w konstrukcji wskaźników finansowych

Analiza wskaźnikowa nabiera szczególnego znaczenia, jeżeli obliczone wskaźniki finansowe porównuje się do średniej branżowej. Średnie branżowe albo autor danego opracowania oblicza sam, albo (częściej) wykorzystuje gotowe bazy danych, czy to w postaci biuletynów GUS, czy to wartości publikowane przez czasopismo „Rachunkowość”, czy też bazy z płatnych serwisów. Częstym rozwiązaniem jest także wykorzystywanie wielkości zapożyczonych z innych opracowań.

Niezależnie od źródła wielkości odniesieniowych, korzystanie z gotowych wartości zamiast obliczenia ich we własnym zakresie wiąże się często z niesprawdzeniem czy zastosowano te same definicje wskaźnika finansowego. To z kolei często powoduje, że istnieje ryzyko, że dokona się porównania dwóch bardzo różnych konstrukcji tego samego wskaźnika, co oczywiście może prowadzić do błędnych wniosków.

Na przykład, obliczając cykl należności w jednym opracowaniu (a) można użyć formuły należności bilansowe (krótkookresowe) na koniec roku podzielone przez przychody ze sprzedaży netto razy ilość dni w roku (365 dni), a w drugim opracowaniu (b) może to być średni stan należności (po odjęciu długookresowych należności handlowych) podzielony przez 1,22 (aby usunąć podatek VAT) podzielony przez roczny obrót (przychody ze sprzedaży netto plus pozostałe przychody operacyjne plus przychody finansowe). Na dodatek, mogło się zdarzyć, że jako liczbę dni w okresie wykorzystano nie zwyczajowe 360 czy 365

ale 252, bo tyle jest średnio dni roboczych w roku. Aby pokazać jak diametralną różnicę to może wносить, przyjmijmy, że:

- należności krótkookresowe na koniec roku = 10 000 zł,
- średni stan należności krótkookresowych = 8500 zł,
- w tym średni stan długookresowych należności handlowych = 7000 zł,
- przychody ze sprzedaży netto = 30 000 zł,
- obrót przedsiębiorstwa = 40 000 zł.

Wskaźnik obliczony zgodnie z definicją (a) wynosi $10\,000 / 30\,000 \times 365 = 122$ dni, natomiast obliczany zgodnie z drugą definicją (b) wynosi $[(8500 - 7000) / 1,22] / 40\,000 \times 365 = 12$ dni. Jeżeliby jeszcze przyjąć do obliczeń liczbę dni roboczych w roku, cykl należności wynosiłby 8 dni.

Bardzo częstym wskaźnikiem, dla którego poszukuje się wartości średnich jest wskaźnik płynności bieżącej i podwyższonej. Tutaj ponownie można porównywać dwie zupełnie odmienne konstrukcje wskaźnika, na przykład (a) aktywa bieżące podzielone przez zobowiązania bieżące, oraz (b) (aktywa bieżące – krótkookresowe rozliczenia międzyokresowe - aktywa bieżące, na których ustanowiono zabezpieczenie kredytu minus długookresowe należności handlowe – środki pieniężne w banku stanowiące zabezpieczenie spłaty kredytu) / (zobowiązania krótkookresowe – długookresowe zobowiązania handlowe – rozliczenia międzyokresowe). Poniżej, przedstawiono hipotetyczny przykład na obliczenie wskaźników według obydwu definicji:

- aktywa bieżące na koniec roku = 10 000 zł,
- krótkookresowe rozliczenia międzyokresowe = 3000 zł,
- zapasy, na których ustanowiono zabezpieczenie kredytu = 1000 zł,
- środki pieniężne w banku stanowiące zabezpieczenie kredytu = 2000 zł,
- długookresowe należności handlowe = 3000 zł,
- zobowiązania krótkookresowe = 5000 zł,
- (pasywne) rozliczenia międzyokresowe = 1000 zł,
- długookresowe zobowiązania handlowe = 1000 zł.

Gdyby obliczyć wskaźnik płynności bieżącej zgodnie z definicją (a) otrzymamy: $10\,000\ \text{zł} / 5000\ \text{zł} = 2,0$, a zgodnie z definicją (b) będzie to: $(10\,000 - 3000 - 2000 - 3000 - 1000) / (5000 - 1000 - 1000) = 1000 / 3000 = 0,33$. Przyjmując, że analityk finansowy by nie wiedział o zastawie na zapasach i środkach pieniężnych wskaźnik (b) wynosiłby $(10\,000 - 3000 - 3000) / (5000 - 1000 - 1000) = 4000 / 3000 = 1,34$.

Błędna interpretacja wskaźników finansowych

Innym dość częstym problemem analizy wskaźnikowej jest błędna interpretacja uzyskanych wyników. Pomijając sytuacje rzeczywiście trudne do interpretacji, często są to podstawowe błędy wynikające z niezrozumienia konstrukcji wskaźników. Typowym wskaźnikiem, który często doczeka się błędnej interpretacji są wskaźniki stopnia dźwig-

ni operacyjnej (DOL – ang. *degree of operating leverage*) oraz stopnia dźwigni finansowej (DFL – *degree of financial leverage*).

Problem zaczyna się od tego, że funkcjonują (co najmniej) dwie konstrukcje obydwu wskaźników, które jednak są oparte na nieco innej idei i które podlegają odmiennej interpretacji. Dla DOL pierwszą wersję wskaźnika oblicza się jako procentową zmianę wyniku operacyjnego podzieloną przez procentową zmianę sprzedaży. Druga wersja DOL obliczana jest jako (przychody ze sprzedaży netto – zmienne koszty operacyjne) podzielone przez (przychody ze sprzedaży netto – zmienne koszty operacyjne – stałe koszty operacyjne).

Dla DFL pierwsza konstrukcja obliczana jest jako procentowa zmiana wyniku finansowego brutto (lub netto) podzielona przez procentową zmianę wyniku na działalności operacyjnej. Druga formuła obliczana jest jako (przychody ze sprzedaży netto – zmienne koszty operacyjne – stałe koszty operacyjne) / (przychody ze sprzedaży – zmienne koszty operacyjne – stałe koszty operacyjne – koszty finansowe (z definicji stałe, bo nie zależą od sprzedaży)).

Prawdopodobnie właśnie z powodu funkcjonowania dwóch alternatywnych konstrukcji wspomnianych wskaźników, dość często można się spotkać z ich niewłaściwą interpretacją. Pierwsza formuła dla DOL pokazuje o ile procent zmieni się wynik operacyjny w reakcji na zmianę przychodów ze sprzedaży netto o jeden procent. DFL w wersji pierwszej pokazuje procentową reakcję wyniku finansowego brutto (lub netto) w reakcji na zmianę wyniku finansowego o jeden procent.

W wersji drugiej DOL przedstawia o ile złotych zmieni się wynik operacyjny, jeżeli przychody ze sprzedaży zmienią się o 1 zł, DFL pokazuje o ile złotych zmieni się wynik finansowy brutto w reakcji na zmianę wyniku operacyjnego o jeden złoty.

Stopnie dźwigni operacyjnej i finansowej nie są jedynymi wskaźnikami, w przypadku których można doszukać się błędów w interpretacji, błędy w interpretacji dość często pojawiają się także np. przy wskaźnikach zadłużenia i cyklach.

Zmiana w procentach czy punktach procentowych

Wskaźniki finansowe są często z definicji podawane jako wielkości procentowe, stąd przy analizie tempa ich zmian często występują nieporozumienia, co do określenia szybkości ich zmian. Jeżeli wskaźnik finansowy wynosił 5% i wzrósł do 10%, to wzrósł o 5 punktów procentowych (p.p.) ale o 50%.

Tak długo, jak długo części opisowej analizy towarzyszą tabele z wartościami, można domyślić się o co autorowi opracowania chodzi, jednak dość często błędem przy określaniu zmian towarzyszy nieodwoływanie się do konkretnych tabel z odpowiednimi wskaźnikami lub w ogóle brak tabel (np. tylko wykresy bez podanych wartości).

Koncentracja wyłącznie na analizie wskaźnikowej

Analiza wskaźnikowa jest oczywiście niezmiernie istotnym elementem analizy finansowej, lecz nie można ograniczać analizy finansowej wyłącznie do oceny wskaźników finansowych oraz do analizy wstępnej sprawozdań finansowych.

Istnieje duża grupa czynników jakościowych, które w istotny sposób rzutują na ocenę kondycji finansowej przedsiębiorstwa zarówno obecnie, jak i na prognozy jak ta sytuacja będzie się zmieniała w przyszłości. Należą do nich między innymi następujące kwestie:

- ile lat funkcjonuje przedsiębiorstwo (im dłużej, tym jest bardziej wiarygodne),
- jakie są dotychczasowe efekty działalności przedsiębiorstwa,
- czy rodzaj prowadzonej działalności dobrze rokuje na przyszłość,
- ocena rynku i strategii marketingowej, pozycja w branży obecnie i w przyszłości,
- ocena kierownictwa przedsiębiorstwa i jakości zarządzania,
- opinia o przedsiębiorstwie wśród kontrahentów i konkurentów,
- zdolności produkcyjne firmy, rentowność podstawowych produktów, asortyment, stopień zużycia majątku, stan pomieszczeń produkcyjnych i magazynowych,
- czy przedsiębiorstwo się ubezpiecza, do jakiego stopnia,
- w jakim tempie do tej pory przebiegał rozwój przedsiębiorstwa, jakie są prognozy na przyszłość,
- jakie przedsiębiorstwo ma możliwości zbytu.

Bardzo często w analizie finansowej brakuje tej jakościowej części analizy, tymczasem jest ona niezbędna do prawidłowej oceny przedsiębiorstwa. Wartości liczbowe muszą bowiem zgadzać się z ogólnym obrazem firmy, odpowiadającym na wymienione powyżej podstawowe pytania. Na przykład, w przypadku oceny jakości kredytowej przedsiębiorstwa na potrzeby banku, analiza wskaźnikowa stanowi jedynie 25% całkowitej oceny. Pozostała część obejmuje aspekty pozafinansowe, mające jednak istotny wpływ na sytuację finansową podmiotu gospodarczego:

1. Ocena sytuacji finansowej 25% oceny (wskaźniki rentowności 20%, wskaźniki płynności 15%, wskaźniki zadłużenia 20%, wskaźniki wiarygodności kredytowej 25%, projekcje finansowe 20%).
2. Aspekty pozafinansowe 40% oceny (ocena właściciela 37,5%, zasoby ludzkie 12,5%, procedury i organizacja 12,5%, produkt i technologia 12,5%, współpraca z otoczeniem 12,5%, zbytu 12,5%).
3. Pozycja konkurencyjna kredytobiorcy w sektorze 18%.
4. Ocena obszaru działania 12%.
5. Ocena uwarunkowań formalnych i prawnych otoczenia 5%.

Jak to wynika z przedstawionych proporcji, jedynie 25% ogólnej oceny wiarygodności przedsiębiorstwa jest bezpośrednio oparta na analizie wskaźnikowej. Wynika to z faktu, że sprawozdania finansowe dostarczają ograniczonej informacji o firmie i występuje potrzeba uzupełnienia tych informacji o dodatkowe elementy.

Należy również wspomnieć o możliwości zastosowania: analizy prognozy rentowności, marginesów bezpieczeństwa, cyklu życia produktów w danym przedsiębiorstwie, zbadania elastyczności kosztów, czy porównania cen pomiędzy danym przedsiębiorstwem a jego konkurencją.

Pomijanie kwestii ryzyka

Analiza wskaźnikowa traktowana jako analiza pojedynczych wskaźników nie daje zbyt dobrego obrazu ryzyka danego przedsiębiorstwa. Dopiero systemy oceny punktowej oparte na porównaniu wskaźników finansowych do średniej branżowej pozwalają oszacować ryzyko niewypłacalności przedsiębiorstwa. Alternatywą są modele prognozowania upadłości, które zastosowane w większej ilości dają dość wiarygodną ocenę czy firmie nie zagraża niewypłacalność. Niestety, w analizach finansowych niemalże zawsze brakuje zarówno metod punktowych, jak i wykorzystania modeli prognozowania upadłości. Można zatem zaryzykować stwierdzenie, że pomijając wskaźniki stopnia dźwigni operacyjnej i stopnia dźwigni finansowej, analizy finansowe rzadko uwzględniają jakiegokolwiek aspekty ryzyka w przedsiębiorstwie.

Niekiedy pewne aspekty ryzyka działalności gospodarczej można znaleźć w analizie wstępnej, gdyż doświadczeni analitycy zawsze zwracają uwagę na stabilność wzrostu sprzedaży i wyników finansowych. Trudno tutaj mówić o jakichkolwiek miarach ilościowych, gdyż odchylenie standardowe lub wariancja pokazują odchylenia od średniej zarówno dodatnie jak i ujemne, gdy tymczasem negatywne są jedynie spadki.

Należałoby zatem stworzyć nową miarę zmienności, uwzględniającą wyłącznie odchylenia ujemne i odnoszącą średnie odchylenie ujemne do średniej wielkości badanej zmiennej. Propozycję takiego miernika przedstawia tabela 1 (i dalszy opis).

Tabela 1

Przychody ze sprzedaży przedsiębiorstwa X (mln zł) oraz ich zmiana w ujęciu wartościowym w latach 2001–2007

Rok	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Sprzedaż	100	120	100	140	130	140	150
Zmiana w %	–	20	–20	40	–10	10	10
Zmiana (–)	–	0	20	0	10	0	0
Zmiana %	–	20%	–16,7%	40%	–7,1%	7,7%	7,1%

Źródło: opracowanie własne.

W oparciu o przychody ze sprzedaży przedstawione w drugim wierszu, obliczono ich zmianę wartościową w wierszu trzecim, a w wierszu czwartym pozostawiono tylko zmiany

ujemne. Średnia ujemna zmiana (przeliczając na 6 lat, za które posiadano obliczone zmiany sprzedaży) wyniosła 5 mln zł, co po odniesieniu do średniej sprzedaży dało 3,98%. A zatem w firmie istniało zagrożenie spadku sprzedaży, ale średnio na rok ten spadek wyniósł ok. 4%. Największy spadek jaki nastąpił wyniósł 16,7% sprzedaży z poprzedniego roku (jest to wysoka wartość, wydaje się że akceptowalnym poziomem jest 5%). Spadki odnotowano w 2 latach z 6 lat obserwowanych, czyli prawdopodobieństwo spadku sprzedaży wynosiło 1/3 (dość wysokie). A zatem, w oparciu o dane historyczne, nie można wykluczać spadku sprzedaży w kolejnych latach, przedsiębiorstwu nie zawsze udawało się podnieść przychody ze sprzedaży.

Zmiany sprzedaży warto także odnieść do zmian przychodów ze sprzedaży do całej branży (średnia dla firm o danym PKD) gdyż częściowo spadki mogą wynikać z pogorszenia koniunktury w całej branży (co nie oznacza, że bardzo dobre przedsiębiorstwo nie będzie zwiększało sprzedaży nawet przy niekorzystnej koniunkturze).

Tabela 2

Porównanie zmian sprzedaży w przedsiębiorstwie X do zmian sprzedaży w całej branży w latach 2001–2007

Rok	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Sprzedaż	100	120	100	140	130	140	150
Zmiana %	–	20,0%	–16,7%	40,0%	–7,1%	7,7%	7,1%
Branża	10 000	12 000	11 000	15 000	16 000	16 000	18 000
Zmiana %	–	20,0%	–8,3%	36,4%	6,7%	0,0%	12,5%

Źródło: opracowanie własne.

Jak to wynika z tabeli 2, spadki sprzedaży przedsiębiorstwa X były dużo wyższe niż zmiany sprzedaży w całej branży, co oznacza, że przedsiębiorstwo było obciążone wyższym ryzykiem niż cała branża.

Dostosowanie analizy finansowej do celu badania

Choć niewątpliwie wskaźniki finansowe są takie same niezależnie od celu, dla jakiego przeprowadza się analizę wskaźnikową (czy też szerzej, finansową), to jednak ich dobór powinien być związany z zagadnieniem, jakie podlega badaniu. Inaczej bowiem sprawdzane będzie przedsiębiorstwo pod kątem np. udzielenia długookresowego kredytu bankowego, a inaczej pod kątem kredytowania krótkookresowych należności handlowych. Inne pytania na które może odpowiadać analiza finansowa to np.:

- udzielenie zwolnień z zabezpieczenia krótkookresowych transakcji,
- wiarygodność kontrahenta pod kątem wywiązania się z umowy czy kontraktu,
- atrakcyjność jako podmiot przejęcia,

- atrakcyjność inwestycyjna dla potencjalnego udziałowca,
- atrakcyjność inwestycyjna dla funduszu venture capital.

W przypadku badania zdolności do obsługi zadłużenia, podstawowym pytaniem będzie kwestia zdolności spłaty zadłużenia i niskiego ryzyka utraty tej zdolności. A zatem, celem analizy będzie sprawdzenie stabilności sprzedaży i wyników finansowych i niepodejmovania przez zarząd ryzykownych projektów czy decyzji. W przypadku kredytowania krótkookresowego i ewentualnych zwolnień z zabezpieczeń będzie to pytanie o bieżącą płynność i porównanie do sytuacji w zeszłym roku. Atrakcyjność jako podmiot przejęcia to zapytanie o rentowność i dynamikę sprzedaży oraz bazę dostawców i odbiorców, atrakcyjność inwestycyjna to zbadanie potencjału rozwojowego pod kątem możliwości uzyskania dodatkowego kapitału (zwłaszcza z kredytów), innowacyjności, skłonności zarządu do podejmowania ryzyka w celu zmaksymalizowania tempa wzrostu.

Wiarygodność wywiązania się z kontraktu będzie badana przede wszystkim jako niezagrożenie utratą płynności i wypłacalności w okresie realizacji kontraktu i ocena charakteru zarządu – jak dużą wagę przywiązywano w przeszłości do rzetelnego rozliczania się z klientami i kontrahentami.

Odnoszenie się do ogólnych wielkości odniesieniowych zamiast do średnich branżowych dla danego PKD

Dość często, nawet poważne opinie sądowe wykorzystują ogólne wielkości odniesieniowe wskaźników finansowych, na przykład, że wskaźnik płynności bieżącej powinien być znacząco wyższy od 1,5 a wskaźnik płynności przyspieszonej nie niższy niż 1,0. Jakkolwiek słuszna jest ta zasada jako ogólna wytyczna dla przedsiębiorców, to jednak już wyciąganie wniosku że przedsiębiorstwo utraciło płynność gdyż jego wskaźnik płynności przyspieszonej wynosił 0,9 jest wnioskiem dość pochopnym, zwłaszcza jeżeli średnia branżowa dla przedsiębiorstw o tym PKD wynosiła w danym okresie 0,8.

Wydaje się również, że w przypadku specjalistycznych analiz, gdzie opinia analityka ma ogromny wpływ na los przedsiębiorstwa (np. udzielanie kredytu) konieczne jest operowanie średnimi branżowymi dla PKD dokładnie odpowiadającym głównej, wiodącej działalności danego przedsiębiorstwa (cztery cyfry nie tylko dwie pierwsze PKD). Może bowiem zachodzić istotna różnica we wskaźnikach finansowych np. przedsiębiorstw produkujących opony samochodowe i przedsiębiorstw zajmujących się bieżnikowaniem opon (tab. 3).

Dla porównania jeszcze warto spojrzeć na średnie branżowe publikowane w czasopiśmie „Rachunkowość”. Dla sekcji „Produkcja wyrobów gumowych i z tworzyw sztucznych” (PKD25) średni wskaźnik płynności zwykłej wynosił za rok 2006: 1,92 a wskaźnik płynności przyspieszonej: 1,24. Wartości maksymalne wynosiły (odpowiednio) 6,57 i 4,86 a minimalne: 0,21 i 0,03.

Tabela 3

Przykład różnic w średnich branżowych wskaźnikach finansowych dla różnych dwóch końcowych cyfr PKD za 4 kwartały 2006 roku

Wyszczególnienie	Produkcja wyrobów gumowych i z tworzyw sztucznych	Produkcja ogumienia dla środków transportu	Bieżnikowanie opon	Produkcja pozostałych wyrobów gumowych	Produkcja płyt, arkuszy, rur i kształtowników z tworzyw sztucznych	Produkcja opakowań z tworzyw sztucznych	Produkcja wyrobów z tworzyw sztucznych dla budownictwa	Produkcja pozostałych wyrobów z tworzyw sztucznych
PKD	PKD 25	PKD 2511	PKD 2512	PKD 2513	PKD 2521	PKD 2522	PKD 2523	PKD 2524
Bieżący	1,52	1,72	1,81	1,62	1,53	1,27	1,84	Dół formularza
Szybki	1,07	1,23	1,21	1,14	1,11	0,88	1,23	1,32
Zysk ze sprzedaży / sprzedaż	10,8%	10,3%	8,2%	12,3%	10,8%	9,7%	11,1%	11,0%
Zysk / przychody	4,4%	1,7%	3,6%	5,6%	5,7%	2,2%	6,2%	5,4%
EBIT / aktywa	7,9%	2,8%	11,2%	9,8%	10,0%	5,3%	12,7%	9,9%
EBIDAT / aktywa brutto	9,1%	5,5%	11,0%	9,6%	10,0%	8,1%	12,3%	10,7%
Zysk / aktywa netto	5,7%	1,5%	7,4%	7,3%	7,8%	2,8%	10,0%	7,6%
Rotacja aktywów	1,54	1,05	2,54	1,51	1,69	1,60	1,96	1,68
EBIT / majątek obrotowy	19,0%	8,2%	21,7%	24,2%	21,2%	12,7%	28,5%	22,3%
Kapitał / pasywa	51,4%	48,9%	57,6%	51,9%	55,2%	47,2%	59,4%	48,5%
Zysk / kapitał	11,1%	3,0%	12,8%	14,1%	14,2%	6,0%	16,9%	15,6%
Rotacja zapasów	43,39	48,65	37,38	44,26	41,34	42,66	43,25	40,50
Rotacja należności handlowych	55,94	72,49	42,99	55,69	62,05	52,33	41,74	57,14
Rotacja zobowiązań handlowych	49,47	72,49	37,63	51,66	47,20	46,49	32,30	50,52
Cykl obrotu gotówki	99,33	121,14	80,37	99,95	103,39	94,99	84,99	97,64
Kredyty i pożyczki / przychody	9,0%	2,1%	4,6%	5,1%	12,5%	14,3%	7,7%	11,5%
Kredyty i pożyczki długoterminowe / amortyzacja	75,7%	1,8%	42,4%	47,8%	106,5%	125,7%	72,6%	105,1%
Ebit / odsetki	7,44	3,08	7,24	12,51	10,77	3,91	10,62	9,01
Zobowiązania / aktywa brutto	32,2%	33,8%	31,0%	28,8%	30,2%	36,1%	27,0%	34,7%
Sprzedaż / zatrudnienie	313,72	533,37	212,59	221,82	468,62	345,34	313,42	232,28
Zysk ze sprzedaży / zatrudnienie	33,92	54,75	17,37	27,32	50,80	33,57	34,83	25,44
Inwestycje / sprzedaż	0,10	0,21	0,03	0,08	0,07	0,12	0,06	0,08
Inwestycje / amortyzacja	2,19	3,45	1,15	1,82	1,86	2,28	1,51	1,73

Źródło: baza danych Efect – corporate database.

Powyższy przykład prowokuje jeszcze jedną obserwację: średnie wskaźniki branżowe mogą zależeć od stosowanej bazy danych, jak to ilustruje przykład różnic pomiędzy średnią z bazy Effect i średnich publikowanych przez Stowarzyszenie Księgowych w Polsce.

Nieuwzględnianie przy stosowaniu wielkości wzorcowych wpływu wielkości przedsiębiorstwa

Stosowanie porównań do średniej branżowej jest definitywnie najlepszym sposobem określania sytuacji danego przedsiębiorstwa, jednak wydaje się, że konieczne jest przy tym zwrócenie uwagi na wielkość przedsiębiorstwa. Trudno określić, jaką definicją MSP się posługiwać: czy wielkością obrotu, czy wielkością aktywów czy też wielkością zatrudnienia, ale badania wskazują, że wraz ze wzrostem wielkości przedsiębiorstwa pewne wskaźniki ulegają poprawie. W szczególności, dla małych przedsiębiorstw wydaje się, że wskaźniki płynności i rentowności mogą być niższe o ok. 20% niż w przypadku dużych przedsiębiorstw (na podstawie Wyników finansowych podmiotów gospodarczych GUS). W przypadku analizy małych przedsiębiorstw, wydaje się szczególnie istotne porównanie ich do ich bezpośredniej konkurencji, z tej samej branży, tego samego regionu i o podobnej wielkości – choć pozostaje kwestią dyskusyjną czy można akceptować zanizone wskaźniki finansowe i uważać je za cechę tego segmentu przedsiębiorstw.

Niezamieszczanie na końcu wykonanej analizy tablicy z definicjami stosowanych wskaźników i samych sprawozdań

Z uwagi na rozbieżności w stosowanych definicjach wskaźników finansowych, brak dokładnych definicji wykorzystanych wskaźników razem z nazwami na końcu opracowania, stawia często pod znakiem zapytania wiarygodność całej analizy oraz jej porównywalność z innymi opracowaniami. Dodatkowym utrudnieniem mogą być również różne wersje sprawozdań finansowych: przed audytem, z korektami przed audytem, po audycie. Niekiedy można znaleźć 3 lub 4 wersje sprawozdań finansowych, które są opatrzone różnymi datami ich publikacji i jeżeli na końcu lub w środku analizy autor nie zamieści sprawozdań finansowych, na których się oparł wraz ze źródłem ich pochodzenia, może nie być wiadomo z której wersji korzystał.

Warto przy okazji zauważyć, że w przypadku np. sprawozdań kwartalnych spółek giełdowych często wspomniane sprawozdania zawierają błędy, przykładowe pomyłki to:

- mylenie skonsolidowanego sprawozdania z nieskonsolidowanym,
- niepodpisywanie które sprawozdanie jest skonsolidowane, a które nie,
- mylenie podpisów pod kolumnami z danymi np. podanie że są to dane za III kwartał 2006 roku, gdy w rzeczywistości jest to III kwartał 2007 roku, albo informacja że dane są wyłącznie za III kwartał 2008 roku gdy w rzeczywistości są to dane za kwartały I, II i III 2008 roku,

- niepodawanie waluty w której podawana jest dana wielkość, np. całe sprawozdanie jest podawane w złotych (nie wiadomo czy złotych czy tysiącach złotych) ale dywidenda jest podawana w euro, ale nie jest to nigdzie napisane.

Intepretacja wskaźników finansowych

Jest to prawdopodobnie największy problem analizy finansowej, a mianowicie nastawienie analityka i wybrany sposób interpretacji wskaźników finansowych. Analiza wskaźnikowa ma to do siebie, że jest bardzo wrażliwa na różnorodną interpretację. Podając najprostszy przykład, niższy od średniej branżowej wskaźnik rotacji zapasów można interpretować pozytywnie jako wyższą efektywność wykorzystywania zapasów, ale także jako objaw negatywny – zbyt niski poziom zapasów, zagrażający ciągłości produkcji i sprzedaży. Niższa rentowność od średniej branżowej może oznaczać niższe ryzyko ale także gorszy dochód na jednostce np. aktywów. Praktycznie jedynie modele prognozowania upadłości są w miarę jednoznaczne i obiektywne, gdyż pokazują które przedsiębiorstwa są zagrożone upadłością. Jednak także i tutaj niekiedy popełniane są błędy, gdy aplikuje się modele prognozowania upadłości obliczone np. dla firm budowlanych do firm usługowych, które co gorsza mogą w dużym stopniu bazować na leasingu i wynajmie.

Stosowanie tylko jednego modelu prognozowania upadłości

Wiele spośród polskich modeli prognozowania upadłości zostało stworzonych w oparciu o 20–25 przedsiębiorstw, czyli na stosunkowo małej próbie. Nawet jeżeli próba była zróżnicowana pod kątem formy własności i rodzaju działalności, raczej nie można oczekiwać, że objęła wszystkie sekcje działalności gospodarczej. Dodatkowo, modele powstawały w oparciu o dane za 2–5 lat a zatem za stosunkowo krótki okres. Stąd stosowanie tylko jednego z takich modeli do określenia zagrożenia upadłością jest ryzykowne, gdyż można bardzo łatwo dojść do błędnych wniosków. Tylko jeżeli w analizie zastosuje się dużą grupę modeli i przy zwróceniu uwagi czy można je zastosować do danego przedsiębiorstwa, można oczekiwać wiarygodnych rezultatów. Ponadto, modele prognozowania upadłości są zwykle cytowane za innym cytatem, rzadko kiedy odwołania następują bezpośrednio do oryginalnego źródła. W wyniku kolejnych odwołań, zwykle giną szczegółowe definicje wskaźników jakie należy zastosować do modelu i na przykład pojawia się potem problem czy „kapitał” w danym modelu oznacza „kapitał własny”, czy „pasywa ogółem” a może chodzi o „kapitał obrotowy netto”.

Wybieranie jedynie takich wskaźników finansowych, które służą z góry założonym wnioskowi

Niekiedy czytając opracowanie, trudno oprzeć się konkluzji, że jest ono przygotowane w celu udowodnienia z góry przyjętej tezy, na przykład w przypadku prospektów emisyj-

nych. Na przykład, przedsiębiorstwo zamieszcza sprawozdania finansowe z podziałem na działalność kontynuowaną i zaniechaną i oblicza także dla obydwu działalności wskaźniki finansowe (dla niektórych lat wspólnie). Alternatywnie, w prospekcie emisyjnym podawane są jedynie wskaźniki finansowe korzystnie świadczące o sytuacji przedsiębiorstwa, pomija się zaś te, które są niekorzystne (np. pomija się rentowność na poziomie sprzedaży, podając jedynie rentowność netto lub odwrotne).

W niektórych przypadkach podawane i akcentowane są wskaźniki najgorsze, np. że przedsiębiorstwo wydłużyło cykl należności i zobowiązań, albo że wygenerowało ujemne przepływy pieniężne z działalności operacyjnej, bez odniesienia się do pogarszającej się sytuacji w całej branży lub bez pokazywania pozytywnych aspektów (dodatni wynik na działalności operacyjnej, silny wzrost sprzedaży).

Brak podsumowania i wniosków końcowych, brak interpretacji wykonywanych obliczeń

Z punktu widzenia odbiorcy analizy finansowej, istotnym jest aby dostarczana mu analiza była spójna i pełna, czyli aby analityk zadał sobie trud napisania zrozumiałym językiem interpretacji obliczonych wskaźników i innych analiz. W wielu przypadkach element ten jest całkowicie pominięty lub wykonany niedbale i niezrozumiale, bez wyjaśnień i bez przedstawienia przyjętych założeń. Bardzo rzadko również na końcu analizy pojawiają się wnioski końcowe, których zadaniem ma być podsumowanie wykonanych czynności i podkreślenie najważniejszych obserwacji. Tymczasem analiza i synteza są podstawowymi narzędziami pracy analityka.

Brak podpisy osoby odpowiedzialnej za wykonaną analizę finansową

W przypadku jakichkolwiek ocen przedsiębiorstwa wydaje się niezbędne, aby zarówno wykonawcy, jak i osoba odpowiedzialna za całość projektu były wpisane albo na początku albo na końcu opracowania, wraz z danymi kontaktowymi.

W przypadku jakichkolwiek pytań albo wątpliwości, powinna być bowiem możliwość bezpośredniego kontaktu z autorami w celu dokonania dalszych ustaleń. Podobnie, bardzo często na początku analizy brakuje wspomnienia celu dla którego została ona wykonana oraz zleceniodawcy.

Podsumowanie

Podsumowując powyższe rozważania, należy stwierdzić, że wiele gotowych raportów i analiz dotyczących czy danej branży czy sytuacji danego przedsiębiorstwa wymaga bardzo dużej wnikliwości badawczej i dystansu, gdyż nie zawsze są do końca wiarygodne. Do pełnego zrozumienia wykonanych badań konieczna jest znajomość wszelkich definicji i założeń, jak i konkretnego pytania badawczego (tez badawczych).

W sytuacji gdy taka informacja towarzysząca jest niepełna, należy podchodzić z dużą ostrożnością do wszelkich wielkości liczbowych i ich interpretacji. W przypadku dostępnych sprawozdań finansowych często konieczne jest obliczenie wskaźników finansowych we własnym zakresie aby je skonfrontować ze wskaźnikami prezentowanymi w opracowaniu.

Problemem analizy finansowej jest również niezawiniony subiektywizm opinii analityka, gdyż analiza finansowa jest dziedziną w której zwykle nie ma jednoznacznych opinii i jednomyślnych wniosków. Wskaźniki finansowe czy inne metody obliczeniowe są jedynie narzędziami, które trzeba umiejętnie i mądrze zastosować.

CRITICAL EVALUATION OF SELECTED MISTAKES IN FINANCIAL ANALYSIS

Summary

The purpose of this article was to present a selected number of mistakes committed in financial analysis and to recommend a certain standard of contents of such financial reports.