

# Mirosław Krajewski

---

## Kierunki oceny zarządzania wynikiem finansowym przedsiębiorstw

---

Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H, Oeconomia 46/1,  
107-113

---

2012

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](http://bazhum.muzhp.pl), gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach  
dozwolonego użytku.

MIROSLAW KRAJEWSKI

*Kierunki oceny zarządzania  
wynikiem finansowym przedsiębiorstw*

---

Directions of assessment of the financial result management in businesses

## **Wprowadzenie**

Wynik finansowy przedsiębiorstwa jako kategoria ekonomiczna może mieć różne wymiary finansowo-analityczne. Możemy do nich zaliczyć:

- wymiar poziomu efektywności działalności gospodarczej,
- wymiar sprawności działania,
- wymiar efektywności wyboru kapitału finansującego działalność gospodarczą,
- wymiar rozwoju i wzrostu przedsiębiorstwa.

System zarządzania finansami w przedsiębiorstwie dotyczy różnych obszarów działalności oraz określa metody i narzędzia ich oceny. W tak rozumianym systemie dokonuje się wyboru optymalnego wariantu związanego z określoną decyzją gospodarczą.

Zagadnienie analizy wartości w przedsiębiorstwie urasta do niezwykle ważkiego problemu w ramach funkcjonowania przedsiębiorstw, a dobra znajomość narzędzi i reguł oceny wartości jest decydującym czynnikiem o ich pozycji w otoczeniu bliższym i dalszym. Wynika to z tego, że przedsiębiorstwa te działają w coraz dynamiczniejszym i zarazem agresywniejszym otoczeniu, a to determinuje ich pozycję rynkową, sposób funkcjonowania, a także sytuację finansową.

Wieloaspektowość efektywnego zarządzania jest ważna z punktu widzenia członkostwa Polski w Unii Europejskiej. Europejskie standardy rachunkowości, prawa gospodarczego i finansowego stanowią filar dla każdego kraju wchodzącego w skład Unii. W związku z tym przedsiębiorstwa polskie muszą działać na podstawie

współczesnych narzędzi systemowych umożliwiających prowadzenie działalności w gospodarce rynkowej.

Rola przedsiębiorstwa w gospodarce rynkowej jest więc znacząca w rozwoju społecznym i gospodarczym każdego kraju. Staje się ono miejscem realizacji potrzeb kapitału ludzkiego oraz powoduje powstanie takich wartości rzeczowych i finansowych, które stanowią o taktyce i strategii rozwoju gospodarczego.

Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa zawsze związane jest z dużą niepewnością i ryzykiem, a równocześnie z dużymi szansami. Bardzo ważne dla zmniejszenia ryzyka są szybkie i wiarygodne informacje dotyczące kondycji finansowej przedsiębiorstwa oraz profesjonalizm menedżerów. Podejmowanie decyzji dotyczących zarządzania finansowego lokalizuje się w strukturze organizacyjnej przedsiębiorstwa na poziomie zarządu przedsiębiorstwa oraz – co jest istotne – uzależnione jest od decyzji właścicieli. W związku z tym zarząd przedsiębiorstwa musi znać istotę procesów finansowych, aby mógł podejmować racjonalne bieżące, taktyczne i strategiczne decyzje finansowe.

### **1. Wynik finansowy w aspekcie poziomu efektywności działalności gospodarczej przedsiębiorstwa**

Wszystkie przedsiębiorstwa powinny posługiwać się efektywnym zarządzaniem w działaniach operacyjnych, taktycznych i strategicznych. Generalnie ocena przedsiębiorstw nie może tylko opierać się na wynikach kwantytatywnych, lecz musi wiązać się z badaniami jakościowymi nacechowanymi dążeniami do wzrostu wartości przedsiębiorstwa. Dlatego też istotne jest ciągle poszukiwanie metod, które w sposób jasny i precyzyjny określą poziom wykorzystania oraz miary oceny gospodarowania zasobami trwałymi i obrotowymi, a także kapitałami.

Działalność gospodarcza to nie tylko produkowanie i szukanie możliwości zwiększania produkcji. Sztuką w przedsiębiorstwie jest sprzedaż wyprodukowanych produktów finalnych i skrócenie czasu zamiany należności na gotówkę, co wiąże się z problemem ich windykacji.

Z finansowego punktu widzenia wyższym etapem po realizacji sprzedaży jest optymalne wykorzystanie uzyskanych środków finansowych<sup>1</sup> z działalności:

- a) operacyjnej,
- b) inwestycyjnej,
- c) z operacji finansowych.

Podejmowanie decyzji gospodarczych w przedsiębiorstwie powinno kierować się zasadą, iż największe efekty finansowe i niefinansowe uzyskuje się przy najwyższym stopniu ryzyka. Wynika z niej, że podejmując decyzje gospodarcze co do kierunku prowadzenia działalności gospodarczej lub kierunków inwestowania, należy mieć na

---

<sup>1</sup> M. Krajewski, *Problemy efektywnego zarządzania majątkiem obrotowym w przedsiębiorstwie*, Uniwersytet Gdański, Gdańsk 1998, s. 18–22.

uwadze zależność pomiędzy możliwościami uzyskania coraz wyższej rentowności z coraz wyższym ryzykiem.

Wynika z tego, iż każde przedsięwzięcie inwestycyjne wiąże się z powstaniem określonego ryzyka związanego z prawdopodobieństwem wystąpienia zysku lub straty. Zgodnie z prezentowaną zasadą finansową procent ryzyka wzrasta wraz ze wzrostem przewidywanej kwoty zysku (coraz większą oczekiwaną rentownością).

Inną zasadą jest stwierdzenie, iż w przedsiębiorstwie nie jest sztuką wyprodukować określoną ilość dóbr czy usług, ale sztuką jest ich sprzedaż oraz ponowne zainwestowanie uzyskanych środków finansowych w celu ciągłego pomnażania wartości. Warunkiem spełnienia tej zasady jest wysoki poziom windykacji.

Tak więc zarządzanie finansami powinno być związane z tworzeniem portfeli inwestycyjnych w ramach prowadzonej działalności gospodarczej. Portfele te mogą przyczynić się do zmniejszenia ryzyka poprzez różne kierunki aktywności gospodarczej od zróżnicowania działalności operacyjnej ( bieżącej ) do dywersyfikacji operacji finansowych przedsiębiorstwa. Przykładowo w portfelu inwestycyjnym przedsiębiorstwo może zawierać zarówno działalność wytwórczą, handlową czy usługową, jak i lokaty terminowe czy papiery wartościowe.

## 2. Wynik finansowy w aspekcie sprawności działania

Przedsiębiorstwo możemy określić jako zespół elementów o charakterze społecznym i produkcyjnym. Produkcja i rozdział dóbr rzeczowych, jak też oferowanie i świadczenie usług dokonuje się w przedsiębiorstwie w celu zaspokajania ludzkich potrzeb<sup>2</sup>. Społeczny charakter ujawnia się przez ludzi, którzy tworzą przedsiębiorstwo, i dzięki swojej pracy kontynuują aktywność przedsiębiorstwa. W ramach zarządzania aktywami przedsiębiorstwa, których cechą szczególną jest wytwarzanie nowej wartości, wykorzystuje się czynniki aktywne (przyspieszające), np. skuteczna windykacja należności, oraz czynniki pasywne (zwalniające), np. mniejszy przyrost rzeczowych w stosunku do finansowych składników majątku trwałego. Tak rozumiane zarządzanie kończy się porządkowaniem, systematyką poszczególnych aktywów. Czynniki związane z wykorzystaniem aktywów w przedsiębiorstwie możemy podzielić na dwie grupy, a mianowicie:

- czynniki jakościowe, świadczące o prowadzeniu gospodarowania o charakterze intensywnym,
- czynniki ilościowe, świadczące o prowadzeniu gospodarowania o charakterze ekstensywnym.

Przemieszczanie wzajemne aktywów w ramach podejmowanych decyzji gospodarczych w przedsiębiorstwie powoduje ich zmianę w strukturze i wielkości w stosunku

---

<sup>2</sup> Idem, *Zarządzanie finansowe w przedsiębiorstwach*, ODDK, wydanie II zaktualizowane, Gdańsk 2008, s. 15.

do punktu wyjściowego. Ma to służyć optymalizacji finansowych i niefinansowych wyników ekonomicznych.

Istotną rzeczą jest ocena sprawności wykorzystania posiadanych aktywów w przedsiębiorstwie. Prowadzić to może do wykorzystania systemu wskaźników w ocenie produktywności posiadanego majątku w zakresie zasobów rzeczowych i finansowych z punktu widzenia:

- generowanych przychodów ze sprzedaży – wskaźniki sprawności aktywów,
- generowanych zysków – wskaźniki rentowności,
- ponoszonych kosztów – wskaźniki kosztochłonności.

Zasoby rzeczowe to te, które w swojej postaci materialnej i niematerialnej stanowią w krótkim i długim okresie źródło tworzenia nowej wartości. Należy je oceniać w taki sam sposób bez względu na to, czy decydują one o bezpośrednim procesie produkcyjnym wyrobów lub usług czy stanowią podstawę otoczenia procesu technologicznego. Jedne i drugie generują koszty, które mają wyprodukować określone przychody ze sprzedaży w kierunku zysku netto.

Zasoby finansowe wyznaczają próg związany z istnieniem przedsiębiorstwa, z jego rozwojem i wzrostem wartości. Próg ten jest minimalną wielkością zasobów środków finansowych niezbędnych do zakupu następnych zasobów rzeczowych oraz finansowych w celu maksymalizacji posiadanego kapitału własnego właścicieli przedsiębiorstwa.

Wzajemne przechodzenie zasobów majątkowych w finansowe i odwrotnie uwarunkowane jest decyzjami gospodarczymi podjętymi przez kapitał ludzki lub w wyniku przetworzenia w procesie gospodarczym.

### **3. Wynik finansowy w aspekcie efektywności wyboru kapitału finansującego działalność gospodarczą**

Wybór kapitału (własnego, obcego czy mieszanego) finansującego działalność gospodarczą musi opierać się na analizie ich kosztu. Wynika z niej, że nie zawsze kapitał własny jest tańszy od kapitału obcego i na odwrót. Tak więc wybór źródeł finansowania działalności gospodarczej musi opierać się na rachunku ekonomicznym.

Koszt kapitału własnego odzwierciedla oczekiwany udział w zysku z tytułu określonej własności. Są to więc koszty związane z wypłacanymi dywidendami lub udziałami w zysku przedsiębiorstwa. Koszty użycia kapitałów obcych zaś to koszty operacji finansowych, np. prowizje i odsetki płacone przez przedsiębiorstwa.

Koszt kapitału wyraża koszt finansowania przedsiębiorstwa i stanowi na ogół wymaganą stopę zwrotu przy ocenie ekonomicznej efektywności projektów inwestycyjnych.<sup>3</sup> Chociaż przedsiębiorstwo jest finansowane z różnych źródeł, to koszt jego

<sup>3</sup> E. F. Brigham, *Podstawy zarządzania finansami*, PWE, Warszawa 1996, s. 26.

kapitału powinno się traktować w sposób kompleksowy – najbardziej syntetycznym miernikiem jest średnioważony koszt kapitału.

Wycena kosztu kapitału poszczególnych jego składników dokonywana jest przy wykorzystaniu modeli wyceny aktywów oraz szacowaniu oczekiwanej stopy zwrotu z aktywów. Średnioważony koszt kapitału zmienia się wraz z ilością środków finansowych pozyskiwanych przez przedsiębiorstwo. Użycie kapitału własnego i obcego prowadzi do określenia średnioważonego kosztu kapitału związanego z finansowaniem majątku przedsiębiorstwa. Poniżej przedstawiono ogólny wzór na wyliczenie średnioważonego kosztu kapitału (WACC):

$$WACC = W_{kwł} * K_{kwł} + W_d * K_d (1 - T)$$

gdzie:

$W_{kwł}$  – udział (waga) procentowy kapitału własnego w finansowaniu majątku przedsiębiorstwa,

$K_{kwł}$  – koszt użycia kapitału własnego rozumiany jako wielkość dywidendy oczekiwanej przez akcjonariuszy,

$W_d$  – udział (waga) długu w kapitałach finansujących działalność gospodarczą przedsiębiorstwa,

$K_d$  – koszt użycia kapitału obcego,

$(1 - T)$  – wskaźnik korygujący koszty kapitału obcego o efekt tarczy podatkowej.

Szczegółowiej średnioważony koszt możemy przedstawić w następujący sposób:

$$WACC = W_p * K_p + W_s * K_s + W_{k_{Dl}} * K_{k_{Dl}} * (1 - T) + W_{KKkr} * K_{KKkr} * (1 - T)$$

gdzie:

$W_p, W_s$  – są odpowiednio udziałami (wagami) zastosowanymi dla akcji uprzywilejowanych i zwykłych,

$K_p, K_s$  – koszty użycia akcji uprzywilejowanych i zwykłych,

$W_{k_{Dl}}$  – udział procentowy kapitału obcego długoterminowego w finansowaniu majątku przedsiębiorstwa,

$K_{k_{Dl}}$  – koszt użycia kapitału obcego długoterminowego,

$W_{KKkr}$  – udział procentowy kapitału obcego krótkoterminowego w finansowaniu majątku przedsiębiorstwa,

$K_{KKkr}$  – koszt użycia kapitału obcego krótkoterminowego.

Użycie kapitału obcego powoduje powstanie efektu tarczy podatkowej, mającego bezpośredni wpływ na osiągane wyniki finansowe. Efekt tarczy podatkowej można przedstawić w postaci następującego wzoru:

$$Etp = Pd_1 - Pd_2$$

gdzie:

$Etp$  – efekt tarczy podatkowej,

$Pd_1$  – podatek dochodowy, jaki zapłaciłoby przedsiębiorstwo, gdyby działalność gospodarczą finansowało tylko kapitałem własnym,

$Pd_2$  – podatek dochodowy, jaki zapłaciłoby przedsiębiorstwo, gdyby działalność gospodarczą finansowało kapitałem własnym i kapitałem obcym.

Efekt tarczy podatkowej możemy również przedstawić w postaci innego wzoru, a mianowicie:

$$Etp = Kk \times T$$

gdzie:

$Kk$  – koszty kredytu,

$T$  – stopa podatku dochodowego.

Ze wzoru tego wynika, że koszty kredytu pomnożone przez aktualną stopę podatkową stanowią kwotę, jaką przedsiębiorstwo nie odprowadzi do „Fiskusa”, oraz kwotę, która pomniejsza koszty kredytu. W związku z tym rzeczywisty (efektywny) koszt kredytu wynosi:

$$EKk = \frac{Nkk - Etp}{Kwk} \times 100\%$$

gdzie:

$Nkk$  – nominalny koszt kredytu,

$Kwk$  – kwota kredytu.

Jak widać z powyższego wzoru, nominalny koszt kredytu (koszt wynikający z umowy kredytowej stanowiący sumę zapłaconych odsetek i prowizji) pomniejszony jest o efekt tarczy podatkowej, co w rzeczywistości powoduje zmniejszenie obciążeń bankowych.

#### 4. Wynik finansowy w aspekcie rozwoju i wzrostu przedsiębiorstwa

Uzyskiwany w przedsiębiorstwie wynik finansowy ma bezpośredni wpływ na możliwości jego rozwoju rozumianego jako generowanie nowych wartości, takich jak nowe wyroby czy nowe rynki zbytu. Z kolei rozwój staje się motorem wzrostu gospodarczego przez zwiększenie przychodów ze sprzedaży bądź dodatkowego udziału na rynku. Te dwa elementy są głównymi składnikami strategii przedsiębiorstwa, która powinna zawierać strategię biznesu dla osiągnięcia maksymalnych korzyści finansowych w przedsiębiorstwie. Realizacja przyjętej strategii w przedsiębiorstwie

oznacza ciągle dążenie do wyznaczonej misji przedsiębiorstwa, co warunkuje wzrost jego wartości. Tak hierarchicznie ustawione etapy działania w przedsiębiorstwie tworzą piramidę kierunków realizacji celu głównego, jakim jest wzrost jego wartości. Zostało to zaprezentowane na rysunku 1.



Rys 1. Piramida kierunków realizacji celu głównego, jakim jest wzrost wartości przedsiębiorstwa

Źródło: Opracowanie własne.

### **Directions of assessment of the financial result management in businesses**

The financial management system in a company covers different areas of activity and the methods and tools for their evaluation. The system thus understood is based on the selection of the optimal variant associated with the generation of certain financial results. The hierarchically arranged stages of operation in the company form a pyramid of the directions of the main objective implementation, which is to increase its value.