

Robert Kowalak

MIERNIKI WARTOŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA W BADANIU KONDYCJI FINANSOWEJ PRZEDSIĘBIORSTWA

„To, co mierzysz, wyznacza to, co osiągasz”.

Kaplan, Norton

1. Wstęp

Wejście Polski do Unii Europejskiej jest powodem, że ocena kondycji finansowej przedsiębiorstwa wymaga stosowania kryteriów, które podniosą walory przygotowanego raportu dotyczącego jego działalności i wydaniu opinii, że będzie ono kontynuowało działalność w kolejnym roku. Dlatego też należy zadać sobie pytanie: czy obecne mierniki i wskaźniki finansowe, wykorzystywane przez biegłego rewidenta, są wystarczające, aby opinia była rzetelna i odzwierciedlała właściwie działania zarządów i właścicieli. Dotyczy to szczególnie spółek akcyjnych, gdyż akcjonariusze mają prawo wiedzieć, czy inwestycje w papiery wartościowe są obciążone małym czy dużym ryzykiem. Inwestorzy zadają sobie również pytanie związane z tym, czy działalność przedsiębiorstwa będzie kontynuowana nie tylko w następnym roku, ale i w kolejnych latach.

Niniejszy artykuł jest poświęcony możliwościom zastosowania mierników wartości przez biegłych rewidentów w ocenie działalności przedsiębiorstwa, ze zwróceniem uwagi na kontynuację działalności nie tylko przez kolejny rok obrotowy, ale i w latach następnych. Powoduje to, że raport biegłych rewidentów może być wykorzystany przez zarząd w określaniu stopnia realizacji misji i strategii oraz ustaleniu, które ogniwa działalności są najsłabsze.

Zadaniem biegłych rewidentów w zakresie dokonywanej analizy finansowej jest zbadanie:

- sprawozdania finansowego poprzez analizę poszczególnych pozycji ujętych w bilansie, rachunku zysków i strat oraz – w określonych przypadkach – rachunku przepływów pieniężnych, a także zestawienia zmian w kapitale własnym,
- węzłowych wskaźników finansowych, mierzących płynność, rentowność, zadłużenie oraz aktywność i obrotowość. Dodatkowo bada się, w przypadku spółek akcyjnych, wartość rynkową przedsiębiorstwa.

Procedury związane z badaniem wymienionych obszarów nie zmieniają się praktycznie od lat. W taki sam sposób „czyta” się sprawozdania finansowe, wykorzystuje te same wskaźniki finansowe zgrupowane w poszczególnych kryteriach oceny. Powoduje to, że można odnieść wrażenie, że nic w tym zakresie się nie zmienia. W ciągu ostatnich kilku lat, w miarę rozwoju rachunkowości zarządczej i controllingu, a także nauk o zarządzaniu, pojawiły się liczne artykuły krytykujące obecny sposób prezentacji kondycji finansowej przedsiębiorstwa przez pryzmat sprawozdań finansowych. Na tym tle zaczęto się interesować pomiarem wartości jednostki gospodarczej opartym na wyniku ekonomicznym, a nie wyniku księgowym.

2. Mierniki wartości

W ostatnich kilku latach w krajach Unii Europejskiej i Stanach Zjednoczonych znaczną popularność zdobyły mierniki wartości przedsiębiorstwa, których zadaniem jest ustalenie, czy wartość przedsiębiorstwa wzrasta, czy też się obniża. Okazuje się bowiem, że w oczach inwestorów wartość księgowa przedsiębiorstwa nie odzwierciedla jego prawdziwej wartości na rynku i że może być od niej wyższa lub niższa. Wynika to z tego, że księgowi starają się „fryzować” sprawozdania finansowe, aby przedstawić obraz jednostki lepszy lub gorszy niż w rzeczywistości. Zależy to od polityki zarządu lub właścicieli, co odzwierciedla się w stosowaniu rachunkowości kreatywnej. Mierniki wartości mają za zadanie zniwelować negatywne skutki związane nie tylko z historycznym aspektem danych finansowo-księgowych, ale również z zastosowaniem różnych technik zniekształcających rzeczywisty obraz firmy.

W literaturze wykształciło się kilkanaście mierników wartości, choć w praktyce zastosowanie ma zaledwie kilka. Obserwując polskie podmioty gospodarcze, można stwierdzić, że oblicza je na własne potrzeby zaledwie kilka procent ogółu dużych podmiotów. Jest to skutek tego, że w polskiej literaturze mierniki te są jeszcze mało spopularyzowane. Prezentowane w prasie dwa podstawowe mierniki wartości – EVA i MVA, są poważnie zniekształcone, co powoduje, że ich praktyczna użyteczność jest niewielka (w odniesieniu do 500 największych przedsiębiorstw działających na rynku polskim takie mierniki prezentuje tygodnik „Polityka”). Zestawienie podstawowych mierników wartości prezentuje tab. 1.

Tabela 1. Podstawowe mierniki wartości

Wielkości stanowiące podstawę do obliczania miernika	Mierniki wartości
Mierniki obliczane na podstawie wielkości pochodzących z tradycyjnych sprawozdań	Zysk rezydualny Ekonomiczna wartość dodana – EVA Standaryzowana ekonomiczna wartość dodana Model EBO
Mierniki obliczane na podstawie przepływów pieniężnych i/lub rynkowej wartości przedsiębiorstwa	Wartość dodana dla akcjonariuszy – SVA Całkowity zwrot dla akcjonariuszy – TSR Ekonomiczna wartość dodana dla właścicieli – SEVA Wartość dodana wyrażona w kategoriach pieniężnych – CVA
Pozostałe mierniki	Zwrot z inwestycji wyrażony w postaci przepływów pieniężnych – CFROI Gotówkowa wartość dodana – CVA Rynkowa wartość dodana – MVA Wskaźnik Q

Źródło: opracowanie własne.

Najpopularniejszym z mierników wymienionych w tab. 1 jest miernik ekonomicznej wartości dodanej – EVA. Miernik ten obrazuje kondycję finansową przedsiębiorstwa przez pryzmat wyniku ekonomicznego, a nie księgowego, co prezentuje następujący wzór:

$$\text{WYNIK EKONOMICZNY} = \text{WYNIK FINANSOWY} - \text{KOSZT KAPITAŁU}.$$

Ogólny wzór obliczenia miernika jest prosty, co nie oznacza, że łatwo jest ustalić ekonomiczną wartość dodaną. Wynika to z tego, że poszczególne czynniki wpływające na wartość miernika są trudne do ustalenia.

Wzór ogólny miernika jest następujący:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - (\text{KAPITAŁ} \cdot \text{WACC}),$$

gdzie: EVA – ekonomiczna wartość dodana,

NOPAT – zysk operacyjny netto po opodatkowaniu,

KAPITAŁ – suma kapitałów własnych i długu odsetkowego,

WACC – średni ważony koszt kapitału, obliczany jako średnia ważona kosztu długu odsetkowego i kosztu kapitału własnego.

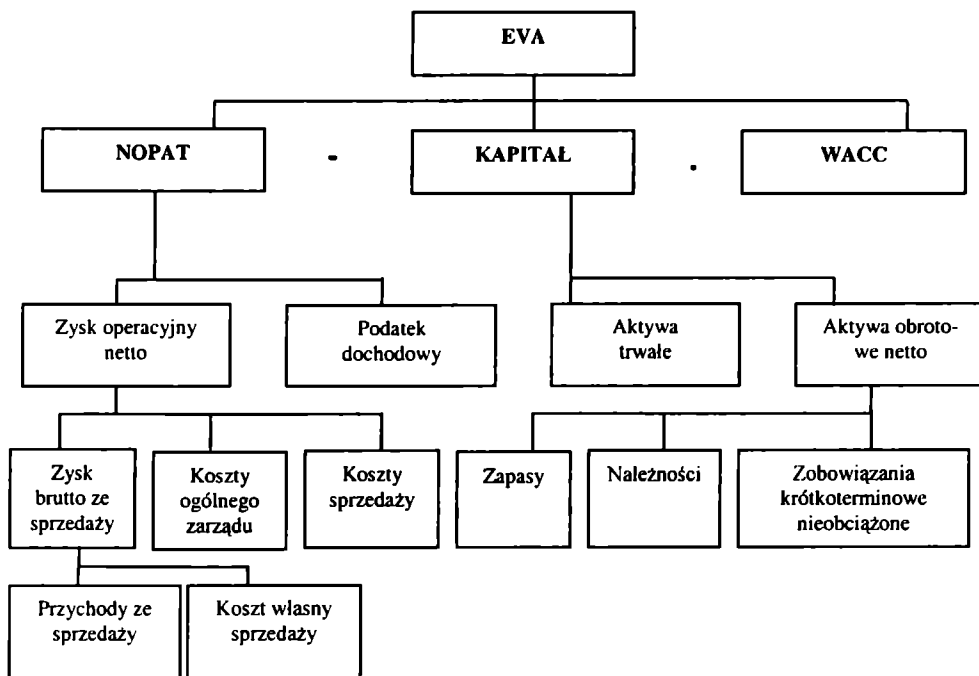
Autorzy miernika podają aż 164 możliwe korekty księgowe, które należy zastosować, aby wiarygodnie zaprezentował on wartość badanego przedsiębiorstwa. Podstawowe, które są wykorzystywane w praktyce, prezentuje tab. 2.

Miernik ten można wykorzystać, tworząc hierarchiczne struktury wskaźników, podobne do piramidy Du Ponta. Przykładem takim może być system zaprezentowany na rys. 1.

Tabela 2. Korekty księgowe przy obliczaniu EVA

Korekty zainwestowanego kapitału	Korekty zysku operacyjnego netto po opodatkowaniu
+ kapitalizowane nakłady na działalność badawczo-rozwojową	+/- zmiana wartości wydatków w danym okresie
+ kapitalizowane wydatki na inne wartości niematerialne i prawne	+/- zmiana wartości wydatków w danym okresie
+ rezerwy LIFO na zagrożone należności lub w odniesieniu do zapasów	+/- zmiana rezerwy w ciągu danego okresu
+ rezerwy na odłożony podatek dochodowy	+/- zmiana rezerwy w ciągu danego okresu
+ skumulowane umorzenie wartości firmy	+ umorzenie wartości firmy za dany okres
+ niezarejestrowana wartość firmy	
+ skumulowane saldo zysków i strat nadzwyczajnych z lat ubiegłych	+/- zysk/strata nadzwyczajna w danym okresie
+ pozostałe rezerwy	+/- zmiana rezerwy w danym okresie
+ suma zdyskontowanych w danym okresie przyszłych płatności	+ płatność leasingowa za dany okres

Źródło: [2].



Rys. 1. Struktura tworzenia miernika wartości dodanej – EVA

Źródło: opracowanie własne.

Drugim miernikiem, który może zostać wykorzystany przy pomiarze wartości przedsiębiorstwa, jest miernik rynkowej wartości dodanej – MVA. Sposób obliczenia miernika jest następujący:

MVA = RYNKOWA WARTOŚĆ PRZEDSIĘBIORSTWA – ZAINWESTOWANY KAPITAŁ.

Miernik ten służy do oceny wzrostu wartości spółek akcyjnych, pozwalając na ocenę, czy ich wartość rynkowa rośnie, czy też spada. Może się okazać, że spółka, przynosząc zysk, ma „niszczoną” wartość, co powoduje, że inwestor realnie traci na wartości zainwestowanego kapitału.

Innym miernikiem do pomiaru wartości dodanej dla akcjonariuszy jest miernik SVA. Miernik ten ukazuje relację pomiędzy wartością bieżącą kapitalizowanego wzrostu wartości zysku operacyjnego pomniejszonego o podatek dochodowy a wartością bieżącą związaną ze wzrostem lub spadkiem wartości inwestycji, obejmujących aktywa zarówno trwałe, jak i obrotowe. Oblicza się go w następujący sposób:

$$SVA = \frac{\Delta NOPAT}{WACC \cdot (1 + WACC)^{t-1}} - \frac{\Delta KAPITAŁ}{(1 + WACC)^t},$$

gdzie: SVA – wartość dodana dla akcjonariuszy,

NOPAT – zysk operacyjny pomniejszony o podatek dochodowy,

KAPITAŁ – inwestycje w aktywa trwałe i aktywa obrotowe,

WACC – średni ważony koszt kapitału.

W rankingach przedsiębiorstw według mierników wartości prezentowanych w Stanach Zjednoczonych dokonuje się ich kategoryzacji poprzez pomiar zyskowności ekonomicznej i jej wzrostu. Te dwie miary, mierząc dokonania jednostki i trendy związane ze zmianami jej wartości, stanowią podstawę do oceny wartości rynkowej spółki. Firma Stern Stewart & Co. wyróżnia pięć kategorii określających wzrost wartości przedsiębiorstwa lub stagnację. Kategorie te to:

X (lub próg rentowności): przedsiębiorstwa X są w stanie równowagi; występuje w nich zysk ROAC (*return on average capital* – iloraz NOPAT i średniej wartości kapitału) zbliżony do ich kosztu kapitału (zmiana EVA -1,5 do 1,5%). Przedsiębiorstwa w tej kategorii charakteryzują się wartością sprzedaży bliską wartości księgowej, z relatywnie niską wartością MVA mimo stopy wzrostu;

Z (lub powiększenie): osiągnęte zyski są większe od kosztu kapitału, generując dodatnią wartość EVA (wzrost EVA większy niż 1,5%). Tymczasem przeciętny wzrost sprzedaży w ostatnich trzech lat przekracza 15%. Zazwyczaj mają wysoką wartość MVA i ujemne wolne przepływy pieniężne z realizacji inwestycji;

Y (lub stabilne): osiągnięte zyski są większe od kosztu kapitału, generując dodatnią wartość EVA (wzrost EVA większy niż 1,5%). Wzrost sprzedaży z ostatnich trzech lat nie przekracza 15%. Wartość przedsiębiorstwa bazuje na mocnej wartości z działalności operacyjnej. Wolne przepływy pieniężne mają tendencję dodatnią;

X- (lub pre-X, lub wyzwanie): wartość EVA tych przedsiębiorstw spada (zmiana EVA niższa od 1,5%), niszcząc ich wartość, podczas gdy sprzedaż rośnie przeciętnie mniej niż 15%;

Z- (lub pre-Z, lub hazard): zyski rosną wolniej niż koszt kapitału i generują ujemną wartość EVA (zmiana EVA mniejsza niż 1,5%) przez ostatnie 3 lata. Przedsiębiorstwa te charakteryzują się dużym ujemnym przepływem wolnych środków pieniężnych, wpływając poważnie na przyszłą wartość EVA.

Przykładowe zestawienie dotyczące rankingu spółek amerykańskich za lata 1999-2002 prezentuje tab. 3 (ranking szereguje spółki według wartości MVA).

Tabela 3. Ranking spółek amerykańskich według wartości MVA (dane w tys. USD)

Ranking		Nazwa przedsiębiorstwa	MVA 2002	3-letnie zmiany w MVA	EVA	3-letnie zmiany w EVA	ROAC (w %)	Typ firmy
2002	1999							
1	2	General Electric Co	222 767	-246 549	5 983	1 112	14,7	Y
2	4	Microsoft Corp.	212 340	-191 048	2 201	-3 272	22,0	Y
3	6	Wal-Mart Stores	207 346	-14 052	2 928	695	13,0	Y
4	24	Johnson & Johnson	124 237	31 368	2 839	1 142	15,0	Y
5	14	Merck & Co.	107 076	-39 778	3 872	85	19,1	Z
6	40	Procter & Gamble Co.	92 231	34 557	2 315	465	13,5	Y
7	9	Intl Business Machines Co.	90 422	-65 741	-8 032	-2 658	3,7	-X
8	15	Exxon Mobil Corp.	85 108	-50 019	-2 175	5 837	6,6	X
9	23	Coca-Cola Co.	82 413	-22 797	2 496	1 321	17,3	Y
10	3	Inlet Corp.	77 395	-327 029	-3 736	-7 152	6,2	-X
11	16	Dell Computer Corp.	69 425	-63 904	360	-1 062	17,4	Y
12	17	Citigroup Inc.	68 078	-63 415	2 964	1 130	13,1	Y
13	1	Cisco Systems Inc.	59 702	-426 885	-4 623	-4 065	4,9	-X
14	5	Oracle Corp.	59 502	-179 094	1 401	811	115,1	Y
15	30	Lilly (Eli) & Co.	57 366	-20 759	1 096	-580	15,5	Y
16	39	Amgen Inc.	57 361	-1 088	-103	-870	10,5	Z
17	36	United Parcel Service Inc.	57 036	-6 923	875	-250	13,1	Y
18	48	Fannie Mae	54 181	7 840	2 457	671	28,1	Y
19	12	Pfizer Inc.	52 683	-98 227	-2 779	-4 796	7,0	-Z
20	50	Pepsico Inc.	49 718	4 759	1 258	959	11,1	Y

Źródło: www.eva.com

Jak wynika z danych przedstawionych w tab. 3, do poszczególnych kategorii przedsiębiorstw została przypisana następująca liczba spółek:

- 1 spółka X,
- 2 spółki Z,
- 13 spółek Y,
- 3 spółki X-
- 1 spółka Z-

Jak widać, dominują spółki typu Y, które generują dodatnią wartość EVA, choć wartość MVA zanotowała spadek. Jednakże, jak wynika z zestawienia, większość spółek zanotowała spadek wartości MVA, bez względu na klasyfikację (16 z 20 spółek). Tylko jedna spółka – Pfizer Inc. jest obciążona dużym ryzykiem dla inwestora.

3. Podsumowanie

Podsumowując, należy stwierdzić, że biegli rewidentzi powinni zainteresować się miernikami, których głównym zadaniem jest pomiar przyrostu wartości przedsiębiorstwa. Wynika to z tego, że możliwość kontynuowania działalności powinna być związana z rozwojem i bezpieczeństwem zainwestowanych kapitałów. Poprzez kolejne badania biegły rewident może zweryfikować w dłuższym okresie, czy tendencje związane z przyrostem wartości są stałe lub czy tendencje spadkowe są okresowe. Należy jednak pamiętać o tym, że nie powinny one być podstawą wydawanej opinii o kondycji finansowej przedsiębiorstwa, lecz jej uzupełnieniem. Mogą one zostać włączone do kategorii wskaźników rynku kapitałowego, obok takich wskaźników, jak P/E, P/BV czy EPS.

Literatura

- [1] *Controlling w przedsiębiorstwie*, red. E. Nowak, ODDK, Gdańsk 2003.
- [2] Cwynar W., Cwynar P., *Ekonomiczna wartość dodana (EVA) jako element systemu zarządzania przez wartość*, „Controlling i Rachunkowość Zarządcza w Firmie” 2000 nr 3.
- [3] Kowalak R., *Ocena kondycji finansowej przedsiębiorstwa*, ODDK, Gdańsk 2003.
- [4] Stewart B., *How to Fix Accounting – Measure and Report Economic Profit*, „Journal of Applied Corporate Finance”, Spring 2003.
- [5] www.vba.pl
- [6] www.eva.com

MEASURES OF VALUE IN FINANCIAL ANALYSIS OF COMPANIES

Summary

This article presents the possibility of using value measure in financial analysis of companies. They can replenish they the scale of financial ratios in marking opinion about profitability and market value of enterprise. Advantage is so, that they use corrected book value asset equity and liabilities presented in finance statement. In article presented three chosen measure: EVA, MVA and SVA.

Dr Robert Kowalak jest adiunktem w Katedrze Rachunku Kosztów i Rachunkowości Zarządczej Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu.