

Wanda Skoczylas

Uniwersytet Szczeciński

PODEJŚCIE MEMORIAŁOWE A PODEJŚCIE KASOWE W OCENIE DOCHODOWOŚCI DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ PRZEDSIĘBIORSTW

Streszczenie: Dochodowość działalności operacyjnej przedsiębiorstwa jest przedmiotem zainteresowania szerokiego grona podmiotów wewnątrz i w otoczeniu przedsiębiorstwa, szczególnie w czasie spowolnienia gospodarczego. Dochodowość tę można mierzyć, wykorzystując dwa podejścia, tj. memoriałowe i kasowe. Celem metodycznym artykułu było przedstawienie sposobów pomiaru w obu grupach, ich ocena i rekomendacja. Oceny tej dokonano, przyjmując za podstawę wskaźniki dla sektora budownictwo oraz wybranego podmiotu z tego sektora.

Słowa kluczowe: dochodowość działalności operacyjnej przedsiębiorstwa, pomiar, podejście kasowe, podejście memoriałowe.

1. Wstęp

Dochodowość działalności operacyjnej ze względu na swoje znaczenie jest przedmiotem zainteresowania wszystkich interesariuszy, a więc zarówno tych pozostających wewnątrz, jak i tych na zewnątrz przedsiębiorstwa. Podejmowanie przez nich właściwych decyzji w osiąganiu zindywidualizowanych, własnych celów wymaga adekwatnego pomiaru. Ten, w opinii wielu teoretyków, jest najsłabszym ogniwem zarządzania. W teorii i w praktyce wyróżnia się najogólniej dwa podejścia do pomiaru i oceny dochodowości, a więc podejście memoriałowe i podejście kasowe. Z wymienionych podejść częściej, zwłaszcza przez małe i średnie przedsiębiorstwa, stosowane jest podejście księgowo, memoriałowe. Jednocześnie właśnie to podejście jest przedmiotem częstej krytyki, ze względu na coraz słabszy związek pomiędzy danymi księgowymi i wartością rynkową. Dodatkowo w okresie spowolnienia gospodarczego dużego znaczenia nabiera posiadanie i zdolność do generowania gotówki.

Celem metodycznym artykułu jest więc przedstawienie sposobów pomiaru dochodowości działalności przedsiębiorstw w ujęciu memoriałowym i dochodowym i ich ocena i rekomendacja. Oceny tej dokonano, przyjmując za podstawę wskaźniki dla sektora budownictwo oraz wybranego podmiotu z tego sektora.

2. Podejścia w pomiarze dochodowości działalności gospodarczej przedsiębiorstw i czynniki determinujące ich wybór

Dochodowość działalności gospodarczej przedsiębiorstwa – odzwierciedlona odpowiednio wyrażoną samą kwotą wyniku finansowego lub też przez odniesienie jej do osiągniętych przychodów – jest przedmiotem zainteresowania właścicieli, menedżerów, wierzycieli, konkurentów, państwa i innych podmiotów [Kamińska-Szmaj 2001]¹. Dochodowość określa bowiem możliwość osiągnięcia ich celów. Dochodowość prowadzonej działalności jest podstawowym czynnikiem lokowania kapitału właśnie w tym, a nie w innym obszarze. Określa dalszy wzrost i rozwój przedsiębiorstwa. Jest czynnikiem istotnie kształtującym zdolność kredytową. Osiągany dochód jest podstawą zasilania budżetu państwa. Przedsiębiorstwa osiągające wyższą dochodowość prowadzonej działalności są też bardziej skłonne, by liberalizować warunki płatności należności, szybciej spłacać zobowiązania, wypłacać wyższe wynagrodzenia.

Dochodowość przedsiębiorstwa kształtowana jest przez warunki prowadzenia działalności i działania podejmowane w wielu różnych obszarach. W tradycyjnym rachunku zysków i strat wyróżnia się: działalność operacyjną, działalność finansową, straty i zyski nadzwyczajne oraz obciążenia wyniku. W ocenie dochodowości przedsiębiorstw szczególnie istotna jest dochodowość podstawowej działalności operacyjnej. Dla długoterminowego osiągnięcia zamierzonych efektów finansowych właśnie z tego rodzaju działalności utworzone zostało przedsiębiorstwo. Interesujący jest więc zarówno jej poziom, jak i zmienność określająca ryzyko operacyjne przedsiębiorstwa. Szczególnie istotna jest przyszła dochodowość. W zakresie działalności operacyjnej, która ma charakter względnie trwały, można przewidzieć tendencje jej zmian w przyszłości, znając silne i słabe strony przedsiębiorstwa oraz szanse i zagrożenia występujące w otoczeniu.

Z tych też względów jest ona obszarem licznych studiów i badań teoretycznych oraz empirycznych. Ich przedmiotem jest sama kwantyfikacja dochodowości działalności przedsiębiorstw, jak również osiągnięte wyniki w różnych obszarach działalności i przekrojach czasowych.

Pierwszym i koniecznym warunkiem sterowania dochodowością działalności przedsiębiorstwa jest właściwy jej pomiaru. Zarządzać można bowiem tym, co jest mierzalne. Mierzając wyniki, można odróżnić sukces od porażki. W efekcie pomiaru i analizy wyników wyzwala się efekt uczenia się. Nabywa się umiejętność rozpoznania sukcesu lub porażki w przyszłości. Uzyskany jednoznaczny sukces stanowi też dobrą podstawę wynagradzania jego twórców [Osborne, Gaebler 2005, s. 209-220].

¹ Dochodowość, opłacalność, zyskowność, rentowność ekonomiczna w działalności używane są w literaturze zamiennie dla określenia osiągniętych nadwyżek przychodów nad kosztami poniesionymi dla ich uzyskania.

W ocenie dochodowości działalności operacyjnej przedsiębiorstw funkcjonuje wiele mierników. Ogólnie można je podzielić na dwie grupy, a mianowicie:

- mierniki dochodowości oparte na zysku, a więc w ujęciu memoriałowym,
- mierniki dochodowości zbudowane z wykorzystaniem gotówki, czyli w ujęciu kasowym.

Dochodowość działalności operacyjnej mierzy się z wykorzystaniem odpowiedniej postaci wyniku finansowego prezentowanego w rachunku zysków i strat, tj. zysk na sprzedaży lub zysk z działalności operacyjnej. Oprócz tych, zdefiniowanych w normatywnie, określonej postaci, coraz częściej spotkać można też formuły zysku przeniesione z literatury zagranicznej, tj. zysk przed odliczeniem odsetek i opodatkowania EBIT (*Earnings Before Interest and Tax*), zysk operacyjny netto po opodatkowaniu NOPAT (*Net Operating Profit after Tax*), zysk przed odliczeniem opodatkowania, odsetek i amortyzacji.

Z wymienionych mierników to EBIT odzwierciedla zdolność przedsiębiorstwa do generowania zysku z działalności operacyjnej, a bardziej szczegółowo ze sprzedaży towarów, produktów i materiałów. W wypadku NOPAT jest to zysk operacyjny po opodatkowaniu.

Wdrażanie zarządzania wartością przedsiębiorstwa i potrzeba jej monitorowania skutkują również propozycjami innych mierników. Do takich należy z całą pewnością ekonomiczna wartość dodana (*Economic Value Added – EVA*).

Konstrukcję ekonomicznej wartości dodanej opisuje się wzorem:

$$\text{EVA} = (\text{rentowność zainwestowanego kapitału} - \text{średni ważony koszt kapitału}) \times \text{skorygowany zainwestowany kapitał}$$

lub

$$\text{EVA} = \text{skorygowany zysk operacyjny po opodatkowaniu} - (\text{skorygowany zainwestowany kapitał} \times \text{średni ważony koszt kapitału}).$$

Przy pomiarze ekonomicznej wartości dodanej wykorzystuje się dane księgowe. Jednak w opinii wielu teoretyków, np. B. Leva: „Związek pomiędzy danymi księgowymi i wartościami rynkowymi nie dość, że jest słaby, to jeszcze, jak się wydaje, rozluźnia się coraz bardziej. Krucho zależność pomiędzy danymi księgowymi i wartościami rynku kapitałowego sugeruje, że przydatność sprawozdań finansowych (...) jest raczej ograniczona” [Ehrbar 2000, s. 131].

B.G. Stewart próbuje więc obowiązujące zasady rachunkowości zastąpić bardziej realistycznym punktem widzenia akcjonariusza, co wymaga zastosowania – przed właściwym obliczeniem jej wielkości – odpowiednich korekt konserwatywnych danych księgowych. Dotyczą one takich kwestii, jak np. badania i rozwój, inwestycje strategiczne, rachunkowość przy przejęciach, uznawanie kosztów, amortyzacja czy podatki. Rzecz w tym, że korekty te są zmienne w czasie i zależą zarówno od obowiązujących rozwiązań ewidencyjnych w danym kraju, jak i od specyfiki działalności ocenianego podmiotu [Dudycz, Szymański 2005, s. 80-95].

Ich liczba tym samym jest też zróżnicowana. Stąd też proces obliczania ekonomicznej wartości dodanej dla dowolnej firmy poprzedza z reguły postanowienie, jakie korekty wprowadzić do rachunkowości. W teorii wyodrębnia się, w zależności od liczby uwzględnianych korekt, co najmniej cztery rodzaje ekonomicznej wartości dodanej, a mianowicie: podstawową, odkrytą, dopasowaną, i prawdziwą [Ehrbar 2000 s. 134 i nast.]

W zależności od zastosowanego wariantu uzyskuje się inne wyniki określające dochodowość właścicieli.

Dużą słabością ekonomicznej wartości dodanej jest przyjęcie przy obliczaniu wielkości zainwestowanego kapitału wartości netto aktywów trwałych. Jego wartość uzależniona jest więc od określonej polityki amortyzacyjnej². W ten sposób w przedsiębiorstwach dysponujących nowym, z reguły bardziej nowoczesnym majątkiem uzyskana wielkość EVA jest niedoszacowana, natomiast w tych o znacznie już zużytym majątku przeszacowana. Analogicznie w spółkach szybko rozwijających się będzie ona za niska, a w tych, gdzie ma miejsce stagnacja, za wysoka. Wielkość ekonomicznej wartości dodanej będzie też wyższa w tych podmiotach, które odłożyły przejściowo konieczne inwestycje. Ważny jest tutaj zarówno moment inwestycji, jak i okres użytkowania. Przedsiębiorstwa, które wcześniej zainwestowały, osiągają nie tylko premię rynkową, ale również porównawczo korzyści wynikające ze struktury kosztów, gdy aktywa trwałe amortyzowane są metodą degresywną. Ekonomiczna wartość dodana podlega zniekształceniom w wyniku przyjęcia różnego sposobu amortyzowania majątku, czemu właściwie nie powinna podlegać [Baldenius, Fuhrmann, Reichelstein 1999]. Z tego względu proponuje się w literaturze dwa sposoby dostosowania modelu księgowego do modelu ekonomicznego, a więc także uniezależnienia wyniku od polityki amortyzacyjnej przedsiębiorstwa, a mianowicie przez zastąpienie:

- wielkości księgowych niezależną od wieku, opartą na formule matematycznej przeciętną wielkością zainwestowanego kapitału,
- metody degresywnej amortyzacji metodą liniową [Groll 2003, s. 63-65 i 38]³.

Słuszność tego podejścia potwierdzają badania przeprowadzone w Stanach Zjednoczonych. Wykazały one, że obliczona na podstawie danych księgowych ekonomiczna wartość dodana nie wykazuje wysokiej korelacji z wartością przedsiębiorstwa, mimo zastosowania wielu korekt. Lepszym rozwiązaniem jest przyjęcie

² Jest to bardziej widoczne, gdy za podstawę do ustalenia wielkości zainwestowanego kapitału przyjmie się aktywną stronę bilansu. Kapitał zainwestowany jest wówczas sumą wartości netto aktywów trwałych, kapitału pracującego netto oraz ekwiwalentów kapitału własnego.

³ Formuła obliczania przeciętnej wielkości zainwestowanego kapitału wyznaczona została na podstawie wzoru $K = A \left[\frac{(1+c)^T}{(1+c)^T - 1} - \frac{1}{T \cdot c} \right]$, gdzie: K – przeciętna wartość zainwestowanego kapitału, A – wartość początkowa, c – koszt kapitału, T – okres użytkowania aktywów.

w przedstawionej formule w miejsce kapitału zainwestowanego kapitału wycenionego rynkowo. Powstały w ten sposób nowy miernik nazywany rynkowym zyskiem rezydualnym (MRV – *Market Residual Value*) przyjmuje postać [Dudycz 2005, s. 248-260]:

$$MRV_t = \frac{\text{zysk operacyjny po opodatkowaniu}_t}{\left[\begin{array}{l} \text{rynkowa} \\ \text{wartość kapitału} \end{array} \times \begin{array}{l} \text{średni ważony} \\ \text{koszt kapitału}_t \end{array} \right]}$$

Rynkowa wartość kapitału została obliczona jako relacja zysku operacyjnego po opodatkowaniu w okresie $t - 1$ i średniego ważonego kosztu kapitału również w okresie $t - 1$. Jest to więc renta wieczysta z zysku operacyjnego po opodatkowaniu.

Ze względu na fakt, że często zysk traktowany jest jak fikcja, a dopiero gotówka jest rzeczywistością, konstruuje się kolejne wersje mierników dochodowości oparte na odpowiednio wyrażonej gotówce. Stąd też wydaje się, że przedmiotem analizy w zakresie dochodowości działalności operacyjnej może być EBITA, EBITDA czy *cash flow*. Ustalając ich wielkość, poprzednio zdefiniowany wynik (EBIT) powiększa się o amortyzację tylko wartości firmy (pierwszy miernik) lub całkowitą (drugi miernik). *Cash flow* to zysk netto skorygowany o amortyzację, zmianę stanu rezerw, zyski (straty) z tytułu różnic kursowych, odsetki i udziały w zyskach (dywidendy), zyski (straty) z tytułu działalności inwestycyjnej, inne korekty. *Cash flow* mierzy więc zdolność przedsiębiorstwa do osiągania nadwyżek pieniężnych przez przedsiębiorstwo z działalności operacyjnej. *Cash flow* różni się od przepływów pieniężnych netto z działalności operacyjnej wyodrębnianych w rachunku przepływów pieniężnych o zmiany w kapitale pracującym. Wobec często występującego braku określonej strategii zarządzania kapitałem pracującym lub też zmienności przyjętej strategii ulega on silnym i różnokierunkowym zmianom, istotnie wpływając na przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej. Uwolnienie lub związanie kapitałów własnych w wyniku dywestycji lub inwestycji w kapitał pracujący kształtuje strumień gotówki płynący z działalności operacyjnej i zdolność samofinansowania. Jednak wydaje się, że w ocenie siły dochodowej nie jest właściwe. W tym wypadku lepsze jest właśnie *cash flow*. Ustawodawca nie przewidział jednak jego wyodrębnienia w rachunku przepływów pieniężnych, a właśnie w ocenie dochodowości przedsiębiorstwa w ujęciu kasowym wydaje się to niezbędne. Stąd też zasadne jest jego wyodrębnienie i analiza, zwłaszcza w prowadzonych badaniach analitycznych. Rzecz w tym jednak, że rachunek przepływów pieniężnych sporządza niewielka liczba podmiotów. W przedsiębiorstwach małych i średnich można wykorzystać EBITDA albo istotną z punktu widzenia właścicieli gotówkową wartość dodaną – CVA (*Cash Value Added*), obliczoną według wzoru: [Skoczylas 2007, s. 93]

$$CVA_t = (CFROI_t - WACC_t) \cdot IK_t^{CFROI}$$

gdzie: CVA_t – gotówkowa wartość dodana w okresie t ,
 IK_t^{CFROI} – zainwestowany kapitał w okresie t ,
 $CFROI_t$ – stopa zwrotu na bazie przepływów pieniężnych w okresie t ,
 $WACC_t$ – średni ważony koszt kapitału,
 t – rozpatrywane kolejno okresy.

Przedstawione mierniki są miarami absolutnymi. W ocenie siły dochodowej większą wartość poznawczą mają wielkości relatywne, które stanowią relację wybranej wielkości wyniku finansowego do osiągniętych przychodów operacyjnych, skonstruowaną zgodnie z zasadą współmierności. W zależności więc od poziomu określania dochodowości należy przyjmować odpowiednią wielkość przychodów, dla dochodowości sprzedanych produktów, towarów i materiałów – przychody z tego tytułu. Gdy natomiast przedmiotem badania jest dochodowość działalności operacyjnej, to właściwe jest przyjęcie przychodów ogółem z działalności operacyjnej, a więc przychodów sprzedaży produktów, towarów i materiałów oraz pozostałych przychodów operacyjnych.

Wybór sposobu pomiaru dochodowości operacyjnej uzależniony jest od wielu czynników. Wśród nich wymienia się m.in.: przyjęte i obowiązujące rozwiązania w zakresie systemów ewidencyjnych i sprawozdawczości finansowej, podmiot dokonujący analizy czy też fazy cyklu koniunkturalnego i wobec tego – gradacji kryteriów oceny sytuacji finansowej przedsiębiorstwa. W czasie koniunktury oczy właścicieli i menedżerów ukierunkowane są na osiągany zysk i wynikającą z niego rentowność sprzedaży. W czasie kryzysu lub spowolnienia gospodarczego ważniejsza jest gotówka i zdolność jej generowania z działalności operacyjnej. Dlatego też przedmiotem badań uczyniono dochodowość działalności gospodarczej przedsiębiorstw mierzoną z wykorzystaniem zysku z działalności operacyjnej oraz różnych postaci gotówki.

3. Porównawcza ocena dochodowości działalności operacyjnej wybranego przedsiębiorstwa z sektora budownictwa w ujęciu memoriałowym i dochodowym w latach 2002-2008

Oceny dochodowości działalności operacyjnej w ujęciu memoriałowym i dochodowym dokonano na przykładzie jednego podmiotu, jakim jest Budimex. Właściwą analizę poprzedzono oceną dochodowości sektora budownictwo w latach 2002-2008. Przedmiotem badania były wskaźniki:

Rentowność sprzedaży	wynik ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów	=
	przychody ze sprzedaży produktów towarów i materiałów	=
		$\frac{(D.2\text{ poz.}24 + 25) \times 100}{D.2\text{ poz.}01 - (04 + 05)}$

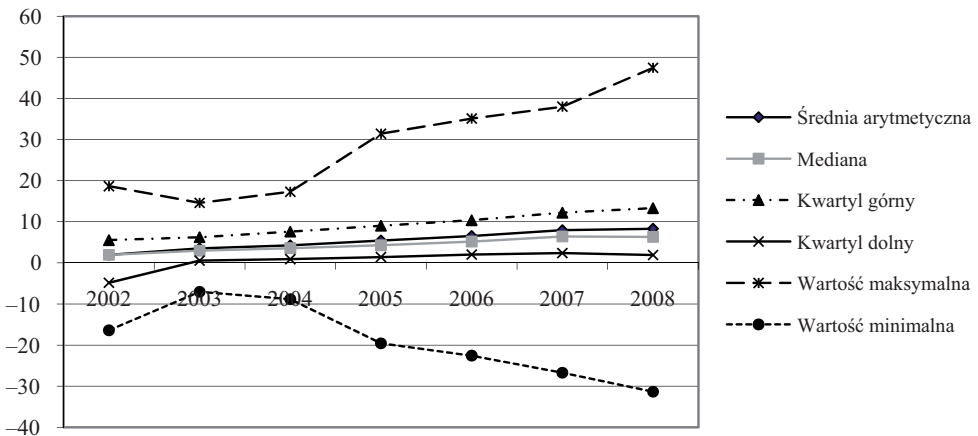
$$\text{Rentowność ekonomiczna sprzedaży} = \frac{\text{wynik z działalności operacyjnej} + \text{amortyzacja}}{\text{przychody z działalności operacyjnej}} = \frac{(D.2 \text{ poz. } 37 + 38 + 09) \times 100}{D.2 \text{ poz. } 01 - (04 + 05) + 26}$$

Osiągnięte ich wielkości wraz z opisem statycznym zawierają tab. 1 i 2. Prezentacją graficzną są natomiast odpowiednio rys. 1 i 2.

Tabela 1. Rentowność sprzedaży sektora budownictwo w latach 2002-2008

Wyszczególnienie		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	
średnie	Średnia arytmetyczna	1,94	3,53	4,27	5,44	6,55	7,95	8,30	
	Odchylenie standardowe	6,6	3,89	4,71	7,11	7,76	9,17	10,86	
	Mediana	1,95	2,98	3,57	4,28	5,19	6,42	6,33	
	wartość	maks.	18,66	14,6	17,3	31,41	35,11	38,00	47,45
	wartość	min.	-16,39	-7,04	-8,83	-19,57	-22,57	-26,72	-31,34
skośność	pudełko	górze	3,58	3,27	4,04	4,75	5,18	5,79	6,98
		dół	5,19	2,42	2,66	2,87	3,17	4,03	4,42
	wąsy	górze	13,13	8,35	9,69	22,38	24,75	25,79	34,14
		dół	13,15	7,61	9,74	20,97	24,59	29,11	33,24

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [„Rachunkowość” 2005; 2006; 2007; 2008; 2009; 2010].



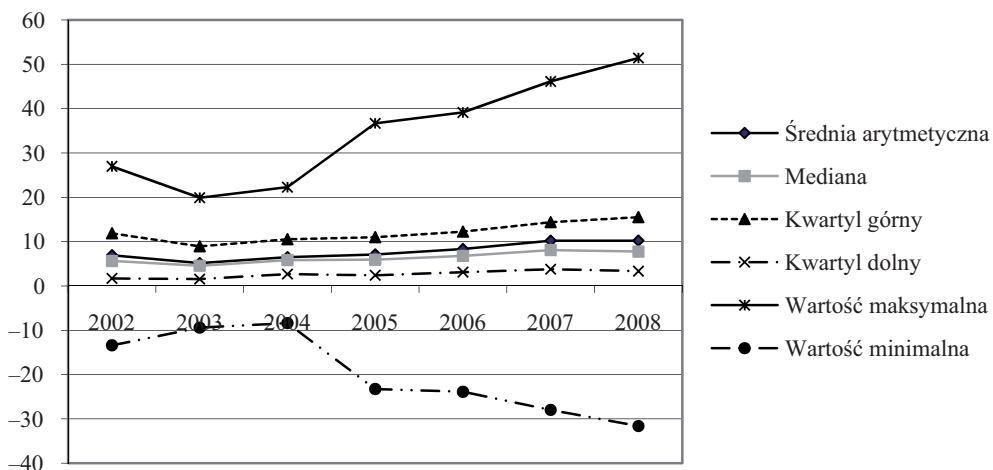
Rys. 1. Rentowność sprzedaży sektora budowlanego w latach 2002-2008

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 2. Rentowność ekonomiczna sprzedaży sektora budowlanego w latach 2002-2008

Wyszczególnienie		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
średnie	Średnia arytmetyczna	6,92	5,15	6,49	7,1	8,33	10,2	10,22
	Odchylenie standardowe	7,36	5,38	5,3	7,75	8,15	10,03	11,46
	Mediana	5,63	4,55	5,83	5,92	6,78	8,1	7,76
	wartość maks.	26,97	19,9	22,28	36,68	39,15	46,15	51,43
	wartość min.	-13,4	-9,41	-8,39	-23,26	-23,89	-27,97	-31,62
skrajność	pudełko góra	6,25	4,38	4,7	5,07	5,46	6,28	7,76
	dół	3,93	3	3,15	3,52	3,67	4,33	4,42
	wąsy góra	15,1	10,97	11,75	25,69	26,91	31,77	35,91
	dół	15,11	10,97	11,07	25,67	27,01	31,74	34,96

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Wskaźniki sektorowe 2005; 2006; 2007; 2008; 2009; 2010].



Rys. 2. Rentowność ekonomiczna sprzedaży sektora budowlanego w latach 2002-2008

Źródło: opracowanie własne.

Jak wynika z przedstawionych danych oraz sporządzonych na ich podstawie wykresów, dochodowość prowadzonej działalności w ujęciu zarówno memoriałowym, jak i kasowym rośnie w całym badanym okresie. Szczególnie silny wzrost miał miejsce w latach 2005-2008. W tym też czasie dochodowość przedsiębiorstw tego sektora znacznie się rozwarstwiała. Są podmioty o bardzo wysokiej dochodowości (liderzy) i z drugiej strony outsiderzy. W ujęciu sektorowym obie miary dochodowości właściwie podążają w tym samym kierunku. Pewnym wyjątkiem jest rok 2003 w za-

kresie dochodowości w ujęciu kasowym. Wyższa rentowność ekonomiczna sprzedaży pokazuje margines bezpieczeństwa dopływu gotówki, pozwalający zachować ciągłość funkcjonowania przedsiębiorstwa, w sytuacji gdyby warunki występujące na rynku lub też działania samego przedsiębiorstwa przyczyniły się do utraty dochodowości prowadzonej działalności w ujęciu memoriałowym. Mediana tych wskaźników odbiega od wartości średniej, co świadczy o asymetryczności ich rozkładu. Analiza odchylenia standardowego pokazuje, że przeciętne odchylenie zbliżone jest do rentowności sprzedaży lub też rentowności ekonomicznej sprzedaży. W wypadku odchylenia *in minus* przedsiębiorstwa z tego sektora przestają być dochodowe. Istotne jest, że wraz ze wzrostem dochodowości prowadzonej działalności w latach 2005-2008 rośnie ryzyko. Porównanie obu rodzajów dochodowości pokazuje też, że ta mierzona rentownością sprzedaży podlega większym wahaniom.

Szersze możliwości analizy dochodowości w ujęciu memoriałowym i kasowym stwarza badanie wyników poszczególnych podmiotów. Przedmiotem oceny obok poprzednich dwóch miar mogą być rentowność działalności operacyjnej jako relacja zysku operacyjnego do przychodów operacyjnych, ale też dwie miary dochodowości w ujęciu kasowym, tj. rentowność *cash flow* (*cash flow* do przychodów operacyjnych) oraz uwzględniająca wyszczególnione w rachunku przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej odniesione do przychodów operacyjnych. Wymienione miary dochodowości dla Budimex SA zestawiono w tab. 3.

Tabela 3. Dochodowość memoriałowa i kasowa Budimex SA w latach 2002-2008

Treść	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Rentowność sprzedaży	2,55	-1,04	-18,30	2,76	-9,32	10,73	47,82
Rentowność działalności operacyjnej	1,34	-2,20	-17,47	1,50	-6,21	9,05	45,38
Rentowność ekonomiczna sprzedaży	1,69	-1,54	-16,18	2,47	-5,33	10,10	47,23
Rentowność <i>cash flow</i>	0,34	-0,36	-20,94	1,53	-3,05	10,47	34,03
Rentowność uwzględniająca przepływy pieniężne netto	7,79	4,98	-11,30	-2,82	-3,51	-5,14	59,96

Źródło: opracowanie własne.

Badana spółka w sektorze budownictwo zajmuje zróżnicowaną pozycję. Z reguły dochodowość plasuje ją wśród outsiderów lub gorszych niż przeciętne w latach 2002-2006. Dopiero rok 2007 pozwolił osiągnąć jej pozycję wśród przedsiębiorstw lepszych niż średnie. W roku 2008 spółka była absolutnym liderem, szczególnie w budownictwie infrastrukturalnym, częściowo finansowanym z Unii Europejskiej. Nowe kontrakty rekompensują spadek zleceń w budownictwie mieszkaniowym.

Spółka Budimex Nieruchomości częściowo kontynuuje budowę mieszkań, mimo braku chętnych, lub też zamraża kolejne inwestycje. W przedsiębiorstwie o długim cyklu realizacji efekt finansowy nie zawsze jest widoczny w krótkim okresie.

4. Zakończenie

Przeprowadzone rozważania teoretyczne i badania empiryczne mogą być podstawą do sformułowania następujących uogólnień. W ocenie dochodowości działalności operacyjnej powinny być stosowane równoległe dwa podejścia: memoriałowe i kasowe. Wydaje się, że podejście kasowe pokazuje pełniej dochodowość działalności operacyjnej przedsiębiorstwa. Jest to ważne zwłaszcza w warunkach dekonjunkury, gdzie dochodowości mierzona tylko zyskiem operacyjnym odzwierciedla tylko część tego zjawiska, zwłaszcza w przedsiębiorstwach o wysokim uzbrojeniu technicznym, i niekoniecznie istotnie kształtuje płynność finansową. W analizach zewnętrznych, ale też w dominującej grupie przedsiębiorstw małych i średnich, wystarczy obliczenie i ocena rentowności ekonomicznej sprzedaży. W dużych przedsiębiorstwach natomiast można wykorzystać zaproponowaną wielkość *cash flow*. Konstrukcja rachunku przepływów pieniężnych w części charakteryzującej przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej nie daje dobrej podstawy do oceny dochodowości w ujęciu kasowym. Porównanie memoriałowego i kasowego podejścia do oceny dochodowości przedsiębiorstw z całą pewnością eliminuje tę opartą na przepływach pieniężnych netto z działalności operacyjnej. Na nią zbyt silnie oddziałuje przyjęta strategia lub jej brak w zakresie gospodarowania kapitałem pracującym.

Literatura

- Baldenius T., Fuhrmann G., Reichelstein S., *Zurück zu EVA*, „Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis” 1999 nr 1.
- Dudycz T., *Co mierzy EVA™?*, [w:] *Analiza finansowa jako narzędzie zarządzania przedsiębiorstwem*, red. M. Hamrol, AE, Poznań 2005.
- Dudycz T., Szymański P., *Korygowanie informacji księgowych na potrzeby szacowania ekonomicznej wartości dodanej*, [w:] *Efektywność – rozważania nad istotą i pomiarem*, red. T. Dudycz, AE, Wrocław 2005.
- Ehrbar A., *Strategia tworzenia wartości przedsiębiorstwa*, WIG-Press, Warszawa 2000.
- Groll K.-H., *Kennzahlen für wertorientierte Management*, Carl Hanser Verlag, München Wien 2003
- Kamińska-Szmaj I. (red.), *Słownik wyrazów obcych*, Wydawnictwo Europa, Warszawa 2001.
- Osborne D., Gaebler T., *Rzadzić inaczej. Jak duch przedsiębiorczości przenika i przekształca administrację publiczną*, Media Rodzina, Poznań 2005.
- Skoczylas W. (red.), *Determinanty wzrostu wartości przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2007.
- Wskaźniki sektorowe*, „Rachunkowość” 2005 nr 3; 2006 nr 5; 2007 nr 7; 2008 nr 5; 2009 nr 6.

MEMORIAL APPROACH VERSUS CASH APPROACH IN RENTABILITY ASSESSMENT

Summary: Nowadays, rentability of corporate activities is a subject of interest of large corporate insiders and outsiders groups, especially in the times of economic slowdown. Rentability can be measured by two approaches: memorial and cash. The methodical aim of this article was to propose the measure manner in both approaches, their co-operation and recommendation. Criticism of these two approaches is based on cross-sectional analysis for building sector and chosen corporate.