

# PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

# RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

Nr 374

## Rachunek kosztów i rachunkowość zarządcza Teoria i praktyka

Redaktorzy naukowci  
Edward Nowak  
Zdzisław Kes



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu  
Wrocław 2015

Redaktor Wydawnictwa: Aleksandra Śliwka

Redaktor techniczny: Barbara Łopusiewicz

Korektor: Justyna Mroczkowska

Łamanie: Agata Wiszniowska

Projekt okładki: Beata Dębska

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się  
na stronie internetowej Wydawnictwa  
[www.wydawnictwo.ue.wroc.pl](http://www.wydawnictwo.ue.wroc.pl)  
[www.pracnaukowe.ue.wroc.pl](http://www.pracnaukowe.ue.wroc.pl)

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie  
wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu  
Wrocław 2015

**ISSN 1899-3192**

**ISBN 978-83-7695-475-2**

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk i oprawa:  
EXPOL, P. Rybiński, J. Dąbek, sp.j.  
ul. Brzeska 4, 87-800 Włocławek

## Spis treści

<b>Wstęp</b> .....	7
<b>Anna Balicka:</b> Sprawozdawczość środowiskowa w świetle nowej dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady .....	9
<b>Magdalena Chmielowiec-Lewczuk:</b> Wyznaczanie strategii kosztowych w ubezpieczeniowych spółkach akcyjnych i towarzystwach ubezpieczeń wzajemnych – podobieństwa i różnice .....	19
<b>Joanna Dyczkowska:</b> Nowe wyzwania dla spółek w zakresie sprawozdawczości: ujawnienia finansowe i pozafinansowe według Międzynarodowych Ram Raportowania Zintegrowanego .....	30
<b>Tomasz Dyczkowski:</b> Użyteczność informacji finansowych ze sprawozdań organizacji pożytku publicznego w ocenie ich dokonań przez darczyńców .....	42
<b>Joanna Dynowska:</b> Programy finansowo-księgowe wykorzystywane w gminach .....	57
<b>Rafał Jagoda:</b> Zarządzanie należnościami w kształtowaniu płynności finansowej przedsiębiorstw .....	70
<b>Zdzisław Kes:</b> Pojęcie kontroli a budżetowanie .....	81
<b>Marcin Klinowski:</b> Controlling w strukturach zorientowanych na projekty ..	91
<b>Robert Kowalak:</b> Zarządzanie dokonaniem w zakładzie gospodarowania odpadami .....	101
<b>Marcin Kowalewski:</b> Wykorzystanie benchmarkingu w pomiarze i zarządzaniu dokonaniem przedsiębiorstwa .....	114
<b>Wojciech Dawid Krzeszowski:</b> Mierniki oceny zarządu – analiza krytyczna .....	122
<b>Maria Nieplowicz:</b> Ewolucja zrównoważonej karty wyników na tle potrzeb zarządzających .....	132
<b>Edward Nowak:</b> Pojemność informacyjna rachunku zysków i strat mikro-jednostek .....	145
<b>Marta Nowak:</b> Rachunkowość zarządcza, rachunkowość behawioralna – dwie strony tego samego medalu .....	154
<b>Michał Poszwa:</b> Problem „uznaniowości” w ustalaniu kosztów uzyskania przychodów .....	162
<b>Marcin Wierzbiński:</b> Krytyczna analiza systemu regulacji cen ciepła .....	172

## Summaries

<b>Anna Balicka:</b> Environmental reporting in the light of the new directive of the European Parliament and Council .....	18
---	----

<b>Magdalena Chmielowiec-Lewczuk:</b> Determination of cost strategy for insurance joint stock companies and mutual insurance societies – similarities and differences .....	29
<b>Joanna Dyczkowska:</b> New reporting challenges for organizations: financial and non-financial disclosures according to the international integrated reporting framework .....	41
<b>Tomasz Dyczkowski:</b> Usefulness of financial data from public benefit organizations’ reports in performance assessment conducted by their donors .....	56
<b>Joanna Dynowska:</b> Integrated accounting software used in local municipal offices.....	69
<b>Rafał Jagoda:</b> Management of accounts receivable in shaping corporate liquidity .....	80
<b>Zdzisław Kes:</b> Control concept vs. budgeting .....	90
<b>Marcin Klinowski:</b> Management accounting in projects-oriented structures .....	100
<b>Robert Kowalak:</b> Performance management for the waste disposal plants....	113
<b>Marcin Kowalewski:</b> Using benchmarking in performance measurement and management systems .....	121
<b>Wojciech Dawid Krzeszowski:</b> Management board evaluation measures – critical analysis .....	131
<b>Maria Nieplowicz:</b> The evolution of Balanced Scorecard in respect of managers needs.....	144
<b>Edward Nowak:</b> Informational capacity of profit-and-loss accounts required from micro-entities .....	152
<b>Marta Nowak:</b> Management accounting, behavioral accounting – two sides of the same coin .....	161
<b>Michał Poszwa:</b> The problem of “discretion” in determining tax deductible expenses .....	170
<b>Marcin Wierziński:</b> Critical assessment of heat price regulation system ....	190

## Wojciech Dawid Krzeszowski

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu  
e-mail: wojciech.krzeszowski@ue.wroc.pl

---

# MIERNIKI OCENY ZARZĄDU – ANALIZA KRYTYCZNA

---

**Streszczenie:** Zarząd ma obowiązek realizacji określonych zadań wyznaczonych przez udziałowców. Przedstawiane zarządowi zadania mogą przybierać różną postać, a najczęściej są to mierniki wyrażone w postaci liczbowej. Wybór wskaźników oceny jest bardzo istotnym zagadnieniem, gdyż mają one określone wady i zalety, które powinny być przedmiotem rozważań na etapie podejmowania decyzji w tym zakresie. Celem artykułu jest dokonanie krytycznej analizy mierników oceny zarządu, z którymi stosunkowo często można spotkać się w praktyce gospodarczej. Należą do nich m.in: EBITDA, wynik finansowy netto oraz EVA.

**Słowa kluczowe:** ocena zarządu, mierniki oceny, ocena wyników.

DOI: 10.15611/pn.2015.374.11

## 1. Wstęp

Właściciel przedsiębiorstwa bezpośrednio lub pośrednio poprzez organy nadzorujące powołuje zarząd do prowadzenia spraw i reprezentowania podmiotu gospodarczego<sup>1</sup>. Zarząd ma obowiązek realizacji określonych zadań wyznaczonych przez udziałowców. Głównym celem jest zwykle maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa. Wpływ na nią mają różnorodne elementy, które w końcowym rezultacie mają przyczynić się do wzrostu bogactwa właściciela. Przedstawiane zarządowi zadania mogą przybierać różną postać, a najczęściej są to mierniki wyrażone w postaci liczbowej. Wybór wskaźników oceny jest bardzo istotnym zagadnieniem, gdyż mają one określone wady i zalety, które powinny być przedmiotem rozważań na etapie podejmowania decyzji w tym zakresie. Celem artykułu jest dokonanie krytycznej analizy mierników oceny zarządu, z którymi stosunkowo często można spotkać się w praktyce gospodarczej<sup>2</sup>. Należą do nich m.in: EBITDA, wynik finansowy netto, EVA.

---

<sup>1</sup> Patrz: Kodeks spółek handlowych.

<sup>2</sup> W rozważaniach uwaga została skoncentrowana na miernikach ogólnych, które mogą mieć zastosowanie w różnych podmiotach. Pominięto rozwiązania, które opisują wąski obszar działalności lub są charakterystyczne dla wybranych jednostek gospodarczych.

## 2. EBITDA

W ostatnim okresie do najbardziej popularnych mierników oceny zalicza się wskaźnik EBITDA. Odzwierciedla on zysk przed opodatkowaniem, spłatą odsetek oraz amortyzacją. W przybliżeniu EBITDA powinna reprezentować nadwyżkę środków pieniężnych osiągniętych z działalności, do której jednostka została powołana. W polskiej sprawozdawczości nie ma odpowiednika tej wartości we wzorcowym układzie rachunku zysków i strat. W krajowej praktyce i literaturze przyjmuje się, że EBITDA jest sumą wartości wyniku finansowego z działalności operacyjnej (traktowany jako EBIT) oraz amortyzacji. Odnosząc się do standardów amerykańskich, wynik z działalności operacyjnej odzwierciedla wynik ze sprzedaży w polskiej sprawozdawczości [Shim, Siegel 2001, s. 37]. Tym samym różni się on o wartość przychodów i kosztów z pozostałej działalności operacyjnej od wyniku z działalności operacyjnej. Na ich wartość składają się m.in. takie operacje, jak:

- zysk/strata ze sprzedaży i likwidacji środków trwałych oraz wartości niematerialnych i prawnych (koszt/przychód o charakterze, który zwykle nie jest powtarzalny);
- przychody rozliczane w czasie z tytułu otrzymanych wcześniej dotacji na sfinansowanie środków trwałych oraz prac rozwojowych (przychód o charakterze niepieniężnym);
- utworzenie oraz rozwiązanie odpisów aktualizujących wartość środków trwałych, środków trwałych w budowie, wartości niematerialnych i prawnych, należności oraz zapasów (koszt/przychód o charakterze niepieniężnym);
- koszty i przychody w związku z wniesionym do innego podmiotu aportem (koszt/przychód o charakterze niepieniężnym);
- utworzenie oraz rozwiązanie rezerw na przyszłe przewidywane zobowiązania oraz koszty (koszt/przychód o charakterze niepieniężnym).

Wymienione przykłady nie wyczerpują listy operacji mających wpływ na wynik z pozostałej działalności operacyjnej<sup>3</sup>. Jednak już na ich podstawie można wysnuć wniosek, że istotna wartość kosztów i przychodów kształtujących wynik z tej działalności nie wiąże się z przepływem pieniądza lub trudno jest wskazać, że ma charakter powtarzalny. Operacje z tym związane w dużym stopniu mogą zniekształcać obraz rzeczywistej sytuacji i stanowić np.: od kilkunastu do kilkudziesięciu procent wyniku finansowego jednostki. W omawianej sytuacji wydaje się, że lepszym przybliżeniem EBIT-u byłby jednak wynik ze sprzedaży, który w założeniach powinien odzwierciedlać rezultaty bieżącej, powtarzalnej działalności.

Do innych ograniczeń wyniku z działalności operacyjnej należy zaliczyć<sup>4</sup>:

<sup>3</sup> W zakresie operacji kształtujących wynik z pozostałej działalności operacyjnej zob. np.: [Pałka 2007, s. 534-557].

<sup>4</sup> W omawianym zakresie patrz m.in.: [Rappaport 1999, s. 15-35; Sierpińska 1999, s. 37-38; Nita 2007, s. 107-108; Jackson 2008].

- brak odzwierciedlenia w nim zaangażowania związanego z kapitałem obrotowym. Klasycznym przykładem manipulacji w tym zakresie może być wzrost przychodów związany z rozluźnieniem polityki kredytu kupieckiego i równocześnie wyniku finansowego przez rozłożenie tych samych kosztów stałych na większy wolumen. Jednak prawdopodobnie będzie to negatywnie oddziaływać na ściągalskość należności i płynność finansową przedsiębiorstwa w przyszłości;
- dokonywanie nielegalnych zabiegów zawiżających wynik, takich jak wystawianie faktur sprzedaży, a następnie ich korekta w następnym okresie. Wprawdzie później nastąpi obniżenie przychodów i wyników, jednak już po sporządzeniu sprawozdania finansowego, na podstawie którego będzie dokonywana ocena. Innym przykładem jest kapitalizacja kosztów jako aktywów (remontów traktowanych jako modernizacje, nakładów na reklamę, zdobywania klientów itp.), które od razu powinny obciążać wynik finansowy przedsiębiorstwa;
- możliwość kształtowania polityki rachunkowości, np.: w odniesieniu do tworzenia odpisów aktualizujących wartość należności i zapasów. Dodatkowo nie wszystkie przedsiębiorstwa postępują uczciwie w tym zakresie i manipulują poziomem odpisów aktualizujących w celu uzyskania „odpowiedniego” poziomu wyniku finansowego. Z omawianym zagadnieniem wiąże się także temat odpisów aktualizujących wartość środków trwałych oraz wartości niematerialnych i prawnych z tytułu trwałej utraty wartości<sup>5</sup> i związanej z tym wartości odzyskiwalnej. Wartość ta jest bieżącą, szacunkową wartością przyszłych przepływów środków pieniężnych, których wystąpienia oczekuje się z tytułu dalszego użytkowania składnika aktywów oraz jego zbycia na zakończenie okresu użytkowania. Tego typu szacunki mogą podlegać znaczącym manipulacjom w zależności od przyjętych założeń.

Dokonując oceny miernika EBITDA, należy dodatkowo zwrócić uwagę na fakt, że nie zawiera on informacji z zakresu nakładów inwestycyjnych ponoszonych przez przedsiębiorstwo. Można bowiem zwiększać jego wartość, ale niekoniecznie może być to dla przedsiębiorstwa opłacalne.

Przykład 1

Założenia:

- przedsiębiorstwo dokonuje nakładów inwestycyjnych w wysokości 40 mln zł (stopa amortyzacji 10%);
- planowany wynik z działalności operacyjnej roczny (EBIT) 1 mln zł;
- stopa opodatkowania 20%;
- stopa dyskontowa (średni ważony koszt kapitału – WACC) 10%.

Dla uproszczenia przykładu założono brak zmian w kapitale obrotowym.

---

<sup>5</sup> Szerzej na ten temat zob.: Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej, MSR 36.

**Tabela 1.** Wyliczenia wartości NPV inwestycji (w mln zł)

Okres	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Nakłady inwestycyjne	-40										
EBIT		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Podatek (20%)		0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Amortyzacja (10%)		4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Przepływy pieniężne podlegające dyskontowaniu		4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8
WACC		10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Współczynnik dyskonta		1,10	1,21	1,33	1,46	1,61	1,77	1,95	2,14	2,36	2,59
Przepływy pieniężne zdyskontowane		4,36	3,97	3,61	3,28	2,98	2,71	2,46	2,24	2,04	1,85
NPV	-10,51										

Źródło: opracowanie własne.

Przedstawiona kalkulacja jednoznacznie wskazuje, że pomimo wzrostu EBITDA o 5 mln zł (1+4) projekt nie przyniesie w przedsiębiorstwie oczekiwanego wzrostu, przy założonym koszcie kapitału, ze względu na ujemną wartość NPV.

Uwzględniając wymienione uwagi, należy stwierdzić, że posługiwanie się jedynie wartością EBITDA w ocenie może prowadzić do błędnych wniosków<sup>6</sup>.

### 3. Wynik finansowy netto

Wynik finansowy netto, podobnie jak EBITDA jednostki gospodarczej, należy do popularnych mierników oceny. Pomimo że uwzględnia on wszystkie koszty i przychody kształtujące wynik oraz obciążenie z tytułu podatku dochodowego, posiada istotne wady, do których należy zaliczyć (oprócz wymienionych wcześniej wad EBIT-u):

- wybór sposobu naliczania oraz kształtowania stawek amortyzacyjnych; w zależności od decyzji w tym zakresie można zwiększać lub obniżać jego wartość;
- kształtowanie jego wartości przez operacje w zakresie działalności finansowej, które często nie są powtarzalne i charakterystyczne dla normalnego toku działalności, do których zalicza się m.in. zrealizowane dodatnie i ujemne różnice kursowe oraz zyski/straty ze zbycia aktywów finansowych (charakter nieciąg-

<sup>6</sup> Miernik ten jest wykorzystywany również do oceny wielkości zadłużenia jako relacja długu oprocentowanego do EBITDA. Do pomiaru skuteczności działania zarządu stosuje się także wartość przychodów ze sprzedaży, których zastosowanie jako miernika i ograniczenia z nim związane zostały częściowo wymienione przy omawianiu EBITDY. Ze względu na ramy opracowania wskaźniki te nie będą szerzej przedstawiane w artykule.



gły), aktualizacji wartości aktywów finansowych (koszty/przychody niezwiązane z przepływem pieniądza) itp.;

- zawiera koszt z tytułu obsługi zadłużenia, co zniekształca możliwość porównywania wyników przy zmieniającym się zadłużeniu przedsiębiorstwa (rentowność kapitałów własnych będzie się różnie kształtować w zależności od poziomu oprocentowanego długu);
- jest m.in. kształtowany przez zyski i straty nadzwyczajne, które mają charakter jednorazowy, będące skutkiem zdarzeń trudnych do przewidzenia i niezwiązanych z ogólnym ryzykiem jej prowadzenia (pożar, powódź itp.);
- manipulowanie aktywami z tytułu odroczonego podatku dochodowego, których utworzenie powoduje zwiększenie wyniku finansowego netto (przykładem są aktywa utworzone z tytułu poniesionej straty podatkowej bez właściwych przesłanek mówiących o możliwości jej rozliczenia w przyszłości).

Wskazane wady wyniku finansowego netto także wskazują na liczne ograniczenia związane z możliwością jego zastosowania jako miernika oceny działalności zarządu.

#### 4. EVA

Do innych mierników oceny zarządu niż wyniki księgowe należy zaliczyć ekonomiczną wartość dodaną EVA. Formuła na obliczanie jej wartości przedstawia się następująco [Nita 2007, s. 110-117 oraz Dudycz 2002, s. 198-207]:

$$EVA_t = \text{skorygowany EBIT} \times (1-T) - WACC_t \times IC_{t-1},$$

gdzie:

skorygowany EBIT – wynik z działalności operacyjnej<sup>7</sup> w okresie t po dokonaniu korekt,

T – stawka opodatkowania przedsiębiorstwa,

$WACC_t$  – średni ważony koszt kapitału w okresie t,

$IC_{t-1}$  – kapitał zainwestowany w okresie t-1.

Ekonomiczna wartość dodana zawiera oprócz kosztu kapitału obcego także koszt kapitału własnego, co stanowi najważniejszą różnicę w stosunku do EBIT-u i równocześnie zaletę, oraz uwzględnia opodatkowanie. Ponadto w celu obliczenia skorygowanego EBIT konieczne jest dokonanie szeregu korekt omawianych m.in. w przedstawionej literaturze. Ich uwzględnienie wiąże się jednak z licznymi trudnościami w praktyce gospodarczej, co wynika z liczby koniecznych modyfikacji, oraz niejednokrotnie trudnością w dokonaniu odpowiednich korekt ze względu na brak jednoznacznej procedury w tym zakresie. Z kolei nieuwzględnienie korekt będzie wiązać się z tymi samymi ograniczeniami, co wcześniej wymienione wady

<sup>7</sup> Tak jak zaznaczono już wcześniej w artykule, do dyskusji pozostaje kwestia definicji EBIT. Ze względu na liczne opracowania literaturowe z tego zakresu uwaga została skoncentrowana jedynie na analizie krytycznej ekonomicznej wartości dodanej.

miernika EBIT. Kolejnym problemem, który może powstawać przy obliczaniu EVA, jest określenie kosztu kapitału własnego. W przypadku przedsiębiorstw notowanych na giełdzie wykorzystuje się do tego celu modele Gordona oraz wyceny aktywów CAPM. Jednak ich zastosowanie też może być znacząco utrudnione w sytuacji, kiedy przedsiębiorstwo nie wypłaca dywidendy (model Gordona) lub w okresie bessy na rynku akcyjnym (CAPM). Rozwiązaniem w opisywanych przypadkach oraz w odniesieniu do przedsiębiorstw nienotowanych na giełdzie może być podejście oparte na założeniu, że kosztem kapitału własnego jest minimalna wymagana stopa zwrotu przez akcjonariusza/udziałowca. Nie zmienia to jednak faktu, że zastosowanie miernika EVA do oceny zarządu wiąże się z licznymi komplikacjami.

## 5. Czy istnieją mierniki oceny zarządu pozbawione wad?

Wydaje się, że odpowiedź na tak postawione pytanie powinna być negatywna. Wynika to z faktu, że praktycznie każdy miernik ma zarówno wady, jak i zalety. Ponadto mierniki oceny powinny się charakteryzować względnie prostą i jednoznaczną konstrukcją, która umożliwi rozliczanie ich późniejszej realizacji. Teoretycznie istnieje możliwość stworzenia miernika pozbawionego wad poprzez uwzględnienie w nim bardzo dużej liczby korekt. W praktyce jednak można zaobserwować tendencję do upraszczania ich konstrukcji i jednoznacznego ich zdefiniowania. Zdaniem autora do najistotniejszych kryteriów oceny osób zarządzających, oprócz realizowanych rezultatów działalności wyrażonych w postaci wyniku finansowego netto, EBIT-DY czy EVA<sup>8</sup>, powinny należeć generowane przepływy z działalności operacyjnej z uwzględnieniem przepływów z działalności inwestycyjnej.

Według ustawowego wzoru rachunku przepływów pieniężnych obowiązującego w Polsce, definicja przepływów pieniężnych z uwzględnieniem poszczególnych rodzajów działalności przedstawia się w sposób pokazany w tab. 2.

Zdaniem autora zwłaszcza miernik w postaci wartości przepływów z działalności operacyjnej powinien stanowić obowiązkowe uzupełnienie oceny osób zarządzających przedsiębiorstwem. Wynika to z faktu, że w dużej części jest on pozbawiony wymienionych wcześniej wad mierników w postaci wyników finansowych. Przepływy z działalności operacyjnej odzwierciedlają bowiem nadwyżkę środków pieniężnych z podstawowej działalności jednostki, do której została powołana. Wynik finansowy netto jest skorygowany o<sup>9</sup>:

1) operacje o charakterze niepieniężnym, takie jak np.: amortyzacja, zawiązanie i rozwiązanie odpisów aktualizujących, memoriałowe różnice kursowe i odsetki, przyrost stanu należności oraz zobowiązań związanych z działalnością operacyjną, ujmowana na dobro przychodów rozliczana w czasie dotacja, a otrzymana w okresach poprzednich itp.;

<sup>8</sup> Dokonując oceny, należy jednak uwzględnić wymienione wcześniej zastrzeżenia.

<sup>9</sup> W kwestii szczegółowych korekt patrz np.: [Śniezek, Wiatr 2011].

**Tabela 2.** Wzór definicji rachunku przepływów pieniężnych według polskiej sprawozdawczości

<b>A. Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej</b>
<b>I. Zysk (strata) netto</b>
<b>II. Korekty razem</b>
1. Amortyzacja
2. Zyski (straty) z tytułu różnic kursowych
3. Odsetki i udziały w zyskach (dywidendy)
4. Zysk (strata) z działalności inwestycyjnej
5. Zmiana stanu rezerw
6. Zmiana stanu zapasów
7. Zmiana stanu należności
8. Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych, z wyjątkiem pożyczek i kredytów
9. Zmiana stanu rozliczeń międzyokresowych
10. Inne korekty
<b>III. Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej (I+/-II)</b>
<b>B. Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej</b>
<b>I. Wpływy</b>
1. Zbycie wartości niematerialnych i prawnych oraz rzeczowych aktywów trwałych
2. Zbycie inwestycji w nieruchomości oraz wartości niematerialne i prawne
3. Z aktywów finansowych, w tym:
– zbycie aktywów finansowych
– dywidendy i udziały w zyskach
– spłata udzielonych pożyczek długoterminowych
– odsetki
– inne wpływy z aktywów finansowych
4. Inne wpływy inwestycyjne
<b>II. Wydatki</b>
1. Nabycie wartości niematerialnych i prawnych oraz rzeczowych aktywów trwałych
2. Inwestycje w nieruchomości oraz wartości niematerialne i prawne
3. Na aktywa finansowe, w tym:
– nabycie aktywów finansowych
– udzielone pożyczki długoterminowe
4. Inne wydatki inwestycyjne
<b>III. Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej (I-II)</b>
<b>C. Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej</b>
<b>I. Wpływy</b>
1. Wpływy netto z wydania udziałów (emisji akcji) i innych instrumentów kapitałowych oraz dopłat do kapitału

2. Kredyty i pożyczki
3. Emisja dłużnych papierów wartościowych
4. Inne wpływy finansowe
<b>II. Wydatki</b>
1. Nabycie udziałów (akcji) własnych
2. Dywidendy i inne wypłaty na rzecz właścicieli
3. Inne niż wypłaty na rzecz właścicieli wydatki z tytułu podziału zysku
4. Spłaty kredytów i pożyczek
5. Wykup dłużnych papierów wartościowych
6. Z tytułu innych zobowiązań finansowych
7. Płatności zobowiązań z tytułu umów leasingu finansowego
8. Odsetki
9. Inne wydatki finansowe
<b>III. Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej (I-II)</b>
<b>D. Przepływy pieniężne netto razem (A.III+/-B.III+/-C.III)</b>

Źródło: Ustawa o rachunkowości, załącznik nr 1.

2) operacje o charakterze pieniężnym, ale niezwiązane z działalnością operacyjną, takie jak np.: odsetki otrzymane i zapłacone dotyczące działalności inwestycyjnej lub finansowej, wpływy ze sprzedaży środków trwałych itp.;

3) operacje związane z działalnością operacyjną, lecz niezajdujące w danym okresie odzwierciedlenia w wyniku finansowym jednostki gospodarczej, do których zalicza się np.: zmniejszenie stanu należności oraz zobowiązań związanych z działalnością operacyjną, zwiększenie stanu zapasów, zwiększenie rozliczeń międzyokresowych czynnych itp.

Poprzez wyeliminowanie wskazanych elementów przepływy z działalności operacyjnej zdecydowanie lepiej niż np. EBITDA odzwierciedlają przepływy pieniężne związane ze standardową działalnością jednostki. Należy jednak pamiętać, że do przedstawionego miernika także nie można podchodzić bezkrytycznie. Przykładami sytuacji, w których istnieje możliwość manipulowania nadwyżką środków pieniężnych z działalności operacyjnej, jest:

- zwiększanie zobowiązań z tytułu dostaw i usług poprzez nieterminowe płatności;
- sztuczne zmniejszanie poziomu zapasów poprzez wyprzedaj z zaniżonymi cenami (ich zmniejszenie wpłynie wprawdzie pozytywnie na poziom gotówki, ale równocześnie będzie prawdopodobnie negatywnie oddziaływać na sprzedaż realizowaną w przyszłych okresach);
- obniżenie należności poprzez wprowadzenie faktoringu bez względu na koszty, które są z tym związane.

Ponadto stan środków pieniężnych z działalności operacyjnej może być na moment oceny zniekształcony ze względu na sezonowość (przykładem może być charakterystyczny w tym okresie dla danego podmiotu wzrost stanu zapasów lub należności) lub operacje o charakterze jednorazowym, które nie muszą powtórzyć się w przyszłości (przykładem może być wzrost stanu należności w związku z przejściowymi trudnościami znaczącego kontrahenta lub spółki-matki).

Kolejnym istotnym zagadnieniem związanym z oceną zarządu jest kwestia przepływów z działalności inwestycyjnej. Tak jak wskazano już w przykładzie 1, realizacja nakładów inwestycyjnych nie musi wiązać się z przyrostem wartości firmy. Konieczna staje się więc analiza opłacalności tych nakładów nie tylko na etapie planowania przedsięwzięcia, ale także później, po realizacji inwestycji. Może się to odbywać poprzez ocenę dodatkowego przyrostu wyniku ze sprzedaży lub wartości EBITDY w powiązaniu z założeniami planowanymi. Innym sposobem weryfikacji oceny sprawności działalności zarządu jest ocena łącznej wartości przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej i inwestycyjnej. Miernik ten ma jednak istotną wadę wynikającą z faktu, że znaczące nakłady na nowe środki trwałe oraz wartości niematerialne i prawne mogą odbywać się cyklicznie raz na kilka lat. Rozwiązaniem w tej sytuacji mogłaby być ocena wydatków w dłuższej perspektywie czasowej. Ponadto należy pamiętać, że przepływy z działalności inwestycyjnej mogą zostać zniekształcone poprzez operacje o charakterze jednorazowym, takie jak sprzedaż środków trwałych lub zakup/sprzedaż aktywów finansowych.

Jak wynika z przykładów, również zastosowanie tych mierników nie może być dokonywane w sposób bezkrytyczny. Z drugiej strony traktowanie mierników EBITDY lub EVA jako jedynych jest mocno dyskusyjne. Zdaniem autora to właśnie przepływy z działalności operacyjnej w powiązaniu z działalnością inwestycyjną stanowią najlepszy miernik oceny.

## 6. Zakończenie

Temat mierników oceny działalności zarządu jest zagadnieniem bardzo szerokim i trudnym do jednoznacznego zdefiniowania. Każdy z właścicieli powinien przed ich zdefiniowaniem precyzyjnie określić swoje oczekiwania, będąc świadomym jednocześnie wad i zalet poszczególnych mierników. Konieczna jest w tym zakresie odpowiednia wiedza i doświadczenie, gdyż istnieją możliwości manipulowania tymi wielkościami. Wynika to z faktu, że osoby zarządzające są bezpośrednio zainteresowane realizacją wyznaczonych im zadań i uzyskaniem z tego tytułu określonych premii. Jak wskazuje praktyka, często realizacja celów odbywa się poprzez nielegalne działania, które wcześniej czy później negatywnie wpływają na sytuację przedsiębiorstwa. Z tego względu oprócz odpowiedniego zdefiniowania omawianych mierników konieczna jest także rzetelna weryfikacja zrealizowanych wartości.

## Literatura

- Dudycz T., 2002, *Finansowe narzędzia zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław.
- Jackson C., 2008, *Bajki w świecie biznesu. Mroczna prawda o fałszowaniu sprawozdań finansowych*, PWN, Warszawa.
- Kodeks spółek handlowych (Dz.U. z 2000 r., nr 94, poz. 1037 z późniejszymi zmianami; Dz.U. z 2013 r., poz. 1030, z 2014 r., poz. 265).
- Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej*, 2007, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce oraz IASCF, London.
- Nita B., 2007, *Metody wyceny i kształtowania wartości przedsiębiorstwa*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Pałka M., 2007, *Zakładowy plan kont z komentarzem*, Ekspert, Wrocław.
- Rappaport A., 1999, *Wartość dla akcjonariuszy*, WIG Press, Warszawa.
- Shim J., Siegel J., 2001, *Dyrektor finansowy*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa.
- Sierpińska M., 1999, *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, Warszawa.
- Śnieżek E., Wiatr M., 2011, *Praktyczne aspekty sprawozdawczości przepływów pieniężnych*, Oficyna Wolters Kluwer business, Warszawa.
- Ustawa o rachunkowości (Dz.U. z 1994, nr 121, poz. 591 z późniejszymi zmianami; Dz.U. z 2013 r., poz. 330, 613).

## MANAGEMENT BOARD EVALUATION MEASURES – CRITICAL ANALYSIS

**Summary:** Management board is responsible for delivering specific tasks assigned by shareholders. These tasks can take on different forms. Most often they are measures expressed as numbers. The choice of evaluation measures is a very important issue because they have specific pros and cons that should be taken into account at a stage of making decisions in this regard. The paper's objective is a critical analysis of the management board evaluation measures typical in business practice as well as presenting the author's view on the matter. The measures include *inter alia*: EBITDA, net financial result and EVA.

**Keywords:** board evaluation, evaluation measures.