

Rachunkowość

w procesie tworzenia wartości przedsiębiorstwa

Redakcja naukowa

IRENA SOBAŃSKA i TOMASZ WNUK-PEL



WYDAWNICTWO UNIwersytetu ŁÓDZKIEGO • ŁÓDŹ 2009

Rozdział 3

*Ewa Śnieżek**, *Michał Wiatr***

PRZEPIŁYWY PIENIĘŻNE W POMIARZE DOKONAŃ PRZEDSIĘBIORSTWA – WYBRANE PROBLEMY

1. Wprowadzenie

Przez ostatnie dziesięciolecia liczba podmiotów gospodarczych o różnej wielkości wzrosła tak bardzo, że odpowiedzialność za jakość informacji finansowej spoczywająca obecnie na rachunkowości jest tak duża, jak nigdy wcześniej (R u t h e f o r d, 2000, s. 3–5). Informacje prezentowane w sprawozdaniach finansowych wpływają bezpośrednio na transfer zasobów i kapitału między przedsiębiorstwami, oddziałują także na indywidualne decyzje inwestorów. Często pojawia się pokusa, aby ukrywać informacje niekorzystne, a nadmiernie i nieprawdziwie eksponować zjawiska i dane pozytywne. Od momentu rozpoczęcia, w połowie lat osiemdziesiątych, procesu ukierunkowania działań przedsiębiorstw na realizację interesu ich właścicieli istotne dla podmiotów rynkowych stały się pytania: Jak przebudować zasady prowadzonego biznesu i zorientować je na wzrost wartości oraz jak zmierzyć efekty kreacji wartości dla właścicieli przedsiębiorstwa?

Powszechnie wiadomo, że wartość nie jest pojęciem jednorodnym. Można ją rozważać w różnych wymiarach – choćby biznesowym i pozabiznesowym. Szczególną cechą tej kategorii jest niewątpliwie trudność jednoznacznego jej zdefiniowania. „Ponieważ wymiana informacji o wartościach w rozumieniu biznesowym jest w tym obszarze aktywności człowieka absolutnie konieczna, ważna jest jednoznaczność pojemności informacyjnej «nazwanych wartości» i rzetelne ich ustalenie” (K a r m a ń s k a, 2007, s. 121–123).

Wartość przedsiębiorstwa należy nierozdzielnie wiązać z potencjalnymi korzyściami dla inwestorów wnoszących kapitał, tym samym można uznać, że istota wartości przedsiębiorstwa jest ściśle powiązana z istotą inwestowania¹.

* Dr, Katedra Rachunkowości Wydział Zarządzania, Uniwersytet Łódzki, adiunkt.

** Mgr, Katedra Rachunkowości Wydział Zarządzania, Uniwersytet Łódzki, asystent.

¹ Istotę inwestowania trafnie oddaje definicja A. D a m o d o r a n ' a (1996, s. 2): wartość aktywów finansowych, a w tym udziałów w przedsiębiorstwie, wynika z dochodów, jakie te aktywa dostarczają swoim posiadaczom.

Taki punkt widzenia wskazuje wyraźnie, że u podstaw pomiaru wartości leżą przyszłe korzyści ekonomiczne, a nie dotychczas osiągane wyniki.

Oczekiwania inwestorów dotyczące zysków księgowych tylko sporadycznie są powiązane z kursami akcji na rynku kapitałowym. Jako prawdziwy i rzeczywisty czynnik determinujący kursy rynkowe uważa się skorygowane o wpływ czasu i ryzyka strumienie gotówkowe, jakie inwestorzy wnoszący kapitał własny spodziewają się otrzymać w całym okresie życia przedsiębiorstwa (Stewart, 1991, s. XVIII)².

Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie niektórych aspektów zastosowania przepływów pieniężnych w pomiarze dokonań przedsiębiorstwa, które często zamiennie określane są mianem generowanych dochodów przedsiębiorstwa lub wartości przedsiębiorstwa.

2. Modele wolnych przepływów pieniężnych (FCF) oraz EVA[®] jako podstawa szacowania wartości przedsiębiorstwa

W tradycyjnym ujęciu mierniki dokonań bazują na strumieniach przychodów i kosztów, a ich celem jest pomiar zysku. Współcześnie krytyka zysku jako miary dokonań przedsiębiorstwa stała się podstawą rozwoju mierników opierających się na przepływach pieniężnych, które lepiej odzwierciedlają wartość podmiotu gospodarczego. W teorii i praktyce zarządzania panuje powszechny pogląd, że obecnie najważniejszym celem zarządu przedsiębiorstwa jest kreowanie wartości dla jego właścicieli, ponieważ to oni dostarczają kapitału niezbędnego nie tylko do uruchomienia działalności przedsiębiorstwa, ale także do jego dalszego rozwoju (Janasz, 2003, s. 30–33; Dobija, Dobija, 2005, s. 113–157). Istota polityki maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy wiąże się z koncentrowaniem uwagi na przepływach pieniężnych nie tylko w krótkim, ale przede wszystkim w długim okresie oraz z uwzględnianiem interesów właścicieli kapitału (Mills, Weinstein, 2001, s. 26–31).

W literaturze występuje *de facto* kilka podejść do szacowania wartości dla akcjonariuszy, opartej na przepływach pieniężnych (Cwynar, Cwynar, 2000b, s. I–XVI). Podstawowy, najbardziej powszechny model jej szacowania wykorzystuje przyszłe wolne przepływy pieniężne (*free cash flow* – *FCF*³), zdyskontowane według średniego ważonego kosztu kapitału. Wolne przepływy pieniężne (*FCF*) rozumiane są jako nadwyżka wpływów lub wydatków pieniężnych z działalności operacyjnej po jej opodatkowaniu. A. i W. Cwynarowie wskazują,

² Zysk księgowy może zostać użyty jako parametr decyzyjny tylko wtedy, gdy wiernie oddaje wielkość strumieni gotówkowych (Copeland, Koller, Murrin, 1997, s. 70).

³ Doświadczenia krajów wysoko rozwiniętych wskazują, że wartość przedsiębiorstwa w ok. 80% zależy od wartości bieżącej przyszłych wolnych przepływów pieniężnych (odnosi się to zarówno do spółek giełdowych, jak i do pozostałych przedsiębiorstw).

że „czynniki, które wyznaczają bieżącą rynkową wartość każdej spółki, to wielkość, struktura czasowa przyszłych wolnych przepływów pieniężnych oraz ryzyko, na jakie są one wystawione” (Cwynar, Cwynar, 2007, s. 21). W przypadku nadwyżki wpływów wolne środki mogą być przeznaczone dla kapitałodawców (rozdzielone w formie dywidend), natomiast w sytuacji, w której występuje nadwyżka wydatków (ujemne przepływy pieniężne), powstanie zapotrzebowania na środki pieniężne, które kapitałodawcy powinni dostarczyć przedsiębiorstwu. Zatem wolne przepływy pieniężne są równe co do wartości sumie przepływów pieniężnych od, bądź do dostawców kapitału (Copeland, Koller, Murrin, 1997, s. 157–158).

Wartość dla akcjonariuszy definiuje się jako różnicę między wartością spółki a kapitałem obcym (zadłużeniem), przy czym przez wartość spółki rozumie się sumę przyszłych wolnych przepływów pieniężnych zdyskontowanych według średniego ważonego kosztu kapitału (*weighted average cost of capital – WACC*). Modele oparte na wolnych przyszłych przepływach pieniężnych odwołują się do siedmiu głównych sił napędowych wartości (podstawowych parametrów wyceny) – tzw. siedmiu czynników kształtujących wartość; są to (Black i in., 2000, s. 56):

- 1) wzrost przychodów netto ze sprzedaży;
- 2) gotówkowa marża zysku;
- 3) wyrażony gotówkowo podatek dochodowy;
- 4) inwestycje w aktywa trwałe;
- 5) inwestycje w kapitał obrotowy;
- 6) średni ważony koszt kapitału (*WACC*), skorygowany o ryzyko i inflację;
- 7) okres trwania kreacji wartości (nazywany również przez niektórych autorów okresem przewagi konkurencyjnej).

Głównym czynnikiem kształtującym wartość przedsiębiorstwa jest wzrost wartości sprzedaży (albo wyrażona procentowo stopa wzrostu sprzedaży). Oczywiście jest również, że wraz z rozwojem przedsiębiorstwa rośnie zapotrzebowanie na kapitał obrotowy, który jest konieczny do zagwarantowania wzrostu sprzedaży. Inwestycje w majątek trwały, mimo że w krótkich okresach zamrażają dostępne zasoby i zmniejszają wolne przepływy pieniężne (FCF), to jednak w dłuższej perspektywie zapewniają przedsiębiorstwu niezbędny rozwój (Mills, 1994, s. 10–14). Obydwa rodzaje inwestycji, zarówno w kapitał obrotowy, jak i w rzeczowy majątek trwały, są niezbędne dla podtrzymywania bieżących przepływów pieniężnych i generowania ich w przyszłości. Korygowanie operacyjnych przepływów gotówkowych po opodatkowaniu o zmiany w kapitale obrotowym i trwałym wynika z konieczności pokazania rzeczywistych środków pieniężnych, które mogą być rozdysponowane między kapitałodawców, po skorygowaniu ich o wszystkie poniesione w danym okresie wydatki, bez względu na to, czy zostały uznane za koszt, czy też nie (Shrieves, Wachowicz, 2001, s. 33–51).

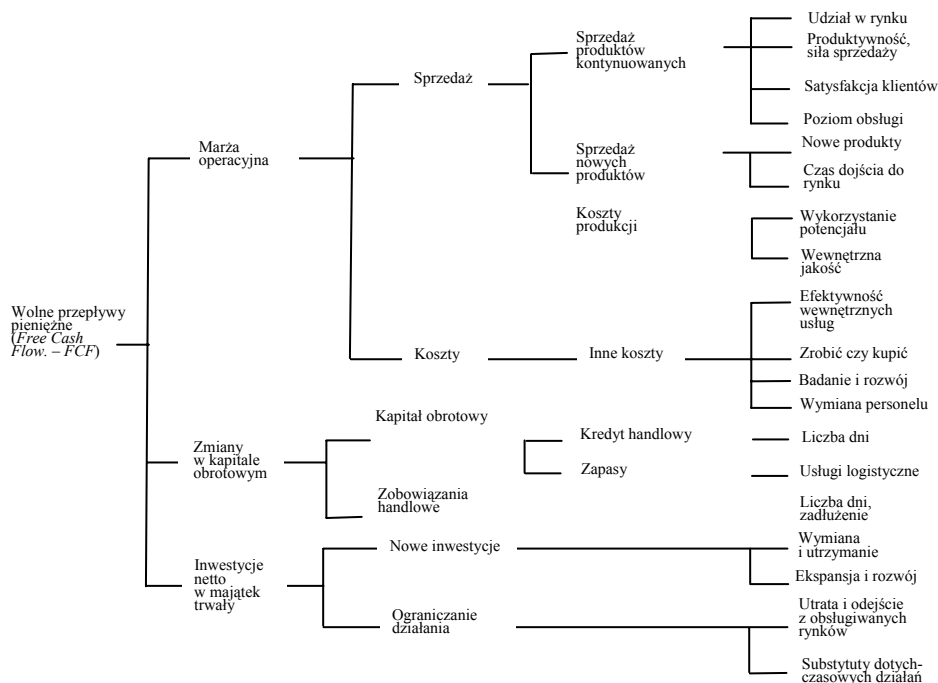
Z przychodami wiąże się jeszcze inny czynnik, a mianowicie gotówkowa stopa podatkowa (wyrażony gotówkowo podatek). Czynnik podatkowy nie zawsze jest uznawany za ważny, ale pomniejsza on wolne przepływy pieniężne, czyli wpływa na stopę zwrotu. Jest on odnoszony wyłącznie do podatków zapłaconych środkami pieniężnymi, których odpływ jest zazwyczaj mniejszy niż podatek dochodowy wykazywany w księgach rachunkowych bieżącego okresu (Rapport, 1999, s. 42).

Średni ważony koszt kapitału (*WACC*) jest wykorzystywany jako stopa dyskontowa, za pomocą której przedstawia się obecną wartość przyszłych (prognozowanych) przepływów. *WACC* stanowi iloczyn udziałów poszczególnych rodzajów kapitałów w kapitale ogółem (Herman, Szablewski, 1999, s. 39). Należy zaznaczyć, że podobnie jak w przypadku kosztu kapitału obcego, przedział czasowy szacowania kosztu kapitału własnego powinien być identyczny z długoterminowym przedziałem czasowym zawierającym okres prognozy przepływów gotówki.

Okres trwania kreacji wartości (nazywany czasami po prostu okresem prognozy) jest odzwierciedlony wyraźnie poprzez przedział czasowy, obejmujący prognozę przepływów pieniężnych. Niektórzy określają go jako czas, w którym przedsiębiorstwo wykazuje przewagę konkurencyjną, albo inaczej okres, w którym spółka ma pozytywną wartość bieżącą netto (*net present value – NPV*) po zdyskontowaniu o średnioważony koszt kapitału⁴.

Na rysunku 1 przedstawiono związki czynników kształtujących wartość z wolnymi przepływami pieniężnymi.

⁴ Określając wartość dla akcjonariuszy, oprócz wartości wolnych przyszłych przepływów pieniężnych, zdyskontowanych średnim ważonym kosztem kapitału, które składają się na wartość spółki, należy jeszcze oszacować tzw. wartość rezydualną. Jest to wartość, która pokazuje zaktualizowaną wartość spółki wykraczającą poza horyzont czasowy, jakim została objęta prognoza dyskontowanych przepływów pieniężnych. Obliczenia wartości rezydualnej potrzebne są do założeń, które trzeba poczynić odnośnie do wartości przedsiębiorstwa w końcowym momencie objętego planowaniem okresu. Czasem niemal cała wartość spółki opiera się na jej wartości rezydualnej (np. w długoterminowej strategii przedsiębiorstwa w pierwszych kilku latach mogą być zakładane relatywnie małe przepływy pieniężne, natomiast w dalszym okresie z tendencją do wzrostu). Metoda renty wieczystej szacowania wartości rezydualnej opiera się więc na uproszczeniu, zakładającym, że przepływy pieniężne wychodzące poza okres prognozowania są równe poziomowi kosztu kapitału, a zatem nie wywierają wpływu na zmianę wielkości wartości spółki dla akcjonariuszy. Dla zwiększenia stopnia dokładności wyceny wartości przedsiębiorstwa bierze się pod uwagę dodatkowo bieżącą wartość rynkową papierów wartościowych przeznaczonych do sprzedaży i innych inwestycji, które można łatwo spieniężyć i których istnienie nie ma zasadniczego wpływu na działalność operacyjną spółki (Cwynar, Cwynar, 2002, s. 77–169).



Rys. 1. Wpływ czynników kształtujących wartość na wolne przepływy pieniężne

Źródło: J a r u g a (2001, s. 57)

Chociaż powszechnie stosowaną metodą wyceny przedsiębiorstwa (szacowania jego wartości) jest technika dyskontowania wolnych przepływów pieniężnych (model FCF), to istnieją alternatywne sposoby wyceny, które także cieszą się uznaniem w świecie biznesu. Jednym z nich jest miernik ekonomicznej wartości dodanej (*economic value added – EVA*) (Cwynar, Cwynar, 2002, s. 169–173), który pod koniec lat osiemdziesiątych ubiegłego stulecia został wykreowany przez nowojorską firmę konsultingową Stern Stewart Management Services⁵.

⁵ Ekonomiczna wartość dodana (*EVA*) jest wyznaczana jako iloczyn zainwestowanego kapitału (*invested capital – IC*) oraz różnicy między oczekiwaną stopą zwrotu z zainwestowanego kapitału (*return on invested capital – ROIC*) a kosztem kapitału (*WACC*). Zatem formuła *EVA* przedstawia się następująco: $EVA = IC \cdot (ROIC - WACC)$. *EVA* jest dodatnia wtedy, gdy różnica między faktycznie osiągniętą przez daną jednostkę stopą zwrotu z kapitału zaangażowanego w jej operacje (*ROIC*) a minimalną stopą zwrotu oczekiwaną przez kapitałodawców (kosztem kapitału – *WACC*) jest większa od zera. *EVA* – w odróżnieniu od typowych zysków księgowych – bierze również pod uwagę koszt utraconych możliwości inwestycyjnych (koszt alternatywny).

Chcąc określić wartość przedsiębiorstwa za pomocą miernika *EVA* należy zdyskontować ją średnim ważonym kosztem kapitału (*WACC*) w celu przeliczenia przyszłych *EVA* na wartości

Metodologia EVA, w porównaniu z metodologią FCF, posiada własności, których brakuje koncepcji opartej na wolnych przyszłych przepływach pieniężnych, szczególnie w wycenie podmiotów gospodarczych. Mówi się co najmniej o dwóch argumentach przemawiających za odrzuceniem modelu FCF na rzecz modelu EVA przy wycenie przedsiębiorstw.

1) Ekonomiczna wartość dodana (*EVA*) w sposób przejrzysty integruje proces wyceny z pomiarem wyników działalności. Model wyceny EVA jest oparty na zdyskontowanym dochodzie rezydualnym (Cwynar, Cwynar, 2002, s. 86–114), co umożliwi pomiar operacyjnych wyników spółki w każdym kolejnym roku przyjętego okresu prognozy w sposób w pełni zintegrowany z procesem wyceny. Przedstawia on te wyniki w kategoriach dodatniej lub ujemnej różnicy ekonomicznej (*economic spread*) – różnicy „*ROIC – WACC*” – a zatem w kategoriach istnienia, bądź też nieistnienia potencjału kreowania wartości w danej spółce. Różnica „*ROIC – WACC*” (nazywana również nadwyżką ekonomiczną – *economic surplus*) sama w sobie jest bardzo użytecznym miernikiem ekonomicznej rentowności operacji spółki – pokazuje znak osiągniętego wyniku (ekonomiczny zysk lub stratę). Po zdyskontowaniu oszacowanych dla poszczególnych okresów dochodów rezydualnych i powiększeniu ich o skumulowaną wartość początkowego kapitału zainwestowanego w spółkę model EVA umożliwia jej wycenę.

2) Stosując EVA, spółka posługuje się jednym parametrem w dwóch obszarach swojego działania; dzięki temu nie jest narażona na otrzymywanie odmiennych sygnałów odnośnie do standing-u finansowego. Proces zarządzania w sferze wyceny i pomiaru zostaje zatem sprowadzony do wspólnego mianownika. Metodologia EVA staje się zgodna z techniką wartości bieżącej netto (NPV), powszechnie wykorzystywaną do oceny opłacalności projektów inwestycyjnych czy wyceny przedsiębiorstwa.

Chcąc następnie wyliczyć wartość dla akcjonariuszy (*shareholder value*), trzeba od otrzymanej wartości spółki odjąć rynkową wartość jej zadłużenia. W opinii wielu specjalistów EVA jest techniką bardziej kompleksową i zarazem przejrzystą w obszarze monitorowania kreacji wartości dla właścicieli kapitału.

Posługując się metodami opartymi na wolnych przepływach pieniężnych (FCF) czy ekonomicznej wartości dodanej (EVA), dochodzi się do podobnych wyników, zatem EVA staje się alternatywnym, równorzędnym z metodą dys-

dzisiejsze. Zdyskontowana ekonomiczna wartość dodana jest wartością ekstra ponad to, co zostało wygenerowane wcześniej przez wycenianą jednostkę. Innymi słowy, jest to zaktualizowana wartość bieżąca netto (*NPV*) wszystkich przyszłych projektów inwestycyjnych, włączając w to kontynuację rozpoczętych projektów (w tym ujęciu wszystkie przyszłe operacje przedsiębiorstwa są traktowane jako projekty inwestycyjne). Aby określić wartość badanego podmiotu, do zaktualizowanej *EVA* należy dodać wartość kapitału na początku okresu (*IC*), czyli na dzień wyceny.

kontowanych wolnych przepływów pieniężnych, narzędziem wyceny. EVA może być stosowana jako uzupełnienie lub sprawdzenie poprawności wyceny metodą bazującą na koncepcji FCF. Porównywalność EVA nie jest jej wadą, potwierdza raczej jej poprawność (Cwynar, Cwynar, 2000a, s. I–XV; Kąkol, 2003, s. 39). Analizując nowoczesne mierniki dokonań przedsiębiorstwa na przykładzie ekonomicznej wartości dodanej i wolnych przepływów pieniężnych, można omawiane zależności przedstawić w postaci tab. 1.

Tabela 1

Porównanie mierników dokonań przedsiębiorstwa

Rodzaj miernika	Charakter miernika	Podstawa	Przedmiot pomiaru
Zysk księgowy	Tradycyjny	Stopa zwrotu z inwestycji (<i>Return on Investment</i> – ROI)	Wartość księgową przedsiębiorstwa (kapitał własny)
Ekonomiczna wartość dodana (EVA)	Nowoczesny	Stopa zwrotu z inwestycji (<i>Return on Investment</i> – ROI)	Skorygowana wartość przedsiębiorstwa
Wolne przepływy pieniężne (FCF)	Nowoczesny	Czyste przepływy pieniężne	Wartość przedsiębiorstwa oparta na przepływach pieniężnych

Źródło: opracowanie własne.

Reasumując, wycena przedsiębiorstwa oparta na wolnych przepływach pieniężnych znajduje uznanie na świecie i jest stosowana w coraz większym zakresie jako narzędzie pomiaru zdolności przedsiębiorstwa do kreowania wartości dla jego właścicieli (Nowak, Drajńska-Kania, 2001, s. 15–23).

3. Pieniężna stopa zwrotu z inwestycji (*CFROI*) a gotówkowa wartość dodana (*CVA*)

Tradycyjne mierniki oceny efektywności bazują na założeniu memoriałowym i wskazują na relacje zysku do inwestycji (*ROI*) lub do kapitału własnego (*ROE*). Wymienione relacje wykorzystywano w formułowaniu mierników dokonań ze względu na zwyczajowo przyjęty w ekonomii cel działania przedsiębiorstwa, który definiowano jako maksymalizację zysku i który następnie ewoluował w kierunku maksymalizacji zwrotu z zaangażowanego kapitału. „W latach 50. wraz z rozwojem teorii wartości pieniądza w czasie i metod wyceny papierów wartościowych stwierdzono, że maksymalizacja zysku dla akcjonariu-

szy jest jednoznaczna z maksymalizacją przepływów pieniężnych netto” (Michalak, 2004, s. 146). Odnosi się to jednak przede wszystkim do perspektywy długiego okresu; w okresach krótkich ta zależność nie musi być (i w praktyce często nie jest) zachowana. Jak już wspomniano, pomiary opierające się na przepływach środków pieniężnych wykazują bliższe związki ze zmianami cen akcji spółek i wypłatą dywidend oraz podają bardziej satysfakcjonujące wyjaśnienia ich związków niż tradycyjne mierniki oparte na zyskach.

Koncepcja pieniężnej stopy zwrotu z inwestycji (*cash flow return on investment – CFROI*) została wprowadzona przez Boston Consulting Group i polega na porównaniu (Siuda, 2001, s. 94):

– ujemnego przepływu pieniężnego, będącego nakładem inwestycyjnym zaangażowanym w działalność operacyjną w horyzoncie ekonomicznego okresu użytkowania powstałych z tego tytułu aktywów;

– przepływów pieniężnych z tytułu działalności operacyjnej, skierowanych do akcjonariuszy w tym samym co poprzednio horyzoncie ekonomicznego okresu użytkowania aktywów; składnikiem tych przepływów powinna być również wartość rezydualna aktywów niepodlegających amortyzacji.

Jest to kolejny miernik dokonań bazujący na przepływach pieniężnych, który jest ukierunkowany na maksymalizację bogactwa akcjonariuszy w perspektywie długookresowej. Wykorzystuje on zarówno dane prognostyczne, jak i historyczne. Opierając się na przepływach pieniężnych, stanowi modyfikację wskaźnika *ROI*: zamiast zysku brane są pod uwagę przepływy pieniężne. *CFROI* służy do oceny strategii przedsiębiorstwa i alokacji zasobów pieniężnych, a do jej szacowania niezbędne są cztery elementy (Cwynar, Cwynar, 2002, s. 240–251):

- 1) gotówkowa inwestycja według jej wartości brutto;
- 2) roczny przepływ gotówki brutto;
- 3) okres ekonomicznego życia inwestycji;
- 4) wartość inwestycji na końcu jej ekonomicznego życia (wartość rezydualna).

CFROI jest wewnętrzną stopą zwrotu (*internal rate of return – IRR*) w stosunku do określonych powyżej przepływów pieniężnych.

CFROI jest stopą zwrotu, co decyduje o przychylnym odbiorze tego miernika w świecie biznesu, a ponadto jest wewnętrzną stopą zwrotu z inwestycji spółki, które już zostały poczynione. Oznacza to, że jej podstawą są przepływy gotówkowe brutto zarówno historyczne, jak i prognozowane. Zakłada się, że szacowane na potrzeby rachunku *CFROI* przyszłe przepływy pieniężne brutto będą stałe do końca ekonomicznego życia przedsięwzięcia. Zatem w rzeczywistości istota rachunku *CFROI* polega na swoistym „zrekonstruowaniu” całkowitej informacji o inwestycji (lub inwestycjach) w badanej spółce – całkowitej, tzn. biorącej pod uwagę już zakończony (historyczny) etap jej ekonomicznego życia oraz jej kontynuację w przyszłości (prognoza) (Weissenrieder, 1998). Pie-

niężna stopa zwrotu z inwestycji uwzględnia wszelkie korekty, zawarte w tradycyjnych miarach księgowych, np. inflację, amortyzację, zmiany w aktywach oraz okres ich życia, odroczone podatki, rezerwy emerytalne czy inwestycje (D u d y c z, 2001, s. 3–4).

CFROI stosuje się do oceny wpływu inwestycji na wartość przedsiębiorstwa, a więc również do oceny zwrotu z przedsięwzięcia, którym może być przedsiębiorstwo jako całość lub jako strategiczne jednostki biznesu. Chociaż *CFROI* jest gotówkową stopą zwrotu z inwestycji, czyli jak wynikałoby z nazwy jest mierzona na podstawie przepływów pieniężnych, to jednak nie jest to do końca prawda. Wyliczenia *CFROI* dokonuje się bowiem na podstawie przepływów pieniężnych brutto, czyli operacyjne wpływy gotówkowe nie są pomniejszane o dokonane w danym roku wydatki inwestycyjne. Poza tym wpływy gotówkowe wylicza się także na podstawie korekt, co ma służyć, podobnie jak w przypadku *EVA*, do wierniejszego odzwierciedlenia rzeczywistych wpływów gotówkowych (C w y n a r, C w y n a r, 1999, s. 8–12).

W podsumowaniu powyższych rozważań w tabeli 2 przedstawiono porównanie mierników *CFROI* i *EVA*.

Tabela 2

Porównanie i mierników *CFROI* i *EVA* w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa

Wskaźnik	Kryterium oceny				
	Korelacja z rynkiem kapitałowym	Uwzględnienie ryzyka w koszcie kapitału	Uwzględnienie zapotrzebowania na kapitał przy finansowaniu wzrostu	Uwzględnienie długoterminowych działań	Orientacja na przeszłość, przyszłość lub teraźniejszość
CFROI	Wysoka	Tak	Tak	Nie – jeden okres	Teraźniejszość
EVA	Niejednoznaczna	Tak	Nie	Nie – jeden okres	Teraźniejszość

Źródło: Skoczylas, 2000, s. 28.

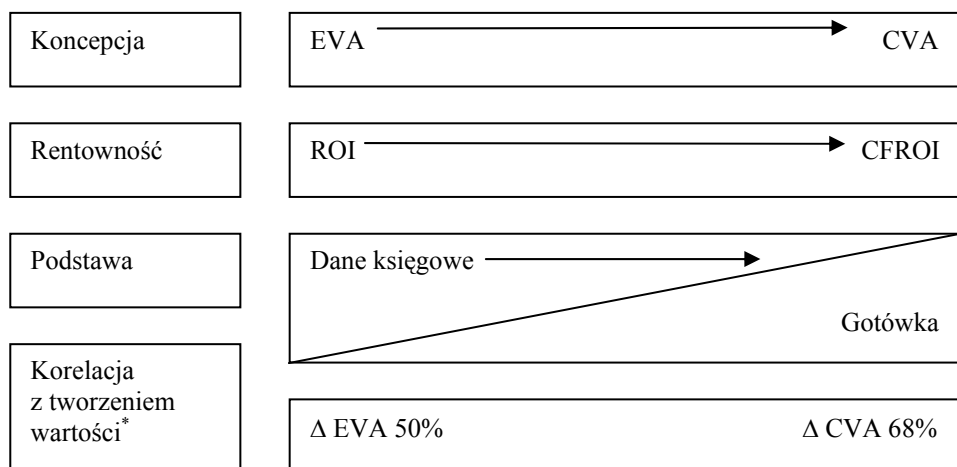
Wskaźnik *CFROI* wykorzystano w koncepcji gotówkowej wartości dodanej (*cash Value added – CVA*) (Skoczylas, 2001, s. 177–184), opracowanej przez E. Ottosona i F. Weissenriedera dla szwedzkiej firmy konsultingowej FWC AB (Siudak, 2001, s. 93). Według tej koncepcji inwestorów interesują jedynie rzeczywiste przepływy pieniężne. Gotówkowa wartość dodana (*CVA*) wyraża przyrost realnej wartości przedsiębiorstwa w określonym czasie. Określa ona wypracowaną przez przedsiębiorstwo lub strategiczne jednostki biznesu kwotę, która przewyższa realny rynkowy koszt kapitału. Gotówkową wartość dodaną oblicza się według wzoru (Skoczylas, 2000, s. 29):

$$CVA = (CFROI - \text{realny koszt kapitału}) \cdot \text{inwestycje brutto.}$$

Przedsiębiorstwo kreuje wartość, jeżeli gotówkowa wartość dodana jest większa od zera.

Dokonując pomiaru rentowność za pomocą mierników *EVA* i *CVA*, można zauważyć, że różnią się one od siebie – koncepcja *EVA* wykorzystuje wskaźnik *ROI*, czyli zwrot z inwestycji, natomiast koncepcja *CVA* bierze pod uwagę *CFROI*, czyli gotówkowy zwrot z inwestycji. Analizy przeprowadzone w przedsiębiorstwach wskazują na większe powiązanie wskaźnika gotówkowej wartości dodanej z kreowaniem wartości jednostki. W wielu przypadkach właśnie gotówkowa wartość dodana jest uważana za miernik lepiej niż inne skorelowany z tworzeniem wartości. Różnice między tymi dwoma miarami odzwierciedla rys. 2, bazujący na analizach Boston Consulting Group.

Ekonomiczna wartość dodana oparta na wskaźniku *ROI* posiada pewne wady wynikające z jego specyfiki. Zwrot z inwestycji jest wskaźnikiem bieżącym, a więc koncentrowanie się jedynie na nim może wpłynąć niekorzystnie na efektywność przedsiębiorstwa w długim okresie. Ponadto, jak wynika z powyższego rysunku, ekonomiczna wartość dodana jest obciążona wadami zysku jako miernika efektów działalności; wyraża się to m. in. w pomijaniu wpływów pieniężnych, które nie są przychodami, i wydatków, które nie są kosztami, a ujmowaniu przychodów i kosztów niepieniężnych. Jej wadą jest również możliwość nieprecyzyjnego wyznaczenia kosztu kapitału. *EVA* jest jednak miarą prostą w obliczaniu i tym samym łatwiejszą do zrozumienia. Ujmuje ona wynik finansowy netto jedynie z działalności operacyjnej i dobrze charakteryzuje atrakcyjność miejsca alokacji kapitału.



Rys. 2.6. Porównanie koncepcji *EVA* i *CVA*

* analiza uwzględnionych w indeksie *Standard & Poor's 400* przedsiębiorstw w latach 1985–1995.

Źródło: W. Skoczylas, *Koncepcja Cash Value Added...*, s. 29.

Pięniężna stopa zwrotu z inwestycji (*CFROI*) ma z kolei tę zaletę, że może być wykorzystana do porównywania z innymi stopami zwrotu (i podobnymi wskaźnikami), a takie porównania pozwalają na ocenę wpływu wielu aspektów zarządzania na wartość przedsiębiorstwa. W przypadku różnej bazy kapitałowej właśnie ten wskaźnik najlepiej służy do analizy porównawczej badanych spółek. Pozwala on ocenić, jak dane przedsięwzięcie wpływa na wartość przedsiębiorstwa oraz jak stopa zwrotu zmienia się z okresu na okres. *CFROI*, podobnie jak *EVA* i *CVA*, to nie tylko miernik rocznych wyników działalności spółki, ale także metoda jej wyceny oraz kryterium oceny osiągnięć w ramach motywacyjnego systemu wynagradzania i zarządzania przez wartość (*value based management – VBM*) (Urbaneck, 2005, s. 122–124).

4. Nowe wyzwania dla nauki i praktyki rachunkowości

„Na fali krytyki obowiązujących rozwiązań rachunkowości powstały i nadal powstają, zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii, propozycje zmian modelu rachunkowości – z historycznego (retrospektywnego) na przyszłościowy (prospektywny)” (Walińska, 2004, s. 63). Zmiany modelu rachunkowości są proponowane zarówno przez środowisko profesjonalne rachunkowości, jak i przez inne środowiska zawodowe.

Niezwykle ciekawą, a jednocześnie chyba najbardziej kompleksową propozycją modelu współczesnej rachunkowości, zaproponowaną przez środowiska pozaksięgowy, jest koncepcja przedstawiona przez środowisko analityków finansowych, nazwana „Accounting for the Future” (AFTF), czyli „Rachunkowość dla przyszłości” lub nawet „Rachunkowość przyszłości (jutra)”, opublikowana w 1998 r.⁶ Koncepcja ta nawiązuje do modeli ukształtowanych na założeniach rachunkowości prospektywnej⁷. Jest to jednocześnie kolejna próba sformułowania spójnego modelu rachunkowości, stanowiąca udoskonaloną formę propozycji modelu rachunkowości (AIMR, 1993) opracowanego wcześniej przez Stowarzyszenie ds. Zarządzania Inwestycjami i Badań (Association for Investment Management and Research – AIMR, obecnie CFA Institute), czyli zrzeszenie analityków finansowych.

Główną przesłanką opublikowania koncepcji AFTF było wskazanie takich rozwiązań modelowych, które uczyniłyby informacje płynące z rachunkowości podstawą do podejmowania decyzji ekonomicznych. Koncepcję tę oparto na

⁶ Należy zauważyć, że H. Nash (autor koncepcji) jest aktuariuszem, a nie księgowym, co ma istotny wpływ na sposób i precyzyjność formułowania jego koncepcji.

⁷ Najważniejszą cechą różniącą AFTF od metody EVA jest fakt, że EVA jest oparta na zysku księgowym, natomiast AFTF bazuje w całości na przepływach pieniężnych (Cwynar, 2000b, s. V–VI).

dwóch podstawowych miarach – na wartości rynkowej i na przepływach pieniężnych. Zawiera ona wiele szczegółowych propozycji, unormowań oraz postulatów, wśród których do najważniejszych należą (C w y n a r, C w y n a r, 2000b, s. V–VI):

- a) ujawnianie danych o wartości ekonomicznej majątku;
- b) ważność i nadrzędność przepływów pieniężnych;
- c) przyjmowanie długoterminowej perspektywy;
- d) ujawnianie planów odnośnie do zysku całościowego.

Autor AFTF podkreśla, że analitycy finansowi potrzebują informacji, które pozwolą przewidywać przepływy pieniężne i określać wartość przedsiębiorstwa. Ta ostatnia wielkość jest ustalana wprawdzie przez analityków finansowych, a nie przez księgowych, niemniej poprawne jej oszacowanie zależy w przeważającej mierze właśnie od jakości informacji generowanych przez systemy rachunkowości.

Według AFTF rachunkowość musi być ukierunkowana na rynek. Ponieważ wartość rynkową posiadają jednak tylko niektóre aktywa, a ponadto nie można jej ustalić dla zobowiązań, w AFTF założenie istnienia aktywnego rynku nie jest istotne (podstawą wyceny są przepływy pieniężne), stanowi to poważną barierę w tego typu podejściu.

W obszarze sprawozdawczości finansowej w AFTF zastępuje się bilans sprawozdaniem z wartości (Statement of Values), a rachunek zysków i strat – sprawozdaniem czy rejestrem przepływów pieniężnych. Ponadto wprowadza się wiele dodatkowych danych, niezbędnych, a jednocześnie łatwych do zrozumienia, przy wycenie wartości przedsiębiorstwa – wartość dodaną oszacowaną stopą zwaną kosztem kapitału. Rachunkowość ma zatem generować informacje, na podstawie których analityk finansowy zbuduje model przepływów pieniężnych.

Przedstawione propozycje nie spotkały się – jak dotychczas – z akceptacją profesjonalnych organizacji środowiskowych stanowiących standardy rachunkowości, gdyż ich przyjęcie oznaczałoby, że „wartość bilansowa przedsiębiorstwa musi zawierać więcej subiektywnych osądów, co z kolei wywołuje presję na audytorów, którzy stają się arbitrem w sprawie, czy wartość bilansowa jest wierna i rzetelna (*true and fair*). Takie mechanizmy powodują utratę kolejnej cechy jakościowej, o którą – ze względu na globalizację – walczy obecnie środowisko rachunkowców, czyli porównywalności”.

Wśród specjalistów z zakresu rachunkowości i zarządzania krąży opinia, że „zysk jest tylko teorią, rzeczywistością jest wypłacalność”. Często można spotkać się również ze stwierdzeniem, że „pieniądze to fakt, wszystko poza tym jest tylko opinią”. Koncepcja AFTF bazuje wyłącznie na przepływach pieniężnych; kluczowym jej elementem są zarówno oczekiwane przepływy pieniężne (Expected Cash Flows), jak i historyczne przepływy pieniężne. Zasadne jest pytanie, czy oczekiwane przepływy pieniężne są faktem, a nie jedynie opinią?

Nie ulega wątpliwości, że mają one zdecydowanie większe znaczenie (są bardziej użyteczne w podejmowaniu decyzji) niż historyczne przychody czy przepływy pieniężne. W praktyce większość decyzji finansowych jest podejmowana właśnie na bazie oczekiwanych przepływów pieniężnych. Są one szeroko i z powodzeniem stosowane w różnych obszarach funkcjonowania przedsiębiorstwa, z wyjątkiem, co paradoksalne, rachunkowości i sprawozdawczości finansowej, gdzie byłyby najbardziej przydatne.

Rachunkowość prospektywna (Prospective Accounting) jest koncepcją stosunkowo nową i rewolucyjną. AFTF scala metody pomiaru wartości dla akcjonariuszy z procesem podejmowania decyzji. Fala krytyki współczesnej rachunkowości powstała głównie na skutek przeświadczenia, że nie jest ona oparta na wartości dla akcjonariuszy. Trzeba jednak zauważyć, że niezwykle trudno jest inicjować i wdrażać zmiany, nowe ujęcia, rozwiązania i koncepcje, jeżeli jednocześnie są uruchamiane mechanizmy blokujące ich testowanie i implementację. Zwolennicy AFTF podkreślają, że takie mechanizmy są dla rozwoju i postępu pułapką.

Rachunkowość w ich opinii musi uwolnić się od wpływów przeszłości oraz przyjąć wiarę w lepszą przyszłość. Strach przed zmianami jest czymś naturalnym, ale ich niewdrażanie w turbulentnym otoczeniu może być jednak niebezpieczne. W koncepcji AFTF zakres zmian w rachunkowości jest – w opinii jej twórców – minimalizowany, ponieważ pozostaje w zgodzie z naturą procesów ekonomicznych oraz przerzuca ciężar odpowiedzialności biznesowej na tych, którzy ją ponoszą – na zarządzających i analityków finansowych, wspomagających i modelujących procesy decyzyjne. Koncepcja AFTF jest w przekonaniu jej autorów, a także wciąż powiększającego się grona jej zwolenników, ogromną szansą dla rachunkowości i zarazem bazą umożliwiającą skorygowanie jej niedostatków w ujęciu retrospektywnym oraz dostarczanie nie tylko rzetelnych i wiarygodnych, ale także w pełni użytecznych ekonomicznie informacji na potrzeby procesów decyzyjnych.

Reasumując, ogólna analiza współczesnych koncepcji pomiaru dokonań opartych na przepływach pieniężnych pozwala na sformułowanie następujących wniosków:

- 1) kluczowym elementem zarządzania wartością podmiotu jest dobór odpowiednich mierników służących do maksymalizacji podstawowego celu działalności gospodarczej, za który powszechnie uznaje się obecnie tworzenie wartości dla właściciela;

- 2) wyznaczenie powyższego celu przedsiębiorstwa spowodowało odejście od tradycyjnych mierników pomiaru jego dokonań na rzecz takich, które najlepiej będą odzwierciedlać działania podmiotu zmierzające do pomnożenia wartości;

3) większość nowoczesnych mierników dokonań przedsiębiorstwa bazuje lub w istotny sposób wykorzystuje strumienie przepływów pieniężnych, zarówno w ujęciu *ex post*, jak i *ex ante*.

5. Zakończenie

Podstawowym celem funkcjonowania przedsiębiorstwa w gospodarce rynkowej jest stały wzrost jego wartości, określanej przez bieżącą wartość przyszłych (prognozowanych) przepływów pieniężnych netto, które są generowane przez aktywa wykorzystywane w działalności operacyjnej⁸. Dzieje się tak, ponieważ tempo rozwoju i wzrostu przedsiębiorstw oceniane jest poprzez pryzmat tempa zmian odpowiednio zdefiniowanych strumieni pieniężnych, które prezentują skutki efektywnego wykorzystania zasobów kapitałowych i majątkowych przedsiębiorstwa. Przepływy pieniężne mają kluczowe znaczenie w wielu koncepcjach (np. w koncepcji Shareholder Value), ponieważ stanowią one podstawę korzyści akcjonariuszy z dywidend i wzrostu rynkowej wartości akcji oraz są wykorzystywane przez inwestorów do oceny spółek (Michna, 2003, s. 36–39). Zarządy podmiotów powinny skupić się na kluczowych elementach przyczyniających się do sukcesu przedsiębiorstwa w zakresie uzyskiwania dodatnich przepływów pieniężnych, a więc i zwrotu z zainwestowanego przez akcjonariuszy kapitału (Rapport, 1999, s. 37).

Wprowadzenie wartości przepływów pieniężnych jako podstawy wyceny aktywów, np. zaproponowane w AFTF, jest zmianą budzącą kontrowersje, a jednocześnie fundamentalną – bilans staje się wtedy zestawieniem szacunkowym, a nie sprawozdaniem z pozycji finansowej za okresy historyczne. Problemem jest jednak nie technika czy metodologia, ale uznaniowość nie tylko wartości przepływów pieniężnych, ale i stopy dyskontowej. Powstaje w związku z tym pytanie, czy takie podejście nie wychodzi zbyt daleko poza konwencje i fundamentalne zasady działania systemu rachunkowości?

Literatura

- Black A., Wright P., Bachman J. E., Davies J. (2000), *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy. Kształtowanie wyników działalności spółek*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków.
Copeland T., Koller T., Murrin J. (1997), *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm*, WIG-Press, Warszawa.

⁸ Jest to ekonomiczna wartość podmiotu gospodarczego będąca bezpośrednim rezultatem estymacji kształtowania się przepływów pieniężnych (Szczepankowski, 2007, s. 64).

- Cwynar W., Cwynar A. (2000a), *Ekonomiczna wartość dodana (EVA) jako element systemu zarządzania przez wartość (części I, II)*, „Controlling i Rachunkowość Zarządcza”, 3–4.
- Cwynar W., Cwynar A. (2000b), *Jak zmierzyć efekty kreacji wartości dla właścicieli przedsiębiorstwa – przekrój dostępnych możliwości (części I, II, III)*, „Controlling i Rachunkowość Zarządcza”, 7–9.
- Cwynar W., Cwynar A. (2000), *Nowe tendencje w teorii i praktyce finansów – koncepcje EVATM i MVATM*, „Rachunkowość”, 3.
- Cwynar A., Cwynar W. (2002), *Zarządzanie wartością spółki kapitalowej. Koncepcje, systemy narzędzia*, FRRWP, Warszawa.
- Cwynar A., Cwynar W. (2007) *Kreowanie wartości spółki poprzez długoterminowe decyzje finansowe*, PAR–Wyższa Szkoła Informatyki i Zarządzania, Warszawa–Rzeszów.
- Damodaran A. (1996), *Investments valuation. Tools and techniques for determining the value of any assets*, John Wiley & Sons, Inc., New York.
- Dobija M., Dobija D. (2005), *Pomiar zysku i wartości przedsiębiorstwa*, [w:] M. Dobija (red.), *Teoria rachunkowości w zarysie*, Akademia Ekonomiczna w Krakowie, Kraków.
- Dudycz T. (2001), *CFROI jako nowe narzędzie pomiaru osiągnięć finansowych przedsiębiorstw*, „Bank i Kredyt”, maj.
- Ehrbar A. (2000), *EVA. Strategia tworzenia wartości przedsiębiorstwa*, WIG-Press, Warszawa.
- Financial Reporting in the 1990's and Beyond* (1993), AIMR.
- Herman A., Szablewski A. (1999), *Orientacja na wzrost wartości współczesnego przedsiębiorstwa*, (w:) A. Herman, A. Szablewski (red.), *Zarządzanie wartością firmy*, Poltext, Warszawa.
- Janasz W. (2003), *Kształtowanie wartości podmiotu gospodarującego*, „Przegląd Organizacji”, 6.
- Jaruga A. A. (2001), *Rola rachunkowości zarządczej*, [w:] A. A. Jaruga, W. A. Nowak, A. Szycha, *Rachunkowość zarządcza. Koncepcje i zastosowania*, Społeczna Wyższa Szkoła Przedsiębiorczości i Zarządzania, Łódź.
- Karmańska A. (2007), *Wartość ekonomiczna a paradygmat metody bilansowej (artykuł dyskusyjny)*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości”, 94, 38 (Warszawa).
- Kąkol W. (2003), *Wykorzystanie modelu EVA do szacowania wartości przedsiębiorstwa*, „Controlling i Rachunkowość Zarządcza”, 1–2.
- Michalak J. (2004), *Ewolucja pomiaru wyników ekonomicznych w rachunkowości zarządczej*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości”, 77, 21.
- Michalski M. (2001), *Zarządzanie przez wartość*, WIG-Press, Warszawa 2001.
- Michna A. (2003), *Nośniki wartości firmy – budowa strategii maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa*, „Przegląd Organizacji”, 2.
- Mills R. W. (1994), *Gotówka. Kluczowy czynnik wartości akcji*, „Ekspert – Rachunkowość i Finanse”, 4.
- Mills R. W., Weinstein B. (2001), *Zarządzanie wartością firmy – jak pogodzić interesy udziałowców i pozostałych interesariuszy?*, „Controlling i Rachunkowość Zarządcza”, 4–5.
- Nowak W. A. (2001), *Sterowanie dokonaniami organizacji*, [w:] A. A. Jaruga, W. A. Nowak, A. Szycha, *Rachunkowość zarządcza. Koncepcje i zastosowania*, Społeczna Wyższa Szkoła Przedsiębiorczości i Zarządzania, Łódź.
- Nowak W. A., Dratwińska-Kania B. (2001), *Wolne przepływy pieniężne a wartość przedsiębiorstwa*, „Problemy Rachunkowości”, 7, 4.
- Rappaport A. (1999), *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik dla menedżera i inwestora*, WIG-Press, Warszawa.
- Rutherford B. A. (2000), *An Introduction to Modern Financial Reporting Theory*, Sage Publications, London.
- Shrieves R. E., Wachowicz J. M., (2001), *Free Cash Flow (FCF), Economic Value Added (EVATM), and Net Present Value (NPV). A Reconciliation of Variations of Discounted-Cash-Flow (DCF) Valuation*, „Engineering Economist”, 46, 1.
- Siudak M. (2001), *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Oficyna Wydawnicza Politechniki Warszawskiej, Warszawa.

- Skoczyła S. W. (2004), *Analiza finansowa w warunkach zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości”, **76**, 20.
- Skoczyła S. W., (2000), *Koncepcja Cash Value Added w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa*, „Przeгляд Organizacji”, **6**.
- Stewart B. (1991), *The Quest for Value. A Guide for Senior Managers*, Harper-Business.
- Szczepankowski P. (2007), *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Urbanek P. (2005), *Nadzór korporacyjny a wynagrodzenia menedżerów*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Walińska E. (2004), *Wartość bilansowa przedsiębiorstwa a alokacja podatku dochodowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Weissenrieder F. (1998), *Value Based Management. Economic Value Added or Cash Value Added?*, Department of Economics, Gothenburg University.

Wydawnictwo UŁ zaprasza www.wydawnictwo.uni.lodz.pl

ISBN 978-83-7525-263-7