

Jarosław Nowicki

Akademia Ekonomiczna w Poznaniu

OGRANICZENIA INFORMACYJNE W PROCESIE KALKULACJI EKONOMICZNEJ WARTOŚCI DODANEJ (EVA)

1. Wstęp

Od czasu, gdy za cel działalności przedsiębiorstwa powszechnie uznano maksymalizację jego wartości, rozpoczęto poszukiwanie mierników, które nie tylko w odpowiedni sposób opisywałyby efekty realizacji tak zdefiniowanego celu, ale również służyłyby zarządzaniu przedsiębiorstwem. Jednym z efektów tych poszukiwań jest ekonomiczna wartość dodana – EVA (*economic value added*).

EVA w zamyśle autorów jest prostą konstrukcją nawiązującą do koncepcji zysku ekonomicznego, dochodu rezydualnego czy zysku czystego. Jednak konieczność odwoływania się do pewnych wielkości korygujących dane księgowe, a także potrzeba oszacowania kosztu kapitału powodują, że proces obliczania ekonomicznej wartości dodanej jest dość skomplikowany.

W ujęciu autorów ekonomiczna wartość dodana ma stanowić nie tylko podstawę systemu zarządzania przedsiębiorstwem, miernik efektywności na wewnętrzne potrzeby firmy, ale również przydatne narzędzie dla inwestora czy analityka oceniającego przedsiębiorstwo z zewnątrz [Ehrbar 2000, s. 5]. Miernik ten może służyć zatem do porównań pomiędzy przedsiębiorstwami, a nawet być podstawą budowy rankingów przedsiębiorstw pod względem tworzenia wartości.

Obliczenie ekonomicznej wartości dodanej przez konkretne przedsiębiorstwo na jego własne potrzeby, z pełnym dostępem do danych wewnętrznych, nie powinno nastręczać trudności. Jednak osoba spoza firmy, która nie ma dostępu do danych wewnętrznych przedsiębiorstwa, może napotkać pewne ograniczenia w dostępie do informacji potrzebnych do precyzyjnego oszacowania EVA.

Celem opracowania jest ukazanie problemu ograniczonego dostępu do informacji w procesie obliczania ekonomicznej wartości dodanej. Analizując go, przed-

stawiono rozbieżności pomiędzy zapotrzebowaniem informacyjnym a dostępem do informacji w procesie kalkulacji EVA opartym na ogólnie dostępnych informacjach. Rozważania zawarte w opracowaniu dotyczą przedsiębiorstw, których sprawozdanie finansowe podlega obowiązkowi badania i ogłoszenia, z wyłączeniem banków, zakładów ubezpieczeń, funduszy emerytalnych, powierniczych i inwestycyjnych [Ustawa... 2002, poz. 964, art. 64]. Ze względu na ograniczone miejsce i złożoność problemu, w niniejszym opracowaniu nie została poruszona kwestia dostępu do informacji na potrzeby kalkulacji kosztu kapitału, który jak wiadomo, jest wykorzystywany w formule obliczeniowej EVA, skupiając się na problemie dostępności danych w procesie kalkulacji skorygowanego zysku operacyjnego po opodatkowaniu oraz skorygowanego kapitału zainwestowanego. W dalszej części pokazano na przykładzie, jak różną wartość EVA można otrzymać, wykorzystując w kalkulacji informacje ogólnodostępne, w porównaniu do wyniku obliczeń z użyciem niektórych danych wewnętrznych przedsiębiorstwa.

2. Koncepcja ekonomicznej wartości dodanej

Maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa coraz powszechniej uznawana jest za cel jego działalności. Efektem tego jest stworzenie dużej liczby mierników stopnia realizacji tak zdefiniowanego celu. Jednym z najbardziej rozpowszechnionych mierników, i to zarówno w opracowaniach teoretycznych, jak i w aplikacjach praktycznych, jest ekonomiczna wartość dodana.

EVA stanowi zastrzeżony znak towarowy firmy doradczej Stern Stewart & Co. Jest to miernik stanowiący podstawę kompleksowego systemu zarządzania przedsiębiorstwem, wyrażający się formułą:

$$EVA_t = NOPAT_t - WACC_t \times K_{t-1}, \quad (1)$$

gdzie: EVA_t – ekonomiczna wartość dodana (*economic value added*), wypracowana w okresie t ,

$NOPAT_t$ – skorygowany zysk operacyjny po opodatkowaniu (*net operating profit after tax*),

$WACC_t$ – średnioważony koszt kapitału (*weighted average cost of capital*),

K_{t-1} – skorygowany kapitał zainwestowany (z początku okresu).

Ekonomiczna wartość dodana, przedstawiająca efekty działania przedsiębiorstwa pod względem kreacji wartości w danym okresie, daje odpowiedź na pytanie, o ile w danym okresie zwiększono lub zmniejszono bogactwo właścicieli.

Jak wynika z wzoru (1), do obliczenia EVA konieczna jest znajomość trzech wielkości: skorygowanego zysku operacyjnego po opodatkowaniu, skorygowanego kapitału zainwestowanego oraz średnioważonego kosztu kapitału.

W obliczaniu zarówno skorygowanego zysku operacyjnego po opodatkowaniu, jak i skorygowanego kapitału zainwestowanego koryguje się dane księgowe. Potrzeba taka wynika ze zniekształceń powodowanych przez tradycyjną rachunkowość. Korekty polegają na przekształceniu wartości księgowej w tzw. wartość ekonomiczną, nazywaną też skorygowaną wartością księgową. Korekty te zmierzają do znalezienia z jednej strony faktycznej wielkości kapitału zainwestowanego w przedsiębiorstwo, z drugiej zaś – faktycznego wyniku operacyjnego przez ten kapitał wypracowanego. Aby to osiągnąć, dodaje się do księgowych wartości kapitału własnego i długu oprocentowanego ich „ekwiwalenty” (*equity/debt equivalents*), a także uwzględnia się zmiany w wartości tych ekwiwalentów w zysku operacyjnym po opodatkowaniu.

Do oszacowania średnioważonego kosztu kapitału konieczna jest znajomość kosztu każdego ze składników bazy kapitałowej przedsiębiorstwa, a ponadto udziału każdego ze składników kapitału w kapitale ogółem¹.

Sam proces kalkulacji ekonomicznej wartości dodanej, gdy posiada się wszystkie niezbędne dane, nie jest niczym skomplikowanym. Polega on jedynie na przeprowadzeniu prostych działań matematycznych, co nie nastęrcza, zwłaszcza z użyciem komputera, kłopotów. Trudność w kalkulacji EVA stanowi zdobycie właściwych informacji.

Po pierwsze, aby obliczyć skorygowany zysk operacyjny po opodatkowaniu i kapitał zainwestowany należy się posługiwać skorygowanymi wielkościami księgowymi. Niezbędna jest więc znajomość odpowiednich danych, na podstawie których zostaje obliczona właściwa wartość odpowiednich korekt. O ile dla kierownictwa przedsiębiorstwa może to stanowić niewielki problem, o tyle dla zewnętrznego inwestora, który nie ma wglądu do wewnętrznych danych firmy, może to być trudność nie do pokonania.

Po drugie, również w procesie szacowania kosztu kapitału można napotkać pewne ograniczenia informacyjne. W tym przypadku pozycja kierownictwa posiadającego pełen dostęp do danych przedsiębiorstwa będzie nieco inna niż pozycja zewnętrznego analityka czy inwestora giełdowego. Ten problem nie zostanie jednak szerzej poruszony w artykule.

3. Korygowanie wielkości księgowych

Jak już wspomniano, potrzeba korekt wynika z ułomności tradycyjnej rachunkowości i wynikającej z nich chęci znalezienia faktycznej wielkości kapitału z jednej strony zainwestowanego w przedsiębiorstwo, z drugiej zaś wygenerowanego przez przedsiębiorstwo dzięki temu kapitałowi zysku.

Autorzy koncepcji ekonomicznej wartości dodanej zdefiniowali ok. 160 możliwych korekt wielkości księgowych, zwracając uwagę na to, że w rzeczywistości

¹ Problem dostępu do niezbędnych danych na potrzeby szacowania średnioważonego kosztu kapitału nie jest jednak, ze względu na szeroki zakres, przedmiotem zainteresowania w niniejszym opracowaniu.

żadna ujednolicona definicja EVA nie istnieje, a każde przedsiębiorstwo powinno dopasować formułę liczenia EVA do własnych warunków i potrzeb [Ehrbar 2000, s. 135]. Każde przedsiębiorstwo powinno określić liczbę niezbędnych korekt wielkości księgowych, dopasowując definicję ekonomicznej wartości dodanej do swojej struktury organizacyjnej, profilu działalności, strategii i systemu rachunkowości. Każda firma powinna zatem określić własną definicję EVA, stanowiącą swisty kompromis pomiędzy prostotą i zrozumiałością a wystarczającym opisem skomplikowanej rzeczywistości gospodarczej. Jednoczesne zastosowanie kilku bądź kilkunastu podstawowych korekt daje zadowalające rezultaty, z tym jednak zastrzeżeniem, że wielkości uwzględniane po stronie kapitału zainwestowanego powinny być spójne z wielkościami po stronie zysku operacyjnego.

W tym miejscu należy wskazać na pierwszy poziom ograniczeń informacyjnych w obliczaniu ekonomicznej wartości dodanej, na które natrafia osoba z zewnątrz firmy. Mnogość możliwych korekt wprowadza dużą dowolność w ich doborze. Co prawda, Stern & Stewart podaje listę kryteriów, którymi należy się kierować przy doborze korekt [Ehrbar 2000, s. 145], jednak uwzględnienie większości z nich wymagałoby bardziej dokładnych informacji od tych, którymi dysponuje analityk z zewnątrz firmy². Cóż więc z tego, że już kilkanaście podstawowych korekt daje wystarczające rezultaty, kiedy bez dostępu do wnętrza firmy trudno jest określić, które z korekt są tymi „kluczowymi”. Bez dogłębnej znajomości przedsiębiorstwa nie sposób „dopasować” do niego definicji EVA.

Zatem już na wstępie procesu kalkulacji ekonomicznej wartości dodanej analityk z zewnątrz firmy napotyka ograniczenia, które w znaczący sposób mogą wpłynąć na wynik obliczeń.

Jak już wspomniano, w procesie kalkulacji EVA nie zaleca się korzystania wprost z wielkości figurujących w sprawozdaniach finansowych. Zarówno zysk operacyjny, jak i kapitał zainwestowany powinny zostać skorygowane, przy czym korekty po stronie kapitału zainwestowanego mają być spójne z tymi po stronie zysku operacyjnego.

Najczęściej używane i zalecane korekty kapitału zainwestowanego i zysku operacyjnego po opodatkowaniu w kalkulacji ekonomicznej wartości dodanej przedstawiono w tab. 1. Ponieważ celem opracowania jest wskazanie na ograniczenia informacyjne w procesie kalkulacji EVA, a nie dogłębna analiza korekt, w tabeli przedstawiono je niezależnie od tego, czy dana korekta dotyczy podejścia operacyjnego, czy też powinna być stosowana w podejściu finansowym [Cwynar 2000, nr 2, s. 19; nr 3, s. 20]. Pominęto także dyskusję nad problemem, czy dana pozycja jest elementem kapitału zainwestowanego, czy też nie³.

² Co ciekawe, jednym z proponowanych kryteriów jest dostępność niezbędnych danych. Jak to wynika z niniejszego opracowania, dostępność danych dla osoby z zewnątrz przedsiębiorstwa jest w dużej mierze ograniczona. Wpływ doboru korekt na wynik obliczeń zostanie zilustrowany przykładem.

³ Kwestia ta została omówiona m.in. w [Dudycz 2002, s. 186].

Tabela 1. Korekty wielkości księgowych w kalkulacji EVA

Lp.	Korekty dotyczące kapitału zainwestowanego	Korekty dotyczące zysku operacyjnego po opodatkowaniu
1	Zobowiązania nieodsetkowe (z tytułu dostaw i usług, podatków, ceł i ubezpieczeń społecznych, wynagrodzeń, pożyczki nieoprocentowane, fundusze specjalne, rozliczenia międzyokresowe bierne)	
2	Kapitalizowane nakłady na działalność badawczo-rozwojową	Zmiana wartości wydatków w danym okresie
3	Kapitalizowane wydatki na inne wartości niematerialne i prawne	Zmiana wartości wydatków w danym okresie
4	Czasowe zawieszenie wydatków na inwestycje strategiczne	Po okresie zawieszenia amortyzowanie inwestycji strategicznych
5	Rezerwy związane z wyceną zapasów metodą LIFO	Zmiana rezerwy w danym okresie
6	Rezerwy na należności wątpliwe	Zmiana rezerwy w danym okresie
7	Rezerwy / aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	Wzrost rezerwy / spadek aktywów z tytułu odroczonego podatku dochodowego w danym okresie
8	Inne rezerwy, np. na udzielone gwarancje	Zmiana rezerwy w ciągu danego okresu
9	Skumulowane umorzenie wartości firmy	Umorzenie wartości firmy w danym okresie
10	Skumulowane saldo zysków i strat nadzwyczajnych	Wynik zdarzeń nadzwyczajnych w danym okresie
11	Suma zdyskontowanych na dany moment przyszłych płatności z tytułu leasingu operacyjnego	Płatność leasingowa za dany okres

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Ehrbar 2000, s. 136; Cwynar 2000; Cwynar, Cwynar 2000, s. IV].

Jak wynika z tab. 1, wśród korekt w procesie kalkulacji ekonomicznej wartości dodanej znajdują się takie, które można zastosować, posługując się danymi figurującymi w bilansie czy w rachunku zysków i strat. Są też jednak takie, które można uwzględnić jedynie na podstawie dokładniejszych danych księgowych firmy, niedostępnych publicznie.

Informacje niezbędne do przeprowadzenia pierwszej z korekt wymienionych w tab. 1 są ogólnie dostępne. Wyłączenie z kapitału zainwestowanego tzw. zobowiązań nieodsetkowych może zostać przeprowadzone na podstawie bilansu danego przedsiębiorstwa. Potrzebne dane są zamieszczone w pasywach bilansu w grupach B.III i IV, natomiast ciążyący na rozpatrywanych przedsiębiorstwach obowiązek ich publikowania wynika z przepisów ustawy o rachunkowości⁴.

⁴ Por. [Ustawa... 2002, art. 64 oraz 70]. Pomimo obowiązku publikowania sprawozdań finansowych, osoba z zewnątrz firmy może w praktyce napotkać istotne ograniczenia nawet w tym zakresie. Osąd taki wynika z osobistych doświadczeń autora. W 2001 r., a więc przed wejściem w życie znowelizowanej ustawy o rachunkowości, prowadził on badania nad tworzeniem wartości w polskich

Dostępność informacji jest również duża w przypadku korekty 7 i 8. Uwzględnienie podatku odroczonego nie powinno nastęrczać trudności ze względu na to, że potrzebne dane są publikowane w bilansie, rezerwa zaś z tytułu odroczonego podatku dochodowego w pasywach w części B.I.1, natomiast aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego w aktywach jako składnik długoterminowych rozliczeń międzyokresowych (A.V.1). Inne rezerwy, takie jak na udzielone gwarancje, są wykazywane w pasywach bilansu w pozycji B.I.3.

W przypadku innych korekt wymienionych w tab. 1 dostępność danych niezbędnych do ich przeprowadzenia nie jest już tak oczywista dla osoby z zewnątrz przedsiębiorstwa. Na przykład rezerwy na należności wątpliwe⁵ (poz. 6 w tab. 1) nie są publikowane w sprawozdaniu finansowym. Należności w aktywach bilansu są wykazywane w kwocie netto, a więc po odjęciu odpisów aktualizujących ich wartość (rezerw), czego konsekwencją jest niewykazywanie kwoty odpisów (rezerw) w pasywach. Oczywiście jest, że jednostka musi ujawnić dane o odpisach aktualizujących wartość należności w informacji dodatkowej, jednak znajdują się one w tzw. dodatkowych informacjach i objaśnieniach [Ustawa... 2002, art. 48; zał. 1 do Ustawy] i nie podlegają obowiązkowi ogłoszenia⁶. Pełne sprawozdanie finansowe musi być także złożone we właściwym rejestrze sądowym, jednak jego dostępności nie można uznać za łatwą, zwłaszcza w wypadku zewnętrznego analityka, który chciałby w krótkim czasie, opierając się na jak najświeższych danych, porównać pod względem ekonomicznej wartości dodanej większą liczbę przedsiębiorstw.

Podobnie się rzecz ma z umorzeniem wartości firmy (poz. 9 w tab. 1). Wartość firmy jest wykazywana w bilansie w wartości netto, a więc po odjęciu dotychczasowego umorzenia. Aby przeprowadzić korektę zalecaną w kalkulacji EVA, potrzebne są informacje na temat umorzenia wartości firmy – zarówno za dany okres, jak i skumulowanego. Dane te są zawarte w informacji dodatkowej, w dodatkowych informacjach i objaśnieniach, do których dostęp dla osoby z zewnątrz przedsiębiorstwa jest utrudniony z powodów opisanych w poprzednim akapicie.

spółkach giełdowych z wykorzystaniem miernika EVA. Ze względu na brak szczegółowego podziału zobowiązań krótkoterminowych (na odsetkowe i nieodsetkowe) w danych finansowych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, udostępnianych w formie elektronicznej przez firmę Notoria Serwis, dokonał on przeglądu bilansów spółek giełdowych, publikowanych w „Monitorze Polskim” B. Okazało się, że niektóre bilanse nie zawierały szczegółowego podziału zobowiązań krótkoterminowych, że noty objaśniające do tych bilansów nie były publikowane. Również strony internetowe spółek giełdowych poświęcone relacjom inwestorskim prezentowały jedynie ogólne dane finansowe, nie ujawniając np. szczegółowego podziału zobowiązań krótkoterminowych.

⁵ W znowelizowanej ustawie o rachunkowości zmieniono nazwę „dawnych rezerw na należności” na „odpisy aktualizujące wartość należności”. Por. [Ustawa... 2002, art. 35b].

⁶ Na informację dodatkową składają się w szczególności: wprowadzenie do sprawozdania finansowego oraz dodatkowe informacje i objaśnienia. Jak wynika z art. 70 ustawy o rachunkowości, kierownik jednostki jest obowiązany złożyć do ogłoszenia jedynie wprowadzenie do sprawozdania finansowego, stanowiące część informacji dodatkowej. Dodatkowych informacji i objaśnień tym obowiązkiem nie objęto.

Uwzględniając w korekcie wynik zdarzeń nadzwyczajnych (poz. 10 w tab. 1), można napotkać inny rodzaj ograniczeń. Wynik ten za dany okres jest oczywiście elementem rachunku zysków i strat, jednak obliczenie skumulowanego salda zysków i strat nadzwyczajnych z lat ubiegłych wymagałoby znajomości rachunków zysków i strat z wszystkich poprzednich lat.

Do wprowadzenia korekty związanej z leasingiem operacyjnym (poz. 11 w tab. 1) potrzeba szczególnego zakresu informacji, których uzyskanie bez dostępu do danych wewnętrznych przedsiębiorstwa nie jest, niestety, możliwe. Przedsiębiorstwo bowiem przedstawia w sprawozdaniu finansowym (i to znów w dodatkowych informacjach i objaśnieniach, stanowiących niepublikowaną część informacji dodatkowej) wartość środków trwałych używanych na podstawie umów leasingu operacyjnego, jednak do przeprowadzenia omawianej korekty konieczna jest znajomość przyszłych płatności, wynikających z umów leasingu operacyjnego oraz terminów, na jakie przypadają. Tak określone płatności powinny być zdyskontowane na dzień przeprowadzania analizy za pomocą krańcowego kosztu kredytu, którego wysokość osoba z zewnątrz przedsiębiorstwa może jedynie w przybliżeniu oszacować [Dudycz 2002, s. 189].

Istota korekt 2 i 3 jest zbliżona. Precyzyjne przeprowadzenie tych korekt wymaga dogłębnej znajomości przedsiębiorstwa i nie może być dokonane na podstawie powszechnie dostępnych informacji. W myśl polskich przepisów wydatki na badania i rozwój tylko w niewielkiej części są ujmowane w aktywach bilansu jako koszty zakończonych prac rozwojowych (A.I.1)⁷. W większości wydatki te, a także wydatki na inne szeroko rozumiane wartości niematerialne i prawne, są traktowane jako koszt. Przeprowadzenie omawianych korekt wymagałoby znajomości bardzo szczegółowej ewidencji kosztowej przedsiębiorstwa⁸, co dla osoby bez dostępu do danych przedsiębiorstwa jest niemożliwe.

Również uwzględnienie korekty dotyczącej czasowego zawieszenia rozliczania inwestycji strategicznych (poz. 4 w tab. 1) wymagałoby dostępu do danych wewnętrznych przedsiębiorstwa⁹.

W kalkulacji EVA jest zalecana też korekta związana z wyceną zapasów metodą LIFO (poz. 5 w tab. 1). Metoda ta jest jedną z dopuszczonych w Polsce metod wyceny rozchodu zapasów, a więc również polscy analitycy mogą się spotkać z koniecznością przeprowadzenia tej korekty. Jednak i w tym wypadku nie można

⁷ Koszty zakończonych prac rozwojowych mogą być aktywowane jedynie pod pewnymi warunkami. Por. [Ustawa... 2002, art. 33, pkt 2].

⁸ Jednym z problemów związanych z EVA jest konieczność prowadzenia przez przedsiębiorstwa zarządzane na podstawie tego miernika dodatkowej ewidencji. Podkreślał to A. Ehrbar, powtarzając wielokrotnie, że na potrzeby kalkulacji EVA dane zjawisko należy traktować odmiennie, niż to nakazują przepisy rachunkowe. Por. [Ehrbar 2000, s. 136-147].

⁹ Autorzy koncepcji zalecają „zastosowanie specjalnego podejścia rachunkowego do inwestycji strategicznych”, polegającego na „przetrzymanywaniu” inwestycji na specjalnym „koncie zawieszonym”. Por. [Ehrbar 2000, s. 139].

dokonać odpowiedniej kalkulacji na podstawie danych publicznie dostępnych, konieczne bowiem jest sięgnięcie do danych wewnętrznych przedsiębiorstwa, dotyczących gospodarowania zapasami.

Podsumowując, z przedstawionej analizy wynika, że spośród zaprezentowanych w tab. 1 korekt możliwe do przeprowadzenia na podstawie ogólnie dostępnych danych są korekty, które dotyczą:

- zobowiązań nieodsetkowych (poz. 1),
- podatku odroczonego (poz. 7),
- innych rezerw (poz. 8),
- oraz ewentualnie wyniku zdarzeń nadzwyczajnych (poz. 10), z założeniem posiadania przez analityka wszystkich rachunków zysków i strat od początku istnienia przedsiębiorstwa.

Korekty, których przeprowadzenie byłoby możliwe pod warunkiem dostępu do całości informacji dodatkowej (w szczególności dodatkowych informacji i objaśnień) dotyczą:

- rezerw (odpisów aktualizujących) na należności wątpliwe (poz. 6),
- umorzenia wartości firmy (poz. 9).

Przeprowadzenie pozostałych korekt wymienionych w tab. 1 (poz. 2-5, 11) wymagałoby dostępu do wewnętrznych danych przedsiębiorstwa.

Z przedstawionej analizy wynika, że problem dostępności informacji w procesie kalkulacji ekonomicznej wartości dodanej jest poważny. Dodatkowo należy zauważyć, że lista zawarta w tab. 1 stanowi tylko pewną propozycję korekt, które mogą się okazać istotne w konkretnym przedsiębiorstwie. Jednak lista ta, co podkreślają autorzy koncepcji EVA, nie jest wcale pełna. Zdefiniowali oni ponad 160 możliwych korekt danych księgowych. A. Ehrbar wyróżnił nawet cztery poziomy ekonomicznej wartości dodanej, w zależności od liczby korekt, jakich używa się w jej obliczaniu: od podstawowej EVA, obliczonej na podstawie wielkości księgowych, przez odkrytą, dopasowaną aż po prawdziwą EVA, obliczoną z uwzględnieniem wszystkich możliwych korekt [Ehrbar 2000, s. 134]. Nie trzeba dodawać, że większy stopień szczegółowości korekt pociąga za sobą zdecydowanie większe problemy w dotarciu do potrzebnych informacji, szczególnie w wypadku osób nie posiadających dostępu do danych wewnętrznych przedsiębiorstwa.

4. Wpływ dostępności informacji na wynik obliczeń EVA

Jak wynika z dotychczasowych rozważań, precyzyjne oszacowanie EVA dla osoby z zewnątrz firmy jest niemożliwe, ponieważ nie ma ona dostępu do danych, które w pewnych przypadkach mogą się okazać istotne.

Oczywiste jest, że liczba uwzględnianych korekt w kalkulacji EVA będzie miała znaczący wpływ na wynik obliczeń. W konsekwencji zróżnicowany dostęp do

danych dotyczących określonych korekt będzie oddziaływał na wartość EVA. Zilustrowano to poniższym przykładem.

Wynik obliczeń ekonomicznej wartości dodanej dla przedsiębiorstwa X za rok 2002, oparty na różnym zakresie danych, zaprezentowano w tab. 2. Wariant I to EVA obliczona na podstawie „surowych” danych księgowych, różniąca się od zysku netto tym, że uwzględnia cały koszt kapitału. Odpowiada to poziomowi podstawowej EVA, opisanemu przez A. Ehrbara [Ehrbar 2000, s. 134]. Wariant II uwzględnia w kalkulacji EVA dane publicznie dostępne (poz.: 1, 7, 8 i 10). Natomiast wariant III obejmuje również korekty dotyczące rezerw na należności wątpliwe, umorzenia wartości firmy oraz płatności z tytułu leasingu operacyjnego. Jak stwierdzono wcześniej, należą one do grupy korekt, z których przeprowadzeniem osoba z zewnątrz przedsiębiorstwa może mieć kłopot. Dla uproszczenia przyjęto, że średnioważony koszt kapitału (WACC) we wszystkich wariantach jest taki sam – 11,1%.

Tabela 2. EVA w trzech wariantach uzależnionych od dostępności danych

Wyszczególnienie	Wariant I	Wariant II	Wariant III
EVA w 2002 r. (w tys. zł)	-7 059	16 835	8 413

Źródło: opracowanie własne.

Jak wynika z tabeli, zróżnicowanie wyników jest znaczne, co jedynie potwierdza tezę, że dostęp do informacji odgrywa istotną rolę w procesie kalkulacji ekonomicznej wartości dodanej. Nawet, jeśli odrzuci się wariant I (podstawowa EVA bez żadnych korekt)¹⁰, to różnica pomiędzy wariantami II i III dowodzi, że w tym konkretnym przedsiębiorstwie osoba bez dostępu do wewnętrznych danych firmy uzyskałaby w badanym okresie wartość EVA ok. 2 razy wyższą od tej obliczonej w firmie. Nietrudno wyobrazić sobie konsekwencje decyzji podjętej na podstawie miernika EVA w wariantcie II. Oczywiście, jest to tylko przykład jednego przedsiębiorstwa, EVA bowiem w wariantcie III nie stanowi prawdziwej EVA, uwzględniającej wszystkie możliwe korekty. Jednak możliwość uzyskania tak różnych wyników, którą należy uznać za poważny mankament ekonomicznej wartości dodanej, podaje w wątpliwość zastosowanie EVA jako skutecznego narzędzia dla inwestorów, wskazującego przedsiębiorstwa osiągające ponadprzeciętne wyniki [Ehrbar 2000, s. 5].

¹⁰ Zatrważające jednak wydaje się to, że posługując się tym samym miernikiem, można dojść do kompletnie sprzecznych wniosków, w kontekście kreacji wartości, dotyczących wyników działania tego samego przedsiębiorstwa w tym samym okresie (wg wariantu I przedsiębiorstwo „skonsumowało” wartość, natomiast wg wariantów II i III przedsiębiorstwo pomnożyło bogactwo swoich właścicieli).

5. Możliwe kierunki zmian

Ograniczenia informacyjne w kalkulacji ekonomicznej wartości dodanej, na jakie natrafia osoba nie posiadająca dostępu do danych wewnętrznych przedsiębiorstwa, są faktem. Powodem takiego stanu rzeczy jest obecny kształt sprawozdawczości przedsiębiorstw. Można oczywiście wysunąć postulaty zmian obowiązków informacyjnych spółek. Na przykład wprowadzenie w ustawie o rachunkowości obowiązku ogłaszania całej informacji dodatkowej, a nie tylko w sprawozdaniu finansowym, z pewnością pozwoliłoby uwzględnić nieco większą liczbę korekt, wyposażyłoby analityków i inwestorów w dodatkową wiedzę na temat przedsiębiorstw, jednak nie usunęłoby to innych trudności. Ograniczenia informacyjne w kalkulacji ekonomicznej wartości dodanej są bowiem wycinkiem szerszego problemu, jakim jest rozdźwięk pomiędzy informacjami ujawnianymi przez przedsiębiorstwa w sprawozdawczości a zapotrzebowaniem informacyjnym inwestorów, szukających spółek tworzących wartość. Tradycyjna sprawozdawczość nie dostarcza informacji potrzebnych do oceny przedsiębiorstw pod względem tworzenia wartości. Nie oznacza to, że obecna sprawozdawczość jest nieprecyzyjna. Problem tkwi w tym, że skupia się na zdarzeniach przeszłych, takich jak zyski, wartość aktywów materialnych. Natomiast dla inwestora istotne są przyszłe przepływy pieniężne, decydujące o wartości przedsiębiorstwa. Skoro bowiem działalność przedsiębiorstwa przestraja się z osiągania zysku na tworzenie wartości, równoległym zmianom powinna ulec też sprawozdawczość [Nally].

Chęć zlikwidowania wspomnianego rozdźwięku legła u podstaw opracowania koncepcji sprawozdawczości wartości (*value reporting*), czyli uwzględnienia w sprawozdawczości wielu finansowych i niefinansowych czynników, które przyczyniają się do wzrostu wartości przedsiębiorstwa [Wright, Bannatyne 1997]. Sprawozdawczość wartości nie oznacza odrzucenia tradycyjnej księgowości, lecz raczej połączenie rachunkowości finansowej, zarządczej i inwestycyjnej. Jeden ze stawianych postulatów jest taki, iż przedsiębiorstwo powinno zmieniać własną sprawozdawczość, zmierzając do celu, jakim jest publikacja rachunku wartości dla inwestorów¹¹.

6. Podsumowanie

W procesie kalkulacji ekonomicznej wartości dodanej napotkać można ograniczenia informacyjne, które w istotny sposób utrudniają precyzyjne oszacowanie EVA. W opracowaniu skupiono się na dostępności informacji na potrzeby obliczenia wartości skorygowanego zysku operacyjnego po opodatkowaniu oraz skorygowanego kapitału zainwestowanego, pomijając ograniczenia informacyjne występu-

¹¹ Szersze omówienie koncepcji sprawozdawczości wartości znaleźć można m. in. w [Black, Wright 2000, s. 276; Nally; Zemelka 2002].

jące w procesie szacowania kosztu kapitału. Wspomniane trudności w dostępie do informacji są powodem tego, że proces obliczania ekonomicznej wartości dodanej jest skomplikowany. Mnogość zalecanych korekt, a także możliwość dość dowolnego ich dobierania dodatkowo pogarszają sprawę.

Należy podkreślić następujące fakty. Po pierwsze, rozważania zawarte w opracowaniu dotyczą tylko niektórych korekt, jednak już na ich przykładzie widać pewne istotne ograniczenia, które w znaczący sposób utrudniają precyzyjne oszacowanie ekonomicznej wartości dodanej osobie nie posiadającej dostępu do danych wewnętrznych przedsiębiorstwa.

Po drugie, na przykładzie zaprezentowano, że możliwy wpływ tych ograniczeń na wynik obliczeń EVA może być znaczący.

Po trzecie, rozważania zawarte w opracowaniu dotyczyły przedsiębiorstw, których sprawozdanie finansowe podlega obowiązkowi badania i ogłaszania¹². Nie trudno jednak się domyślić, że w przypadku mniejszych przedsiębiorstw można się spodziewać jedynie większych problemów. Jeśli zaś chodzi o spółki giełdowe, to obowiązki informacyjne, którym podlegają, może w pewien sposób zmniejszają, jednak z pewnością nie likwidują zaznaczonego w opracowaniu problemu [Rozporządzenie 2001].

Wnioski płynące z opracowania skłaniają do sformułowania postulatów, co do kierunków zmian obowiązującej w Polsce sprawozdawczości przedsiębiorstw. Należy dążyć do tego, aby ujawniała ona nieco inny i szerszy zakres informacji niż do tej pory, a zatem pożądana byłaby jej ewolucja w kierunku sprawozdawczości wartości.

Literatura

- Black A., Wright P., *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy*, Dom Wyd. ABC, Warszawa 2000.
- Cwynar W., *Ustalanie wartości zysku operacyjnego i kapitału zainwestowanego do celów kalkulacji EVA: podejście finansowe i operacyjne*, „Controlling i Rachunkowość Zarządcza w Firmie” 2000 nry 2 i 3.
- Cwynar W., Cwynar A., *Ekonomiczna wartość dodana (EVA) jako element systemu zarządzania przez wartość*, cz. 1, „Controlling i Rachunkowość Zarządcza w Firmie” 2000 nr 3.
- Dudycz T., *Finansowe narzędzia zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, AE, Wrocław 2002.
- Ehrbar A., *EVA. Strategia tworzenia wartości przedsiębiorstwa*, WIG-Press, Warszawa 2000.
- Nally D.M., *Reinventing Corporate Reporting*, <http://store.barometersurveys.com>.
- Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 16 października 2001 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych, DzU 2001 nr 139, poz. 1569.

¹² Z wyłączeniem banków, zakładów ubezpieczeń, funduszy emerytalnych, powierniczych i inwestycyjnych.

Ustawa o rachunkowości z dnia 29 września, z późniejszymi zmianami, DzU 2002 nr 76, poz. 964, art. 64, 70.

Wright P., Bannatyne S., *Value Reporting*, CFO Magazine, <http://www.cfoweb.com.au/stories/19971001/7015.asp>.

Zemelka Ch., *Value Reporting als normatives Modell zur Integration nicht finanzieller Kennzahlen in die Strategische Kapitalmarktkommunikation*, <http://eldorado.unidortmund.de:8080/FB15/1g4/forschung/2002/Zemelka>.

PROBLEMS CONNECTED WITH ACCESS TO DATA DURING THE ESTIMATION OF ECONOMIC VALUE ADDED (EVA)

Summary

The article presents problems connected with access to data during the estimation of economic value added (EVA). The biggest emphasis is put on problems with calculation of net operating profit after taxes (NOPAT) and invested capital (IC). Issues presented in this article are particularly interesting, since EVA is one of the most popular methods of measuring the effect of shareholders' value creation in companies.