

# POMIAR EFEKTYWNOŚCI WYKORZYSTANIA MAJĄTKU WEDŁUG KONCEPCJI KAPITAŁU ZAINWESTOWANEGO

## 1. Wprowadzenie

Celem niniejszego artykułu jest zaprezentowanie koncepcji kapitału zainwestowanego służącej wierniejszemu, w stosunku do dokonywanego za pomocą wskaźnika rentowności aktywów (ROA), pomiarowi efektywności wykorzystania majątku. W pierwszej części ukazano zatem wady pomiaru rentowności przy stosowaniu do tego celu wskaźnika ROA. Zwrócono przy tym szczególną uwagę na niekonsekwencje jakie występują między miarą efektów w stosunku do miary nakładów poniesionych na ich uzyskanie. W części drugiej natomiast przedstawiono, stosowane w prezentowanej koncepcji, sposoby ich wyeliminowania. W szczególności autor proponuje procedury wyznaczania, w oparciu o aktualnie obowiązujące przepisy, kluczowych dla tego podejścia wielkości: skorygowanego zysku oraz zainwestowanego kapitału.

## 2. Wady tradycyjnego podejścia do oceny rentowności majątku

Niewielka wartość poznawcza wskaźnika ROA wynika przede wszystkim ze stosowania przy jego wyznaczaniu nieadekwatnych wielkości: zysku netto jako miary efektów oraz księgowej wartości majątku reprezentującej nakłady.

Do podstawowych, wymienianych najczęściej w literaturze przedmiotu, wad zysku księgowego należą<sup>1</sup>:

- 1) brak bezpośredniego związku z generowanymi przepływami pieniężnymi,
- 2) ignorowanie zmian wartości pieniądza w czasie,
- 3) odzwierciedlanie wszystkich zdarzeń, łącznie z tymi, które wystąpiły okazjonalnie lub losowo (w przypadku księgowego zysku netto).

Odnosząc się do rozbieżności między generowaną nadwyżką gotówkową a wykazywanym zyskiem netto należy zauważyć, że na wynik finansowy, w przeciwieństwie do przepływów pieniężnych, mają wpływ również między innymi<sup>2</sup>:

- stosowane w danym kraju standardy rachunkowości,
- amortyzacja i sposoby jej naliczania,
- metody wyceny zapasów.

Zdaniem M. Hamrola, ze względu na skomplikowany system legislacyjny (duża liczba rozporządzeń wykonawczych oraz mnogość interpretacji obowiązujących rozwiązań) istnieją w Polsce szczególnie duże możliwości wykazywania zysków na pożądanym poziomie<sup>3</sup>.

Z kolei nieuwzględnianie zmian wartości pieniądza w czasie przejawia się w pomijaniu:

- wpływu inflacji,
- kosztu kapitału własnego.

Ponadto konstrukcja księgowego zysku netto odzwierciedlająca wszystkie zdarzenia, łącznie z tymi, które wystąpiły okazjonalnie lub losowo, a więc takie dla których istnieje niewielkie prawdopodobieństwo powtórzenia się, dodatkowo zmniejsza znaczenie prognostyczne tego miernika.

Obok wad wskaźnika ROA wynikających z użycia do jego wyznaczenia kategorii zysku, wartość poznawczą tego miernika zmniejsza ponadto ujmowanie majątku wg wartości bilansowych. Do głównych czynników przyczyniających się do występowania różnic między wartością księgową a rynkową aktywów należą<sup>4</sup>:

- 1) zużycie ekonomiczne,
- 2) wycena wartości niematerialnych i prawnych,

<sup>1</sup> Por. np. W. Skoczylas, *Wartość przedsiębiorstwa w systemie jego oceny*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 1998, s. 35-42, T. Dudycz, *Pomiar kapitału na potrzeby oceny efektywności przedsiębiorstw*, w: materiałach z konferencji naukowej „Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym”, Łódź 2001

<sup>2</sup> Zdecydowano się na zasygnalizowanie najbardziej charakterystycznych dla poruszanego zagadnienia przykładów. Szerzej podobne kwestie prezentowane są w literaturze przy okazji omawiania tzw. polityki bilansowej.

<sup>3</sup> Por. M. Hamrol, *Wybrane refleksje nad oceną przedsiębiorstwa i jej narzędziami*, w: pracy zbiorowej pod redakcją J. Duraja „Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania”, Szkoła Wyższa im. Pawła Włodkowica w Płocku, Płock 2000

<sup>4</sup> Por. np. W. Frąckowiak, M. Michalski, *Istota i metody wyceny przedsiębiorstwa*, w: pracy zbiorowej pod redakcją naukową W. Frąckowiaka, „Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw”, PWE, Warszawa 1998, s. 223-227

- 3) amortyzacja aktywów trwałych,
- 4) inflacja.

Wartość księgową nie uwzględnia rzeczywistego zużycia ekonomicznego aktywów trwałych, czyli utraty ich zdolności do generowania dochodów. W konkurencyjnych sektorach charakteryzujących się dynamicznym postępowaniem technicznym następują częste zmiany procesów produkcyjnych. Stosunkowo łatwo może dochodzić z tego powodu do sytuacji, w których zakupiony wcześniej przez przedsiębiorstwo ciąg technologiczny przystosowany do wytwarzania przestarzałych już w danym momencie produktów, ma znacznie mniejszą wartość rynkową niż wykazana w bilansie.

Analogicznie do aktywów trwałych również bilansowa wycena wartości niematerialnych i prawnych nie ma bezpośredniego związku z decydującą dla ich wartości rynkowej zdolnością do generowania dochodów. Ponadto niektóre wartości niematerialne w sensie ekonomicznym nie są w ogóle uznawane za pozycje bilansowe, pomimo że ich rzeczywista wartość bywa czasem znaczna. Typowym zasobem niematerialnym nieujmowanym w sprawozdaniach finansowych jest tzw. kapitał intelektualny, który zgodnie z definicją zaproponowaną przez Organizację Współpracy Gospodarczej i Rozwoju określa się jako: „ekonomiczną wartość dwóch kategorii niematerialnych aktywów przedsiębiorstwa: kapitału organizacyjnego (strukturalnego) i kapitału ludzkiego”<sup>5</sup>. W konsekwencji – na co zwraca uwagę m. in. D. Zarzecki - klasyczne mierniki stają się coraz częściej zawodne, a szczególnie uwidacznia się to w przypadku przedsiębiorstw sektora nowoczesnych technologii. Z uwagi na dający się zaobserwować trend przechodzenia od gałęzi gospodarki takich jak np. przemysł wydobywczy i metalowy w kierunku tzw. przedsiębiorstw opartych na wiedzy, znaczenie tradycyjnych miar oceny efektywności będzie malało<sup>6</sup>.

Przyczyną różnic między wartością księgową majątku a jego wartością rynkową jest również amortyzacja. Dokonywanie odpisów amortyzacyjnych, wg często różnych sposobów (zgodnych z obowiązującymi przepisami prawa), nie uwzględnia bowiem zmian wartości rynkowych majątku.

Ostatnim z wymienionych czynników powodujących rozbieżności między rynkową a księgową wyceną aktywów jest inflacja. Księgową wyceną opartą jest bowiem na wartościach nominalnych uwzględniających jedynie historyczny koszt nabycia poszczególnych składników aktywów<sup>7</sup>.

Oprócz omówionych powyżej wad ujmowania majątku wg wartości bilansowych można wskazać jeszcze na inne mankamenty klasycznych wskaźników rentowności. W pewnych przypadkach nie należy wzrostu wartości określonych pozycji aktywów łączyć ze zwiększeniem potencjalnych źródeł zysków. Jako przykład mogą posłużyć środki trwałe w budowie. Ich obecność w bilansie powoduje wzrost majątku przedsiębiorstwa, jednakże tak długo, jak nie zostaną przekazane do użytku nie przyczynią się do zwiększenia zysku. Z uwagi na wyższą wartość majątku przedsiębiorstwa wskaźnik rentowności ulegnie zmniejszeniu, co jednak nie będzie świadczyć o niższej efektywności.

Wartość wskaźnika rentowności majątku jest również uzależniona od tego, czy użytkowane środki trwałe są własnością przedsiębiorstwa czy też są one wykorzystywane na podstawie umowy dzierżawy (najmu, leasingu operacyjnego). W drugim wypadku, ze względu na fakt nieobecności w bilansie faktycznie wykorzystywanych składników majątkowych, wyznaczona wartość omawianego miernika będzie zawyżona w stosunku do rzeczywistej efektywności gospodarowania<sup>8</sup>.

Kolejna wada omawianego miernika uwidacznia się podczas analizy zobowiązań handlowych, których wzrost wartości może być czynnikiem pozytywnym (np. wtedy, gdy będzie wynikiem dłuższego okresu spłaty kredytu kupieckiego wynegocjowanego z dostawcami). Nie zostanie on jednak odzwierciedlony we wskaźniku rentowności aktywów, gdyż przy niezmięionej efektywności wykorzystania dostępnych środków, wzrostowi zysku będzie towarzyszył jednoczesny proporcjonalny przyrost sumy bilansowej.

Nieprawidłowa ocena na podstawie wskaźnika ROA może wystąpić również, gdy przedsiębiorstwo stosowało strategię „zbierania owoców”. W takim przypadku zwiększony zysk spowodowany intensywną sprzedażą będzie powodować jego wzrost. Natomiast nie należy na tej podstawie formułować wniosków o wysokiej wartości przedsiębiorstwa, gdyż najczęściej strategia ta wynika z braku długookresowych perspektyw, co uzasadnia, żeby dopóki jest to możliwe „zebrać co się da”<sup>9</sup>.

<sup>5</sup> *Guidelines and instructions for OECD symposium*, International Symposium Measuring and Reporting Intellectual Capital: Experiences, Issues and Prospects, Amsterdam-Paris, June 1999

<sup>6</sup> Por. D. Zarzecki, *Analiza i wycena wartości niematerialnych i prawnych*, w: materiałach z konferencji naukowej „Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym”, Łódź 2001

<sup>7</sup> W niektórych przypadkach, szczególnie w warunkach wysokiej inflacji, wartość początkowa (brutto) środków trwałych może ulec zwiększeniu poprzez dokonanie (na podstawie odrębnych przepisów) aktualizacji wyceny.

<sup>8</sup> Por. np. J. C. Ritche, *Analiza fundamentalna*, WIG-Press, Warszawa 1997, s. 222

<sup>9</sup> Por. A. Rappaport, *Wartość dla akcjonariuszy*, WIG-Press, Warszawa 1999, s. 32

Kolejną wadą wskaźnika rentowności majątku, wyznaczanego jako iloraz zysku netto i wartości aktywów ogółem, jest sprzeczność pomiędzy jego maksymalizacją a realizacją wymogu kształtowania optymalnej struktury kapitału. Występująca w liczniku formuły tego miernika wartość wyniku finansowego netto uwzględnia w formie kosztów finansowych opłaty na rzecz dawców kapitału obcego, które pomniejszają jego ostateczną wartość. W konsekwencji działania podejmowane w celu maksymalizacji wskaźnika rentowności aktywów prowadziłyby do zaniżonego (w stosunku do optymalnego poziomu) udziału długu w strukturze kapitału.

### 3. Ocena efektywności przedsiębiorstwa wg koncepcji kapitału zainwestowanego

Próba przezwyciężenia wad klasycznych mierników rentowności było powstanie koncepcji kapitału zainwestowanego. W podejściu tym postuluje się odniesienie wypracowanego wyniku do zasobów rzeczywiście „użytych” na jego osiągnięcie. Wyznaczenia obu poszukiwanych wielkości dokonuje się poprzez wprowadzenie odpowiednich korekt w stosunku do kategorii księgowych: zysku jako efektu i sumy bilansowej reprezentującej nakłady przeznaczone na jego uzyskanie. Z uwagi na fakt, że majątek przedsiębiorstwa zwykle w przeważającej większości jest wykorzystywany na prowadzenie podstawowej działalności operacyjnej oraz, iż zdarzenia wpływające na uzyskiwany na tym obszarze wynik są z reguły celowe i powtarzalne, proponuje się przy dokonywaniu oceny skupić się właśnie na tej płaszczyźnie. Ponadto tylko wskaźnik, który abstrahuje od wydarzeń sporadycznych oraz nadzwyczajnych może stanowić odpowiednią przesłankę dla podejmowania decyzji. Zgodnie z prezentowaną koncepcją wskaźnik rentowności kapitału zainwestowanego (ROIC – z ang. return on invested capital)<sup>10</sup> wyznacza się wg następującej formuły<sup>11</sup>:

$$ROIC = \frac{ZS_{sk} - P}{IC}$$

gdzie:

- ZS<sub>sk</sub> - skorygowany zysk ze sprzedaży,
- P - hipotetyczna kwota podatku dochodowego z tytułu prowadzonej podstawowej działalności operacyjnej<sup>12</sup>,
- IC - zainwestowany kapitał (z ang. - invested capital).

W liczniku powyższego wzoru znajduje się różnica wartości skorygowanego zysku ze sprzedaży (ZS<sub>sk</sub>) i kwoty podatku, który zapłaciłoby przedsiębiorstwo, gdyby poza podstawową działalnością operacyjną, nie uzyskiwało żadnych przychodów oraz nie ponosiło innych kosztów. W celu wyznaczenia wartości skorygowanego zysku ze sprzedaży analogiczną kategorię księgową stanowiącą punkt odniesienia poddaje się korektom służącym wierniejszemu ukazaniu rzeczywistych efektów podstawowej działalności operacyjnej osiągniętych dzięki zainwestowanemu w jej prowadzenie kapitałowi (zarówno przez właścicieli jak i wierzycieli). Podstawowe, najczęściej wymieniane w literaturze przedmiotu, korekty występującej w rachunku zysków i strat wartości dotyczą<sup>13</sup>:

- kosztu amortyzacji wartości firmy (goodwill'u),
- rat płaconych z tytułu leasingu operacyjnego, najmu, dzierżawy.

Korekta o koszt amortyzacji wartości firmy polega na pominięciu tej pozycji w wielkości skorygowanego zysku ze sprzedaży (ZS<sub>sk</sub>) – z praktycznego punktu widzenia chodzi zatem o powiększenie wykazanego wyniku ze sprzedaży o odpisaną z tego tytułu kwotę. Dokonywanie odpisów amortyzacyjnych ma z założenia nawiązywać do postępującego z czasem spadku wartości posiadanych aktywów. Jednakże w przypadku wartości firmy obiektywne ustalenie owego „zużywania się” dla pojedynczego okresu jest praktycznie

<sup>10</sup> W literaturze spotyka się też inne tożsame określenia tego miernika: wskaźnik rentowności aktywów netto (RONA – z ang. return on net assets) oraz wskaźnik rentowności kapitału zaangażowanego (ROCE – z ang. return on capital employed).

<sup>11</sup> Istnieje również możliwość wyznaczenia tzw. gotówkowej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału. W takim przypadku we wzorze zamiast zysku ze sprzedaży występuje wielkość operacyjnych przepływów pieniężnych, natomiast zainwestowany kapitał ujmuje się wg wartości brutto aktywów.

<sup>12</sup> P = ZS · T, gdzie ZS - księgową wartość zysku ze sprzedaży, T – stopa podatku dochodowego

<sup>13</sup> Por. np. T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm*, WIG-Press, Warszawa 1997, s. 144-167, W. Cwynar, *Ustalanie wartości zysku operacyjnego i kapitału zainwestowanego do celów kalkulacji EVA: podejście finansowe i operacyjne (część II)*, Controlling i Rachunkowość Zarządca w firmie, nr 3/2000, s. 20-23

niemożliwe, gdyż jeśli w ogóle taki proces ma miejsce, następuje on w długim i bliżej nieokreślonym horyzoncie czasowym (inaczej niż to wynika z księgowych zasad amortyzacji goodwill'u).

Leasing operacyjny, najem i dzierżawa opierają się na dokonywaniu określonych płatności przez korzystających ze środków trwałych na rzecz ich właścicieli. Użytkowany w wyniku zawartej umowy majątek nie jest przy tym wykazywany w bilansie podmiotu rzeczywiście z niego korzystającego. Stosowanie nieskorygowanych wartości księgowych prowadzi do tego, że wykorzystując obcy majątek przedsiębiorstwa wykazują się zwykle wyższymi wskaźnikami rentowności w porównaniu do sytuacji, w których użytkowane środki byłyby ich własnością. Z ekonomicznego punktu widzenia podział składników aktywów w zależności od tego czy stanowią własność podmiotu czy też są częścią obcego majątku użytkowaną na podstawie umowy najmu (dzierżawy, leasingu operacyjnego) nie powinien mieć wpływu na ocenę rzeczywistej efektywności ich wykorzystania. Wprowadzane korekty mają na celu wyeliminowanie tych „przekłamań”. W odniesieniu do wykazanego wyniku ze sprzedaży polegają one na powiększeniu jego wartości o sumę rat leasingu (najmu, dzierżawy) zapłaconych w danym okresie.

Oprócz odpowiedniego określenia uzyskanych efektów należy, postępując zgodnie z ideą koncepcji kapitału zainwestowanego, wyznaczyć również adekwatną wartość zaangażowanych w celu ich osiągnięcia środków. Na podstawie sprawozdań finansowych sporządzonych w oparciu o obowiązujące aktualnie przepisy autor proponuje ustalać wartość kapitału zainwestowanego (IC) następująco<sup>14</sup>:

Suma bilansowa

- + dotychczasowe umorzenie wartości firmy (goodwill'u)
- + bieżąca wartość przyszłych płatności z tytułu leasingu operacyjnego, dzierżawy, najmu
- środki trwałe w budowie łącznie z zaliczkami oraz zaliczki na wartości niematerialne i prawne
- należności długoterminowe
- inwestycje długoterminowe i krótkoterminowe (za wyjątkiem minimalnego salda aktywów pieniężnych łącznie z minimalnym saldem krótkoterminowych papierów wartościowych)
- inne aktywa niezwiązane z działalnością operacyjną
- zobowiązania nieoprocenowane

---

Kapitał zainwestowany (IC)

Powyższy sposób ustalania kapitału zainwestowanego oparty jest na tzw. podejściu operacyjnym polegającym na dokonywaniu korekt bilansowych wartości składników aktywów i pomniejszeniu uzyskanego wyniku o nieoprocenowane zobowiązania<sup>15</sup>.

Pierwsza z uwzględnianych korekt dotyczy wartości firmy (goodwill'u). Z uwagi na wspomniane „nie zużywanie się” tej pozycji bilansowej oraz na zachowanie konsekwencji między nakładami a efektami, powinno się ujmować goodwill w wartościach brutto tj. bilansową wartość firmy powiększyć o dotychczasowe umorzenie.

W związku z tym co omówiono wcześniej, proponuje się, aby środki trwałe użytkowane na podstawie umów leasingu, dzierżawy i najmu ujmować, w celu wyznaczenia wskaźnika ROIC, analogicznie jak majątek będący własnością podmiotu (bądź w leasingu finansowym). W tym celu należy oszacować bieżącą wartość przyszłych płatności wynikających z tych umów, a następnie o wyznaczoną w ten sposób wielkość powiększyć wykazywaną w bilansie wartość majątku<sup>16</sup>.

Dopóki środki trwałe w budowie nie zostaną przekazane do użytkowania, nie mają one wpływu na osiągnięte efekty - wykazany w liczniku formuły ROIC skorygowany zysk ze sprzedaży ( $ZS_{sk}$ ). Nie powinno się zatem również wliczać tej pozycji do wartości kapitału zainwestowanego (lub inaczej: należy sumę bilansową

---

<sup>14</sup> Pomimo generalnej zbieżności poglądów dotyczących istoty prezentowanej koncepcji, w literaturze spotkać można wiele zróżnicowanych propozycji w zakresie szczegółów wyznaczania kluczowych dla obliczenia wskaźnika ROIC wielkości: skorygowanego zysku oraz zainwestowanego kapitału. Por. np. G. Biddle, R. Bowen, J. Wallace, *Evidence on EVA<sup>TM</sup>*, Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 12 No 2, Summer 1999, T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Wycena...*, op. cit., s. 149-153, W. Cwynar, *Ustalenie...*, op. cit., s. 20-23

<sup>15</sup> W alternatywnym tzw. podejściu finansowym punktem wyjścia są pasywa bilansu.

<sup>16</sup> W istocie „teoretycznemu” zwiększeniu ulegnie zarówno wartość majątku, jak i wartość pasywów. Zakładając, że dany składnik aktywów jest niezbędny do prowadzenia podstawowej działalności w bliżej nieokreślonym długim horyzoncie czasowym, najodpowiedniejszą formułą obliczania wartości obecnej przyszłych płatności jest renta wieczysta. W wyniku proponowanego zabiegu „teoretycznemu” zwiększeniu po stronie pasywów ulegną zobowiązania długoterminowe szacowane jako iloraz rocznej opłaty za korzystanie ze środka trwałego i stopy dyskontowej (za którą należy przyjąć koszt kapitału obcego).

poniejszy o wartość tej pozycji). To samo dotyczy zapłaconych zaliczek na środki trwałe w budowie i wartości niematerialne i prawne, które nie zwiększają wykorzystywanego obecnie do działalności operacyjnej majątku.

Wykazana w bilansie pozycja należności długoterminowe stanowi sumy należne, płatne w okresie dłuższym niż 12 miesięcy od dnia bilansowego, uzyskane z innych tytułów niż dostawy wyrobów i towarów oraz usług<sup>17</sup>. W związku z powyższym, zgodnie z przyjętym sposobem szacowania wskaźnika ROIC nie powinny one być wliczane do kapitału zainwestowanego.

W rozumieniu ustawy o rachunkowości inwestycje stanowią aktywa nabyte w celu osiągnięcia korzyści ekonomicznych wynikających z przyrostu wartości tych aktywów, uzyskania z nich przychodów w formie odsetek, dywidend lub innych przychodów, w tym również z transakcji handlowej<sup>18</sup>. W szczególności są to aktywa finansowe oraz nieruchomości i wartości niematerialne i prawne, niewykorzystywane w podstawowej działalności. Zatem zarówno inwestycje długoterminowe, jak i krótkoterminowe nie mają wpływu na wynik ze sprzedaży, a w związku z tym nie należy wliczać ich do kapitału zainwestowanego<sup>19</sup>. W teorii finansów uznaje się jednak, że przedsiębiorstwa powinny utrzymywać pewien minimalny poziom środków pieniężnych i/lub ich substytutów (tj. krótkoterminowych papierów wartościowych) niezbędny do niezakłóconego prowadzenia działalności. Z tego względu ową konieczną dla prawidłowego funkcjonowania przedsiębiorstwa wielkość środków pieniężnych i krótkoterminowych papierów wartościowych należałoby wliczyć do kapitału zainwestowanego<sup>20</sup>.

Ostatnia proponowana korekta bilansowej wartości majątku polega na ewentualnym jej pomniejszeniu o te składniki aktywów, które nie były wykorzystywane w podstawowej działalności operacyjnej, a tym samym nie miały wpływu na wynik ze sprzedaży.

Ostatecznie wyznaczoną w powyższy sposób wartość aktywów należy pomniejszyć o zobowiązania nieoprocentowane. Zasadniczo bowiem nie stanowią one środków, które bezpośrednio pochodzą od dawców kapitału, a w związku z tym nie powinny one stanowić punktu odniesienia dla dokonywanych przez nich ocen inwestycji.

W zaprezentowanej metodzie szacowania kapitału zainwestowanego nie pomniejsza się jego wartości o rezerwy na zobowiązania. Przyjmuje się, że tak długo, jak nie nastąpi ostateczne ich rozwiązanie, zostają one do dyspozycji przedsiębiorstwa, a więc właściciele mogą odnosić swoje wymagania dotyczące określonej stopy zwrotu również do tych środków.

Wyznaczona wg powyższej procedury wartość kapitału zainwestowanego powinna odpowiadać stanowi na początek okresu. Można przyjąć, że na ową wielkość składały się środki przekazane na analizowany okres do zagospodarowania i stanowiące bazę dla funkcjonowania przedsiębiorstwa, a poszukiwanie oraz wypracowanie dodatkowych źródeł finansowania zależało przede wszystkim od skuteczności działań zarządu. Inwestorzy na podstawie porównania uzyskanych efektów do wielkości zaangażowanych nakładów mają możliwość oceny kierownictwa oraz stanowi to dla nich przesłankę do podjęcia decyzji o dalszym pozostawianiu w inwestycji lub wycofaniu się z niej<sup>21</sup>.

#### 4. Zakończenie

Podstawową zaletą pomiaru efektywności wg koncepcji kapitału zainwestowanego jest lepsza korespondencja między poniesionymi nakładami i uzyskanymi dzięki ich zaangażowaniu efektami. W praktyce prezentowane podejście najczęściej stosuje się do oceny wykorzystania aktywów w podstawowej działalności operacyjnej, jednakże istnieje również możliwość wyznaczenia efektywności gospodarowania całym majątkiem będącym do dyspozycji przedsiębiorstwa. Ponadto możliwe jest również stosowanie, zamiast księgowej kategorii zysku ze sprzedaży, operacyjnego przepływu pieniężnego. Wskaźnik taki nawiązując bezpośrednio do

<sup>17</sup> Ustawa z dnia 29 IX 1994 r. o rachunkowości (Dz. U. Nr 121, poz. 591 wraz z późniejszymi zmianami)

<sup>18</sup> Ibidem

<sup>19</sup> Wartości tych pozycji (podobnie jak i aktywów niezwiązanych z podstawową działalnością operacyjną) miałyby istotne znaczenie, w przypadku oceny wykorzystania całego powierzonego menedżerom majątku. Wówczas należałoby ująć w liczniku wskaźnika ROIC uzyskany wynik (skorygowany o podatek dochodowy) związany z odpowiadającym mu całkowitym majątkiem. Zdaniem autora taka „poprawka” sprzyjałaby pełniejszej ocenie i mobilizacji menedżerów do dbałości o uzyskiwanie wysokiej stopy zwrotu również z majątku niewykorzystywanego w podstawowej działalności.

<sup>20</sup> Praktyka gospodarcza przemawia za przyjęciem - zależnie od branży - odpowiedniego salda środków pieniężnych i krótkoterminowych papierów wartościowych na poziomie 0,5 – 2% obrotów, patrz T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Wycena...*, op. cit., s. 151

<sup>21</sup> Por. T. Dudycz, *Pomiar...*, op. cit., s. 301

generowanej w przedsiębiorstwie nadwyżki gotówkowej pozbawiony byłby jednej z najistotniejszych wad księgowego ujmowania efektów.

Należy również zauważyć, że prezentowane podejście obarczone jest pewnymi wadami, których nie uda się w pełni wyeliminować, gdyż wynikają one z samej jego istoty. Nie jest bowiem możliwe - poprzez dokonywanie korekt opierających się na bilansowej wycenie - ustalenie rzeczywistej wartości majątku, czyli jego zdolności do generowania dochodów w przyszłości. Ponadto w koncepcji tej pomija się bardzo istotny z punktu widzenia oceny przedsiębiorstwa aspekt zmiany wartości pieniądza w czasie.

### **Streszczenie**

W niniejszym artykule przedstawiono sposób wyznaczania efektywności przedsiębiorstwa zgodnie z koncepcją kapitału zainwestowanego. Idea ta powstała jako próba przezwyciężenia wad tradycyjnej oceny rentowności majątku dokonywanej za pomocą wskaźnika ROA. Owe mankamenty przejawiają się między innymi w niekonsekwencji między miarą uzyskanych efektów (wyrażoną w postaci zysku) w stosunku do miary nakładów poniesionych na ich uzyskanie (wyrażonej w postaci wartości majątku przedsiębiorstwa). Postępując zgodnie z koncepcją kapitału zainwestowanego autor proponuje - na bazie sprawozdań finansowych sporządzonych w oparciu o obowiązujące aktualnie w Polsce przepisy prawa - określone korekty wartości: zysku ze sprzedaży i księgowej wartości aktywów.

### **The measurement of the effectiveness of using assets according to the invested capital conception**

#### **Summary**

The article presents the way of calculating the performance ratios consistent with the invested capital conception. The idea was proposed as an attempt of overcoming the disadvantages of the classical method using ROA ratio. One of the main problems concerning this traditional measure is the inconsistency between values of: nominator - net profit (representing effects) and denominator - total book value of assets (representing capital engaged to reach the results). The author propose certain accounting adjustments of following values: take (profit from sale) and total assets, in order to determine key values (adjusted take and invested capital) for calculating performance ratios based on invested capital conception. In spite of the fact that these ratios are closer to the real rate of return, they still have some weaknesses. It should be also noted that the drawbacks cannot be fully eliminated within the presented conception. The reason is the impossibility of evaluating the real value of assets (their potential to generate future cash flows) by means of adjustments of book values.